



**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**

# **PARA POLİTİKASI RAPORU**

2005-I

## İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	1
2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	3
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	9
3.1. Arz-Talep Dengesi	9
3.2. Dış Talep	14
3.3. Maliyetler	15
4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	19
4.1. TCMB Para Politikası	19
4.2. TCMB Kur Politikası ve Döviz Kuru Gelişmeleri	23
4.3. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri	24
5. KAMU MALİYESİ	31
5.1. Borç Stokundaki Gelişmeler	32
6. GÖRÜNÜM	37
6.1. Talep ve Arz Unsurları	37
6.2. Maliyet Unsurları	38
6.3. Parasal ve Mali Disiplin	40
6.4. Sonuç	41
GRAFİKLER	43
TABLolar	44
KISALTMALAR	45

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

## 1.Giriş\*

2005 yılının ilk üç ayında, enflasyondaki düşüş süreci devam etmiştir. Hizmet sektöründeki fiyat katılıklarının ve uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki yükselişin devam ediyor olması ve kamu fiyat ayarlamaları, ilgili fiyat gruplarındaki artışta belirleyici olurken, ikincil etkilerin sınırlı kalması sonucu enflasyondaki genel düşüş eğilimi sürmüştür. Yıl başından itibaren 2003 bazlı tüketici fiyatları çerçevesinde açıklanmakta olan özel kapsamlı fiyat göstergeleri de, enflasyondaki düşüş sürecinin geçici unsurlardan kaynaklanmadığına ve yapısal bir içerik taşıdığına işaret etmektedir. Bu bağlamda, yıl sonu enflasyon beklentileri de hedefin altına düşmüş ve yüzde 7,1'e gerilemiştir.

İç talepte 2004 yılının ilk yarısında büyük bir canlanma olmasına karşın, yılın ikinci yarısında belirgin olarak yavaşlama gözlenmiştir. Nitekim, yılın son üç aylık döneminde, özel tüketim harcamaları ve nihai yurt içi talebin, mevsimsellikten arındırıldığında gerilediği görülmektedir. 2005 yılının ilk iki ayında üretim büyümesini ara ve yatırım mallarına yönelik talebin sürüklemiş olması ve stoklardaki artış, tüketim talebindeki yavaşlama eğiliminin devam ettiğine dair bir gösterge olmaktadır. Tüketim talebi kompozisyonu, 2004 yılının son çeyreğinde, geçmiş dönemlerdekinin aksine, dayanıklı tüketim kalemlerinden, yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim kalemlerine kaymıştır. 2005 yılının ilk iki ayındaki iç piyasadaki satış verileri, bu eğilimin devam ettiğini destekler niteliktedir. Ancak, söz konusu tüketim mallarına olan talep artışı kontrollü olarak devam etmektedir. Bunun yanında, 2004 yılının son çeyreğinde milli gelir hesaplarına bakıldığında yatırım harcamalarındaki artışın, yavaşlamakla birlikte sürdüğü gözlenmektedir. 2005 yılının ilk üç ayına ilişkin göstergeler de bu eğilimi desteklemektedir. Bu bağlamda, bir yandan makine-techizat yatırımlarının sürüyor olması verimlilik artışlarını desteklerken, diğer yandan inşaat harcamalarındaki artışların devam etmesi toplam arz potansiyelini artırmaktadır. Bu gelişmeler, enflasyonist baskı yaratmaksızın yüksek büyüme oranlarını mümkün kılmaktadır.

Maliyet unsurları da bahsedilen dönemde enflasyon açısından bir risk yaratmamıştır. 2005 yılının ilk üç ayında Türk lirasının değer kazanması, fiyatları yüksek seyreden ithal hammadde ve yatırım malı fiyatlarının

\* Bu rapor 21 Nisan 2005 tarihine kadar olan veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

yerli para cinsinden fiyatını düşürmek yoluyla girdi maliyet baskılarını sınırlamıştır. Ancak, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarının artış eğiliminin bu dönemde de devam etmiş olması, önümüzdeki dönemde maliyetler üzerinde bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Bunun yanında, reel ücretlerin hala düşük bir düzeyde olmasına karşın, 2004 yılının son üç aylık döneminde artış hızının yükseldiği görülmektedir. Ek olarak, 2004 yılının son çeyreğinde verimlilik artışlarının son üç yıla oranla yavaşlamaya başlaması birim iş gücü maliyetlerinin enflasyona verdiği desteğin önümüzdeki dönemde azalmaya başladığına işaret etmektedir.

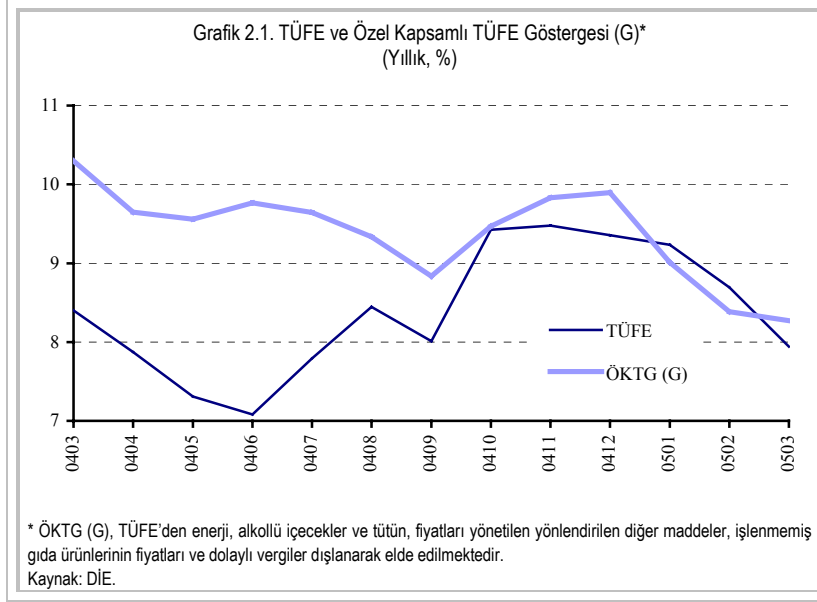
Gelecek dönem enflasyon tahminlerinin hedeflerle uyumlu seyretmeye devam etmesi, ekonomide gözlenen yapısal iyileşme süreci, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılacak anlaşmada sonuçlanma aşamasına gelmiş olması ve Avrupa Birliği (AB) müzakere sürecine dair ilerlemeler ve uygulanmakta olan ekonomik politikalara olan güvende artış çerçevesinde, Merkez Bankası, 2005 yılının ilk dört ayında temkinli-iyimser tavrını korumuş ve faizleri kademeli olarak düşürmüştür. Ayrıca, bu dönem içerisinde, uluslararası likidite koşulları ve risk algılamasında değişiklik olması nedeniyle, aşırı oynaklığa bağlı olarak döviz piyasasına doğrudan müdahalede bulunulmuştur.

Yaratılan güven ortamı çerçevesinde risk priminin düşmesi ve Türk lirasının değer kazanması borç stokunu da azaltıcı yönde etki yapmıştır. Ancak, borç stoku hala oldukça yüksek bir seviyede bulunmakta ve mali disiplin ile yapısal reformlardaki kararlılığın devam ettirilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu gereklilik, hem ekonomik programın kazanımlarının kalıcı olabilmesi açısından, hem de önümüzdeki sene uygulanmaya başlanacak açık enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından kritik bir öneme sahiptir.

## 2. Enflasyon Gelişmeleri

2005 yılının ilk üç ayındaki enflasyon rakamları tarihsel olarak düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Geçen yılın ilk üç ayında 2003 temel yıllı Tüketici Fiyatları Endeksine (TÜFE) göre birikimli enflasyon oranı yüzde 2,15 iken, 2005 yılının ilk üç ayında yüzde 0,83 olmuştur. Yıllık enflasyon, 2005 Mart ayı sonu itibarıyla yıl sonu hedefinin altına inmiştir. 2003 temel yıllı tüketici fiyatları endeksi çerçevesinde özel kapsamlı TÜFE göstergeleri (ÖKTG) hesaplanmaktadır (Kutu 2.1). Bu göstergelerden biri olan ÖKTG (G)'nin seyri, enflasyondaki düşüş eğiliminin geçici unsurlardan kaynaklanmadığına işaret etmektedir (Grafik 2.1).

İlk çeyrekteki fiyat gelişmeleri tarihsel olarak düşük bir enflasyona işaret etmektedir. Özel kapsamlı TÜFE göstergesi (G)'nin seyri, bu düşüşün kalıcılığını ortaya koyar niteliktedir.



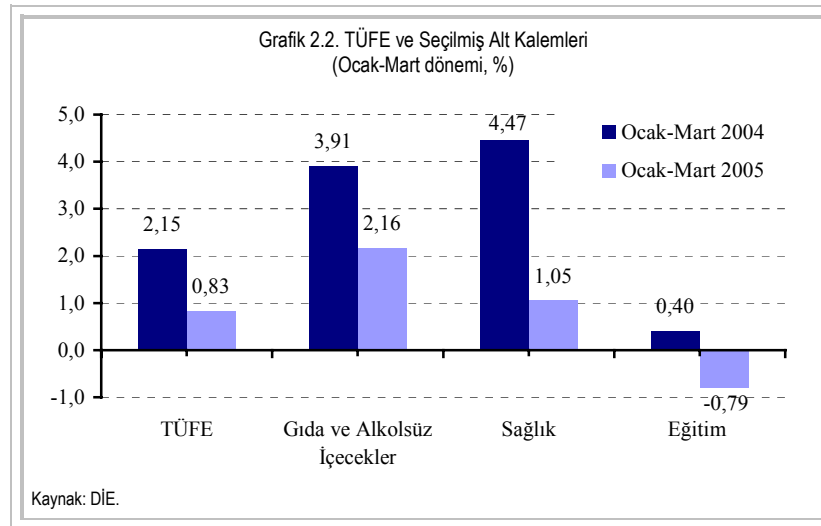
Ocak-Mart döneminde enflasyon açısından öne çıkan unsurlar: (i) Türk lirasının özellikle Aralık-Şubat döneminde yabancı paralar karşısında değer kazanması, (ii) yılbaşında gıda, sağlık ve eğitim sektörlerinde yapılan Katma Değer Vergisi (KDV) indirimi, (iii) hizmetler sektörü fiyatlarındaki katılık, ve (iv) kamu fiyat ayarlamaları olarak özetlenebilir.

Yeni Türk lirasının özellikle Aralık-Şubat döneminde yabancı paralar karşısında önemli ölçüde değer kazanması, dayanıklı tüketim malları gibi kura duyarlı olan mal fiyatlarındaki artışları sınırlayan bir unsur olmuştur. Bunun yanında, Ocak-Mart döneminde giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarının mevsimsel eğilimin ötesinde, yüzde 14,55 düzeyinde düşüş göstermesinde Çin'den ithal edilen hazır giyim ve tekstil ürünleri

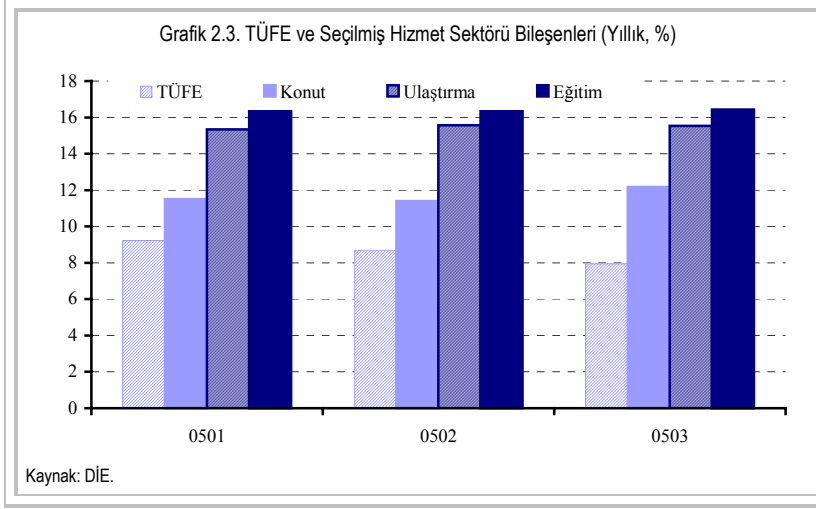
üzerindeki kotaların kalkmasının ve bu sektördeki rekabetin artmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Söz konusu gelişmenin önümüzdeki dönemde de giyim grubu fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabileceği tahmin edilmektedir.

KDV indiriminden doğan fiyat düşüşlerinin belirgin olmakla birlikte, *bir defaya mahsus* olduğu dikkate alınmalıdır.

Diğer taraftan, 2005 yılı başında gıda, sağlık ve eğitim sektörlerinde yapılan yüzde 10 düzeyindeki KDV indirimi, bu sektörlerdeki fiyat artışlarını önemli ölçüde sınırlamıştır. Bu etki, özellikle yılbaşında altı aylık fiyat ayarlaması yapılan sağlık hizmetleri fiyatlarında belirgin biçimde gözlenmektedir. Öte yandan, bu etkinin *bir defaya mahsus* olduğu ve izleyen dönemlerde ortadan kaybolacağı dikkate alınmalıdır (Grafik 2.2).

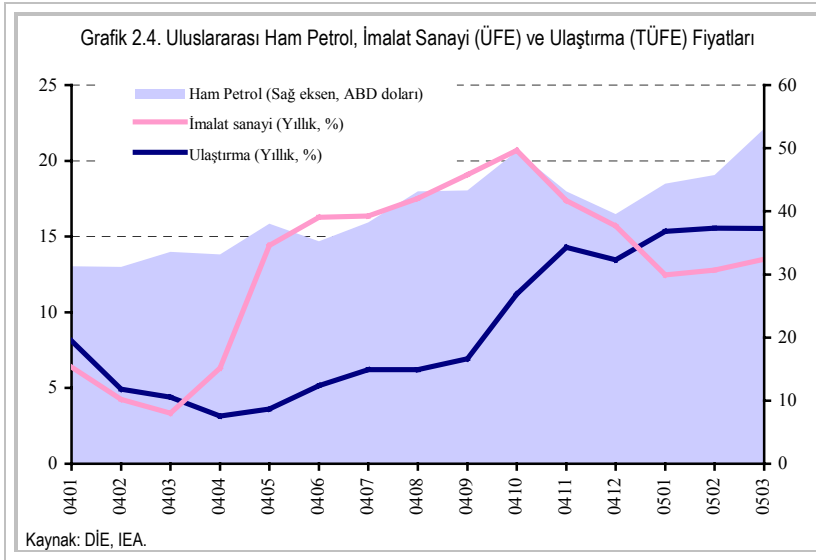


Enflasyon oranlarında son yıllardaki olumlu gelişmelere rağmen, düşüş eğiliminin hizmetlerin yoğun olduğu sektörlerde daha az olduğu ve hizmet fiyatlarındaki katılığın 2005 yılının ilk üç ayında da sürdüğü gözlenmektedir (hizmet sektöründeki fiyat katılığı ile ilgili detaylar için bkz. Para Politikası Raporu 2004-III, Kutu II.1 sf. 8-9). Kira, lokanta ve otel hizmetlerindeki fiyat artışları, geçen yıla göre düşmekle birlikte, genel enflasyon düzeyinin oldukça üzerinde bir seyir izlemektedir. Bu bağlamda, hizmet sektöründeki ekonomik birimlerin fiyatlama kalıplarında TÜFE'de yaşanan kalıcı düşüş eğilimini göz önünde bulundurmaları, bu sektörlerdeki katılığın kırılması açısından büyük önem taşımaktadır (Grafik 2.3).



Yılın ilk üç ayında enflasyon üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur kamu fiyat ayarlamaları olmuştur. Şubat ayında sigara ve alkollü içeceklerin Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) tutarlarında yapılan artışın alkollü içecek fiyatlarında belirleyici rol oynadığı görülmüştür. Şubat-Mart dönemi itibarıyla söz konusu fiyatlarda birikimli olarak yüzde 19,14 oranında artış görülürken, bazı yabancı sigara markaları dışında, ÖTV artışlarının fiyatlara yansıtılmadığı gözlenmiştir. Böylelikle, alkollü içecekler ve tütün grubunda yılın ilk üç ayındaki fiyat artışı, genel enflasyon düzeyinin üzerinde olsa da, geçen yıl gerçekleşen artışın önemli ölçüde gerisinde kalmıştır.

Kamunun genel fiyat düzeyine etkisi, gerek KDV indirimi, gerekse ÖTV ayarlamaları yoluyla korunmaktadır.

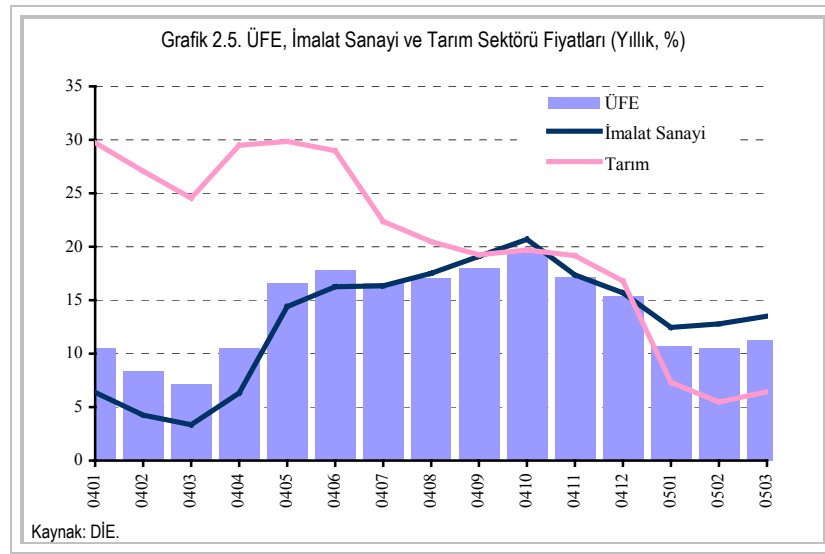


Bunun yanı sıra, Mart ayında uluslararası ham petrol fiyatları ve döviz kurundaki hareketlenmeye bağlı olarak yükseltelen akaryakıt fiyatları, TÜFE altındaki konut ve ulaştırma gruplarında fiyat artışlarını

Uluslararası petrol ve hammadde fiyatlarındaki gelişmeler, imalat sanayindeki fiyat artışlarında belirleyici olmuştur.



hızlandırmıştır. Diğer yandan, petrol fiyatları ve kurdan kaynaklanan etkilerin, vergi hariç fiyatların yer aldığı Üretici Fiyatları Endeksi'ndeki (ÜFE) imalat sanayi artışını önemli ölçüde hızlandırdığı görülmektedir (Grafik 2.4). Tarım sektöründeki fiyat dalgalanmaları ise, yeni endekslerin yarattığı ölçüm ve kapsam değişikliği ile beraber, 2005 yılının ilk çeyreğinde geçen yıllara göre azalmıştır. Tarım sektörünün 2005 yılının ilk üç ayında ÜFE artışlarını sınırladığı görülmektedir (Grafik 2.5).



### KUTU 2.1. YENİ FİYAT ENDEKSLERİ İLE İLGİLİ DEĞERLENDİRMELER (2003=100)

2005 yılı Şubat ayından itibaren, DİE, 1994 temel yıllık TÜFE ve TEFE'nin yerine, sırasıyla, 2003 temel yıllık TÜFE ve ÜFE'yi yayımlamaya başlamıştır. Bu endekslerle, değişen tüketici tercihlerinin daha iyi yansıtılması ve yeni yöntem ve uygulamalar kullanılarak enflasyonun daha sağlıklı ölçülmesi hedeflenmektedir. Yeni endekslerle, başta madde kapsamı olmak üzere, madde ağırlıkları, fiyat derleme şekli ve hesaplama yöntemi gibi unsurlarda önemli değişikliklere gidilmiştir. 1994 temel yıllık TÜFE'de 10 olan ana harcama grubu sayısı; gıda, içki, tütün harcamalarının iki gruba ayrılması ve haberleşme hizmetlerinin ayrı bir grup haline gelmesiyle 2003 temel yıllık TÜFE'de 12'ye yükselmiştir. TÜFE'deki önemli değişiklikler arasında; cep telefonu, dizüstü bilgisayar, DVD gibi teknoloji yoğun malların içerilmesi, konut grubunun önemli bir kısmını oluşturan izafi kira kaleminin dışlanması ve elektrik, doğalgaz ve akaryakıt ürünleri gibi enerji kalemlerinin ağırlıklarının artmış olması gelmektedir. Diğer taraftan, ÜFE ile birlikte TEFE'de yer alan özel-kamu ayrımı ortadan kalkmış, daha da önemlisi, KDV ve benzeri gibi vergiler hariç satış fiyatları derlenmeye başlanmıştır.

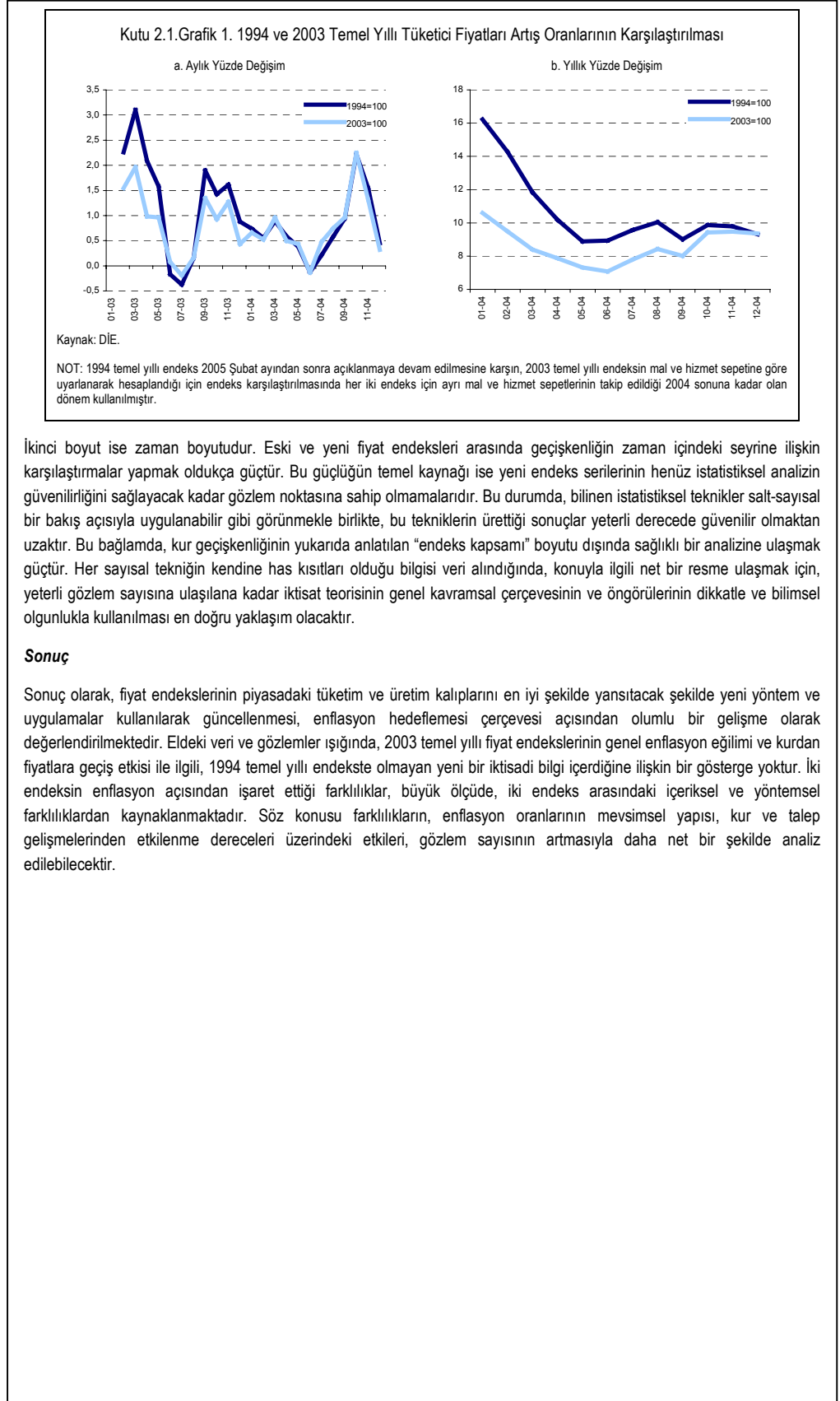
Ayrıca, 2003 temel yıllık endekslerle birlikte, tüketici fiyatlarında gözlenen geçici etkileri arındırabilmek ve orta-uzun dönem enflasyon eğilimlerini ölçülebilmek amacıyla "özel kapsamlı TÜFE göstergeleri" olarak adlandırılan çekirdek enflasyon göstergeleri de yayım sürecine girmiştir. Enflasyona gelebilecek farklı şokların belirlenmesi ve döneme bağlı olarak enflasyon eğiliminde yaratabileceği etkilerin ölçülebilmesi için yedi adet özel kapsamlı TÜFE göstergesi oluşturulmuştur. Bu göstergeler, "mevsimlik ürünler hariç TÜFE (A)", "işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE (B)", "enerji hariç TÜFE (C)", "enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE (D)", "enerji, alkollü içkiler ve tütün ürünleri hariç TÜFE (E)", "enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE (F)" ve "enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE (G)" olarak sunulmaktadır.

Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri, fiyatlarda gözlenen değişimlerin kaynağının kamuoyuna açıklanması açısından da önemli bir araç olarak görülmektedir. Enflasyona gelen geçici şokların niteliğine göre, dönem dönem farklı özel kapsamlı TÜFE göstergeleri ön plana çıkabilecektir. Örneğin, iklim koşulları neticesinde işlenmemiş gıda ürünlerinde oluşabilecek bir değişimin tüketici fiyatlarındaki etkisi, işlenmemiş gıda ürünlerinin fiyatlarının dışlandığı fiyat endeksi kullanılarak kamuoyuna duyurulabilecektir.

#### **2003 Temel Yıllı Endekslerin Genel Enflasyon Eğilimi ve Kurdan Fiyatlara Geçiş Etkisi Açısından Değerlendirilmesi:**

2003 temel yıllık fiyat endekslerinin açıklanmasıyla, kapsam ve yöntem olarak büyük farklılıklar içeren yeni endekslerden 2003 ve 2004 yılları için elde edilen enflasyon oranlarının, 1994 temel yıllık endekslere göre, genel enflasyon eğilimi ve kurdan fiyatlara geçiş etkisiyle ilgili farklı bir bilgi içerip içermediği gündeme gelmiştir. Grafik 1'de 1994 ve 2003 temel yıllık tüketici fiyatları endekslerindeki aylık ve yıllık artış oranları gösterilmektedir. Grafik 1'in ilk sütununa bakıldığında, 2003 yılında iki endeksin aylık artış arasında belirgin bir fark olduğu, ancak 2004 yılı başından itibaren bu farkın neredeyse tamamen ortadan kalktığı görülmektedir. 2004 yılının başlarında yıllık enflasyon eğiliminin endeksler arasında bu denli farklılaşmasında da, aylık artış oranlarında 2003 yılında gözlenen farklılaşma etkili olmaktadır. Bir başka deyişle, 2004 yılında yıllık enflasyonun, 1994 temel yıllık TÜFE endeksine göre hızla düşerken, 2003 temel yıllık endekse göre yılın ikinci yarısında görece yükseliş göstermesi 2003 yılındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Ancak, 2003 yılındaki farklılıklara dayanarak genel enflasyon eğilimiyle ilgili bir yargıya varmadan önce, yeni endeksin ilk defa 2003 yılında oluşturulmaya başlandığı ve 2003 yılının yeni endeks için bir deneme süreci olduğu göz ardı edilmemelidir.

Yeni endekslerle ilgili gündeme gelen diğer soru, kurdan fiyatlara geçiş etkisinin yükselip yükselmediğiyle ilgilidir. 2003 temel yıllık endeksler kullanılarak ölçülen genel fiyat düzeyinin kur gelişmelerinden ne ölçüde etkilendiği sorusuna iki farklı boyutta cevap aranabilir. İlk boyut, endeks kapsamlarını irdeleyen boyuttur. 2003 temel yıllık TÜFE endeksinin, 1994 temel yıllık endekse kıyasla fiyatları kura hassas madde gruplarını daha fazla içermesi, 2003 temel yıllık endeksin kurdan fiyatlara geçiş etkisini görece olarak daha yüksek oranda yansıtmasına neden olmaktadır. ÜFE'de ise 2003 temel yıllık endekse beraber vergiden arındırılmış fiyatların açıklanmaya başlanması, bu endeksin döviz kuruna olan duyarlılığını belirgin ölçüde artırmıştır. Ancak, bu tamamen fiyat toplama şekline kaynaklanmakta ve iktisadi olarak anlamlı bir değişime işaret etmemektedir. TEFE ve ÜFE arasında kurdan fiyatlara geçişle ilgili anlamlı bir karşılaştırma yapılabilmesi için, 1994 temel yıllık toptan eşya fiyatlarının vergiden arındırılması gerekmektedir.

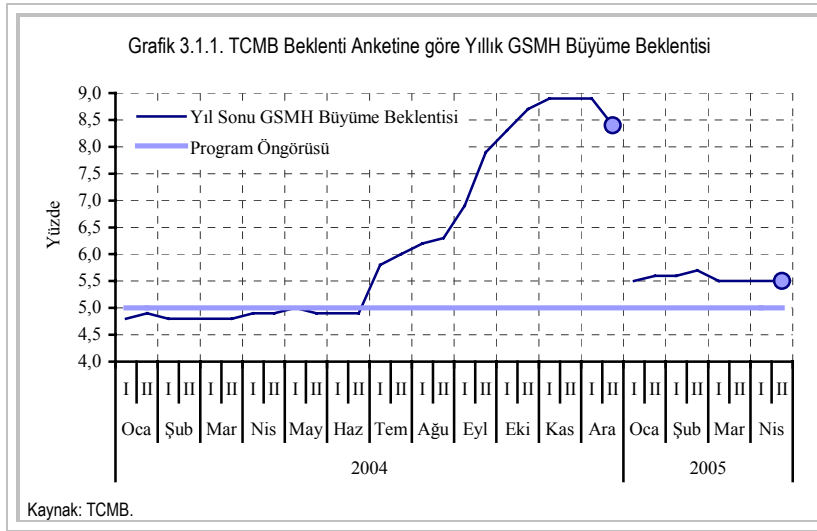


### 3. Arz ve Talep Gelişmeleri

#### 3.1. Arz-Talep Dengesi

Türkiye ekonomisi 2004 yılının son üç aylık döneminde yılın ilk yarısına kıyasla yavaşlayarak da olsa büyümeye devam etmiş ve bu dönemde Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 6,6 oranında artış göstermiştir. Yılın son üç aylık döneminde özel harcamalarda gözlenen görece yavaşlamaya karşın ihracattaki hızlı artışların sürmesi ve kamu harcamalarındaki daralma eğiliminin tersine dönmesi ekonomik büyümeyi desteklemiştir. Bu dönemde, iç talep gelişmelerine paralel olarak sanayi üretimi artış hızı da yılın ilk dokuz aylık dönemine kıyasla gerilerken, tarım sektörü ve ticaret sektörü katma değerlerindeki artışlar büyümeyi olumlu etkilemiştir. 2004 yılı genelinde yakalanan yüksek büyüme performansı ile eş anlamlı olarak enflasyondaki düşüş sürecinin devam etmesi ve yıl sonuna ilişkin makroekonomik hedeflere ulaşılması, 2005 yılına ilişkin beklentileri de olumlu etkilemiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Beklenti Anketinde 2005 yıl sonu GSMH büyüme beklentisi yılın başından itibaren yüzde 5 olarak belirlenen program öngörüsünün üzerinde kalırken, Nisan ayının ikinci anket döneminde yüzde 5,5 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1).

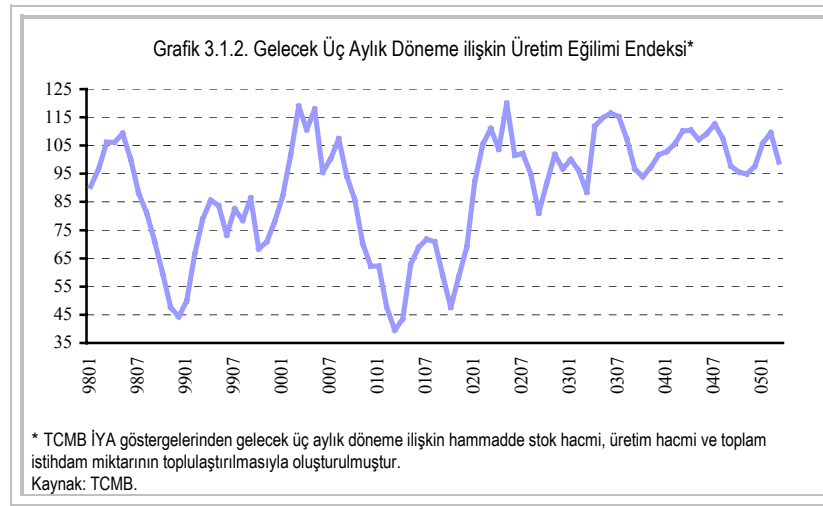
2004 yılı genelinde yakalanan yüksek büyüme performansı ile eş anlamlı olarak enflasyondaki düşüş sürecinin devam etmesi ve yıl sonuna ilişkin makroekonomik hedeflere ulaşılması, 2005 yılına ilişkin beklentileri de olumlu etkilemiştir.



2005 yılının Ocak-Şubat dönemindeki sanayi üretimi gelişmeleri ve Mart ayına ilişkin beklentiler, yılın ilk üç aylık dönemde de üretimdeki yüksek oranlı artış eğiliminin sürdüğünü göstermektedir. Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) Aylık Sanayi Üretim Endeksi sonuçlarına göre toplam

Sanayi üretimindeki hızlı artışlara karşın kapasite kullanım oranlarında benzer bir eğilim görülmemesinde, 2004 yılında gerçekleştirilen yatırım harcamaları ile birlikte üretim kapasitesindeki genişlemenin etkili olduğu düşünülmektedir.

sanayi üretimi Ocak-Şubat döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 9,7 oranında artış göstermiştir. İmalat sanayii alt sektörler itibarıyla incelendiğinde, tüketim talebindeki yavaşlamanın sürdüğü, buna karşılık ara malı ve yatırım mallarına yönelik talebin üretim büyümesini sürüklediği görülmektedir. Nitekim bu dönemde, ara ve yatırım malları ithalatı da geçen yılın aynı dönemine göre yüksek oranlarda artmıştır. İnşaat sektöründeki canlanmaya işaret ettiği düşünülen metalik olmayan diğer mineral maddeler üretimi ve ihracat kaynaklı olmak üzere taşıt araçları üretimindeki artışlar Ocak-Şubat döneminde imalat sanayii üretimi büyümesine yüksek bir katkı sağlamıştır. Öte yandan, DİE tarafından açıklanan verilere göre imalat sanayii kapasite kullanım oranı, 2005 yılının Ocak-Mart döneminde yüzde 77,6 olarak gerçekleşerek geçen yılın aynı dönemdeki düzeyini korumuştur. Sanayi üretimindeki hızlı artışlara karşın kapasite kullanım oranlarında benzer bir eğilim görülmemiştir. Bu gelişmede, 2004 yılında gerçekleştirilen yatırım harcamaları ile birlikte üretim kapasitesindeki genişlemenin etkili olduğu düşünülmektedir. Bu bilgi ışığında, yılın ilk üç aylık dönemindeki üretim ve fiyat gelişmeleri bir arada değerlendirildiğinde, yatırım harcamalarının, üretim artışlarının fiyatlar üzerinde baskı yaratmaksızın sürmesi konusundaki önemi daha iyi anlaşılmaktadır.



2005 yılının Ocak-Şubat döneminde sanayi üretiminde gözlenen hızlı artışlara karşın iç talepteki görece yavaşlamanın sürmesi, mamul mal stoklarının yükselmesine neden olmuştur. Bu gelişmenin önümüzdeki dönemde üretim artışlarını sınırlayabileceği düşünülmektedir. Nitekim, 2004 yılının Aralık ayından bu yana artış gösteren gelecek üç aylık döneme ilişkin üretim eğilim endeksi Mart ayında gerilemiştir (Grafik 3.1.2). Mevcut üretim eğilimi doğrultusunda, 2004 yılının ikinci üç aylık

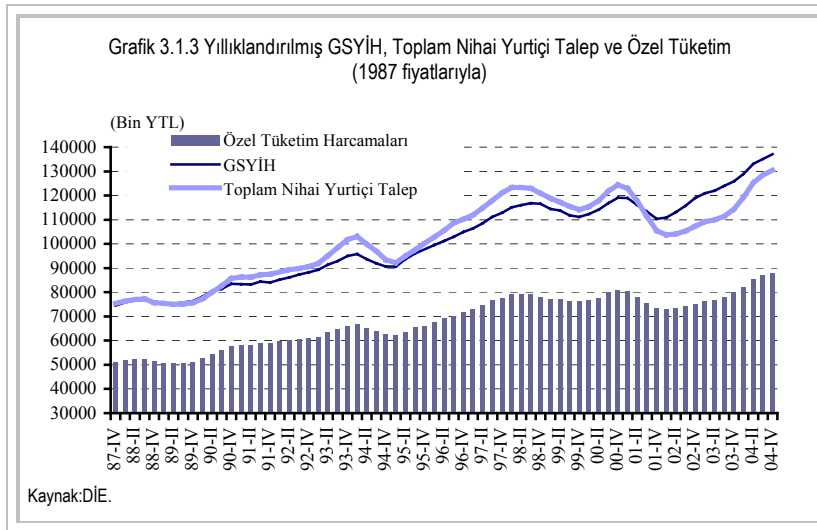
dönemindeki yüksek üretim düzeyinin yarattığı baz etkisinin, Mart ayından itibaren etkisini göstermesi ve sanayi üretimindeki yıllık büyüme oranlarının azalması beklenmektedir.

Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2003					2004				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
1-Tüketim Harcamaları	6,9	2,3	5,2	8,0	5,6	11,6	15,4	5,9	4,7	9,0
Kamu	-2,3	-2,0	- ,7	-4,2	-2,4	2,6	-7,8	-7,0	11,1	0,5
Özel	7,8	2,9	5,8	10,3	6,6	12,4	18,4	7,3	3,6	10,1
Dayanıklı Tüketim Mal.	24,7	10,6	11,4	49,5	24,0	48,0	61,4	28,9	-5,7	29,7
Hizmetler	9,6	5,1	7,6	7,9	7,5	11,6	15,3	6,1	6,6	9,3
Gıda	4,4	4,1	5,7	1,0	4,1	5,3	2,6	0,0	5,4	2,8
Yarı Day. Ve Day.sız	4,7	-4,5	3,7	3,8	2,2	8,2	36,8	18,3	16,3	18,8
2-Sabit Sermaye Yatırımları	11,7	6,4	3,0	19,2	10,0	57,6	47,4	26,1	11,2	32,4
Kamu	-34,8	-14,6	-22,7	5,0	-11,5	-5,9	-8,7	-10,8	0,9	-4,7
Özel	22,5	14,2	16,4	30,1	20,3	65,5	63,1	38,9	17,7	45,5
3- Stok Değişimi*	3,6	5,5	2,2	1,2	3,0	2,5	1,4	-1,2	2,5	1,1
4-Mal ve Hizmet İhracatı	14,5	12,3	19,4	16,9	16,0	10,9	17,2	8,2	14,4	12,5
5-Mal ve Hizmet İthalatı	22,0	24,7	28,3	33,0	27,1	31,3	32,7	16,1	19,6	24,7
6-Toplam Yurtiçi Talep	10,9	8,5	7,0	11,3	9,3	20,6	21,4	8,1	8,5	14,1
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	7,7	3,2	4,7	10,6	6,5	19,8	22,9	9,9	6,3	14,1
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	8,1	3,9	5,5	6,1	5,8	11,8	14,4	5,3	6,3	9,0

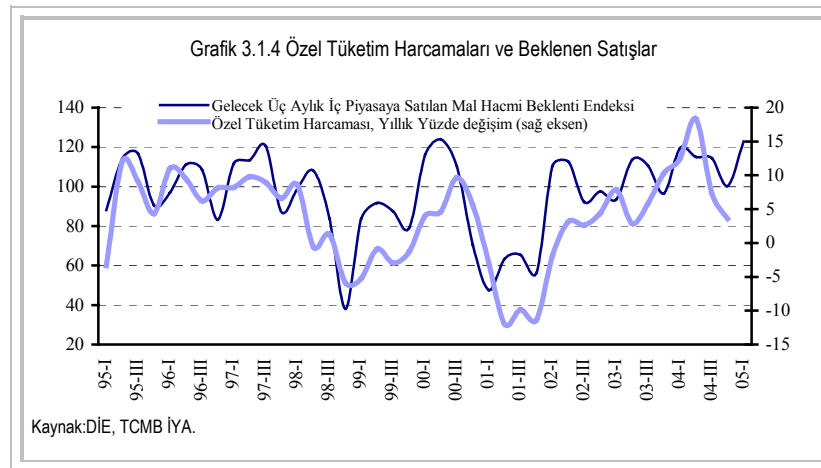
\*GSYİH büyümesine katkı, yüzde  
Kaynak: DİE.

Ekonominin büyümesi talep yönünden incelendiğinde, iç talepte 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde başlayan yavaşlamanın yılın son üç aylık döneminde de sürdüğü görülmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler doğrultusunda, özel tüketim harcamaları ve toplam nihai yurt içi talep bir önceki döneme göre gerilemiştir. Ayrıca, yılın son çeyreğinde özel harcamaların ekonomik büyümeye yaptığı katkının son iki yıldır ilk kez Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) büyümesinin altında kaldığı görülmektedir. Bu dönemde, kamu harcamalarının büyümeye pozitif katkı sağlamasına karşın toplam nihai yurt içi talep geçtiğimiz dönemlerin aksine GSYİH ile aynı oranda büyümüştür. Bu durum, ekonomideki talep açığındaki kapanmanın yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.3).



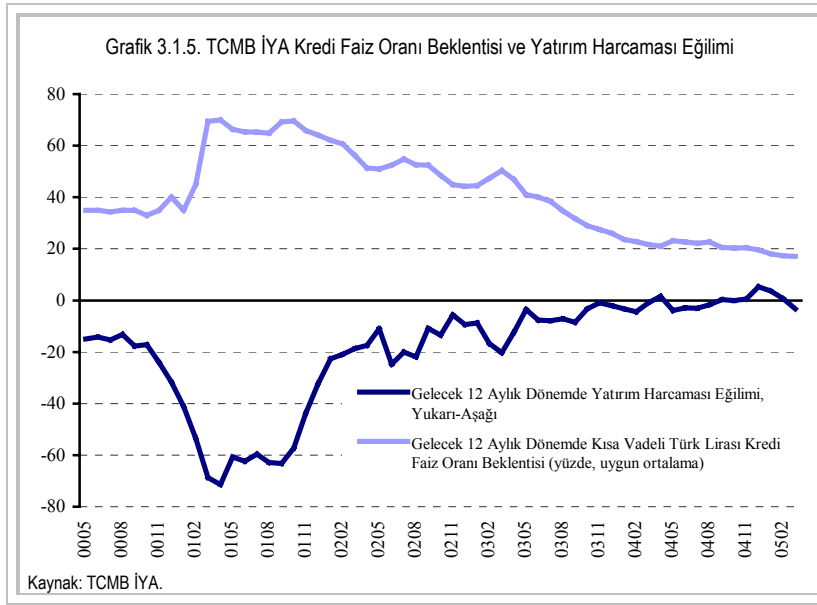
2004 yılının son üç aylık döneminde özel tüketim harcamaları alt gruplar itibarıyla incelendiğinde, talep kompozisyonunun geçmiş dönemlere kıyasla değiştiği görülmektedir. Yılın ilk dokuz aylık döneminde büyüme açısından lokomotif sektörlerin başında gelen dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar, yılın son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre gerilemiştir (Tablo 3.1.1). Bununla birlikte bu dönemde, yarı-dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarına yönelik harcamalar ile gıda harcamaları, özel tüketim harcamalarındaki büyümenin temel belirleyicileri olmuştur. Dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalardaki gerilemenin yanı sıra dayanıklı-dışı tüketim harcamalarının seviyesinin halen düşük düzeyde olması fiyatlar üzerindeki baskıyı sınırlandırmıştır.

Tüketim kompozisyonundaki bu eğilimin 2005 yılının ilk üç aylık döneminde de sürdüğü düşünülmektedir. Mevcut veriler, başta otomobil olmak üzere, dayanıklı tüketim mallarına yönelik talepteki yavaşlamanın sürdüğüne işaret etmektedir. Otomotiv Sanayi Derneği (OSD) tarafından açıklanan verilere göre, 2005 yılının Ocak-Mart döneminde yurt içine yapılan otomobil satışları geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 25,9 oranında gerilemiştir. Ayrıca, Ocak-Şubat döneminde beyaz eşya yurt içi satışları geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 4,8 oranında artmıştır. Bu gelişmelerin yanı sıra, sanayi üretim alt gruplarındaki gelişmeler de, yurt içi talebin daha çok yatırım mallarına yönelik olduğunu ve tüketim mallarına yönelik talep büyümesinin kontrollü bir biçimde gerçekleştiğini göstermektedir. Yurt içi talep kompozisyonunun bu yapısı, enflasyondaki düşüş ile büyümenin eş anlı sürdürülebilmesine katkı sağlamaktadır. Enflasyondaki düşüş sürecinin devamı ile birlikte ekonomiye duyulan güvenin artması, önümüzdeki dönemde tüketici güvenini olumlu etkileyebilecektir. Bu çerçevede, 2005 yılının ilk üç aylık döneminde imalat sanayi firmalarının gelecek üç aylık döneme ilişkin yurt içi satış beklentileri iyileşmiştir (Grafik 3.1.4).



Özel yatırım harcamaları 2004 yılının son üç aylık döneminde yılın ilk dokuz aylık dönemine kıyasla yavaşlayarak da olsa artmaya devam etmiştir. Gerek makine-teçhizat gerekse bina inşaatı yatırımlarının katkısıyla özel yatırım harcamaları bu dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 17,7 oranında büyümüştür. Ayrıca, DİE tarafından açıklanan verilere göre, sınaî yapılar için verilen yapı ruhsatları (yüzölçümü, m<sup>2</sup>) 2004 yılının son üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 27,7 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Makine-teçhizat yatırımlarının sürmesi verimlilik artışlarını desteklerken, bina inşaatı yatırımlarında 2004 yılında gözlenen istikrarlı büyüme, yeni üretim birimlerinin kurulmasını ve ekonomideki toplam arz potansiyelinin artmasını sağlamaktadır. Diğer bir deyişle, yatırım harcamalarındaki büyümenin devam etmesi, potansiyel üretim düzeyini yükseltmekte ve enflasyonist baskı yaratmaksızın hızlı büyümeyi mümkün kılmaktadır.

Yatırım harcamalarındaki büyümenin devam etmesi, potansiyel üretim düzeyini yükseltmekte ve enflasyonist baskı yaratmaksızın hızlı büyümeyi mümkün kılmaktadır.



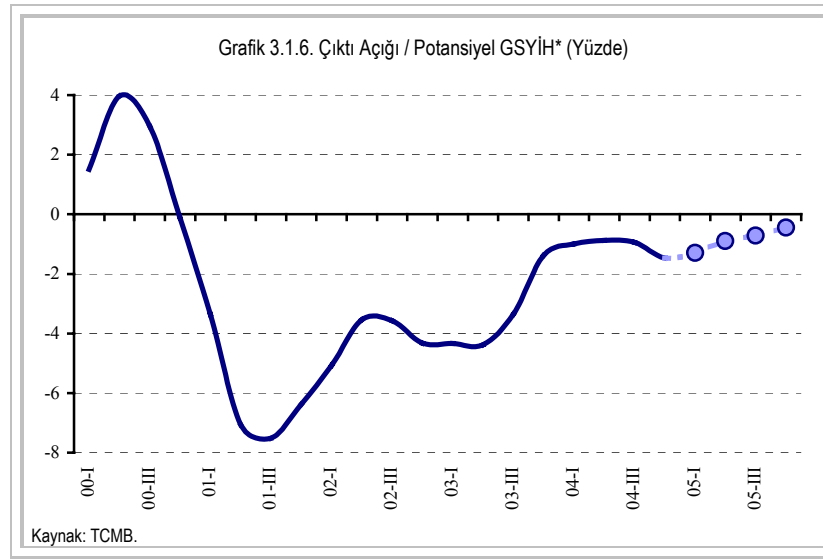
2005 yılının ilk üç aylık dönemine ilişkin göstergeler yatırım harcamalarındaki artışların sürdüğüne işaret etmektedir. Ocak-Şubat döneminde makine-teçhizat üretimi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 15,3 oranında artış göstermiş, sermaye malları ithalatındaki yıllık büyüme oranı ise yüzde 10,7 olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, yurt içine yapılan hafif ticari araç (kamyonet+ minibüs) satışı yılın ilk üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 4,8 oranında artış göstermiştir. Öte yandan, 2005 yılı Mart ayı itibarıyla, TCMB İktisadi Yönelim Anketi'nde yer alan kredi faiz oranı beklentisi düşüş eğilimini sürdürürken, yatırım harcaması eğilimi de yüksek düzeyini



korumuştur (Grafik 3.1.5). Bu bilgiler, 2005 yılında da özel yatırım harcamalarının, büyümenin temel belirleyicilerinden biri olacağı yönünde sinyal vermektedir. Bu unsurların yanı sıra, baz etkisi nedeniyle, özel yatırım harcamaları artış oranının 2005 yılında geçen yıla kıyasla azalması, ancak büyümenin temel belirleyicilerinden biri olmaya devam etmesi beklenmektedir.

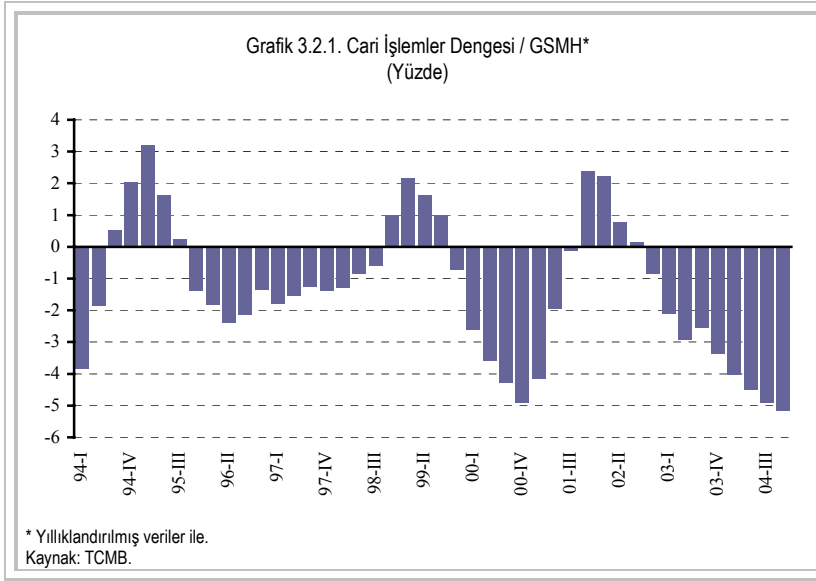
Kapasite kullanım oranlarının henüz çok yüksek düzeylerde olmaması, iç talebin ılımlı büyümesi ve yatırım harcamalarındaki artışların sürmesi nedeniyle kısa dönemde fiyatlar üzerinde talep yönlü bir baskı beklenmemektedir.

Bu bilgiler ışığında, mevcut talep koşullarının kısa dönemde fiyatlar üzerinde baskı yaratacak düzeyde olmadığı düşünülmektedir. Kapasite kullanım oranlarının henüz çok yüksek düzeylerde olmaması, iç talebin ılımlı büyümesi ve yatırım harcamalarındaki artışların sürmesi nedeniyle kısa dönemde fiyatlar üzerinde talep yönlü bir baskı beklenmemektedir. Ayrıca, çıktı açığına ilişkin tahminler, 2005 yılında Türkiye ekonomisindeki üretim düzeyinin enflasyondaki düşüş sürecini tehdit edecek bir düzeyde olmayacağını göstermektedir (Grafik 3.1.6).



### 3.2. Dış Talep

2004 yılında cari işlemler dengesi 15,6 milyar ABD doları açık vermiş ve cari açığın GSMH'ye oranı yüzde 5,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1). 2005 yılı Şubat ayı itibarıyla ise, cari açık 3,8 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.



DİE tarafından açıklanan verilere göre, 2004 yılında yüzde 33,5 oranında artan ihracat, 2005 yılının ilk iki ayında yüzde 25,2 oranında artmıştır. Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verileri de Mart ayında ihracatın yüzde 25,1 oranında arttığını göstermektedir. Reel birim ücretlerin bulunduğu olumlu seviye, firmaların rekabet gücünü korumalarını ve ihracat artışlarının devamını sağlamıştır.

İç talep artışındaki yavaşlamaya karşın, ihracattaki yüksek oranlı artışların devam etmesi, ithalattaki artışın, ara malı kaynaklı olmak üzere, devam etmesine neden olmuştur. DİE tarafından açıklanan verilere göre, 2005 yılının ilk iki ayında, toplam ithalatta yıllık artış oranı yüzde 23 olmuştur. Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan ithalde alınan KDV verileri, Mart ayında da ithalattaki artışın devam ettiğine işaret etmektedir. 2005 yılının ilk iki ayında, ara malları ithalatında yıllık artış oranı yüzde 29,4 olarak gerçekleşirken tüketim malı ithalatında ise bu oran yüzde 3,4 olmuştur. Söz konusu veriler, özel tüketim harcamaları artış oranındaki gerilemenin 2005 yılının ilk iki ayında da devam ettiği görüşünü destekler niteliktedir.

### 3.3. Maliyetler

2004 yılının son üç aylık döneminde imalat sanayiinde istihdam geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2,2 oranında artmıştır. Aynı dönemde, üretimde çalışılan saat başına reel ücret ve üretimde çalışılan saat başına verimlilik endeksleri yüzde 1,6 oranında yükselmiştir (Tablo 3.3.1).

Tablo 3.3.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri  
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2002		2003				2004				
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>İstihdam<sup>(1)</sup></b>	0,6	5,1	1,8	1,4	-0,5	1,8	0,7	2,7	2,2	2,2	2,0
Kamu	-9,1	-4,1	-6,5	-5,3	-10,7	-6,8	-13,6	-11,0	-9,6	-9,7	-11,0
Özel	2,3	6,3	3,1	2,4	0,9	3,1	2,4	4,5	3,7	3,6	3,6
<b>Ücret<sup>(2)</sup></b>	-5,4	-0,9	-5,3	-3,8	2,4	-1,9	0,4	5,2	3,0	1,6	2,5
Kamu	1,4	-2,5	-8,9	-8,5	-1,1	-5,3	2,9	7,7	5,5	2,9	4,7
Özel	-4,2	0,9	-2,7	-1,1	5,1	0,6	2,8	7,7	4,8	3,9	4,8
<b>Verimlilik<sup>(3)</sup></b>	8,6	5,1	3,5	8,6	11,4	7,2	8,5	13,6	6,4	1,6	7,3
Kamu	16,4	4,8	8,2	8,4	11,3	8,1	14,8	13,1	5,6	8,5	10,5
Özel	7,8	6,0	3,5	9,4	12,4	7,9	9,0	15,0	7,6	1,2	8,0
<b>Kazanç<sup>(4)</sup></b>	-8,0	-5,4	-10,6	-8,2	-0,9	-6,3	1,8	3,7	0,9	-0,5	1,3
Kamu	-2,1	-3,5	-12,2	-11,0	4,1	-5,6	0,6	9,2	0,9	2,5	3,2
Özel	-6,8	-4,2	-8,4	-5,8	-0,1	-4,7	5,5	5,8	3,9	2,3	4,3

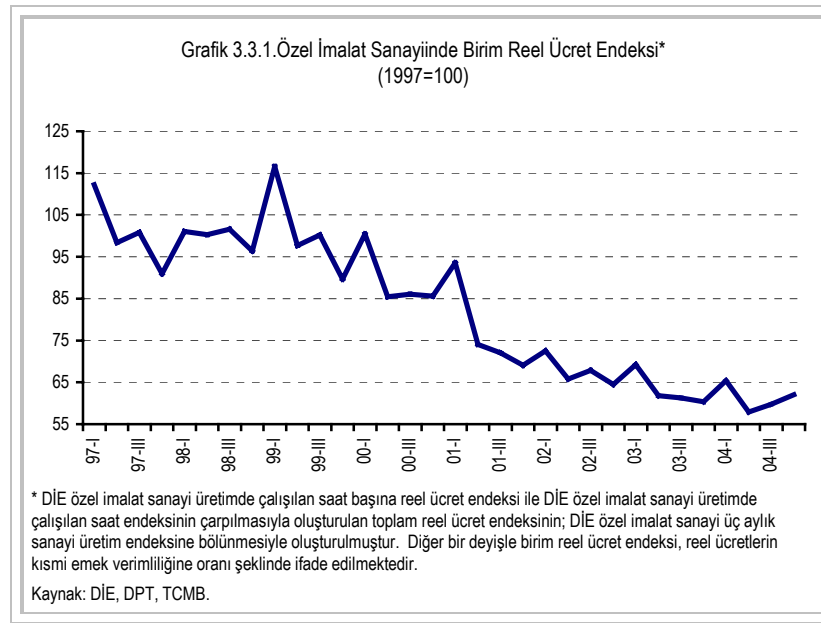
(1) DİE İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.

(2) DİE Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

(3) DİE Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

(4) DİE Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

Özel imalat sanayiinde reel ücretlerin kısmi emek verimliliğine oranı şeklinde ifade edilen birim reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre 2,8 puan artmakla birlikte, düşük seviyesini korumaktadır (Grafik 3.3.1). Birim reel ücretlerdeki bu olumlu durum, üretim artışlarının fiyatlar üzerinde oluşturabileceği kapasite yönlü baskıları engellediği gibi yüksek ihracat performansının da en önemli belirleyicilerinden biri olmuştur.



Ocak ve Şubat ayı verileri, 2005 yılının ilk üç aylık döneminde sanayi üretiminde, 2004 yılının son üç aylık dönemine göre daha yüksek oranlı bir artış olacağını göstermektedir. Ancak, istihdamdaki artışların devam etmesiyle birlikte verimlilik artışlarının sınırlı kalacağı düşünülmektedir.

Kamu kesiminde 2005 yılı gelirler politikası enflasyon hedefine uygun olarak oluşturulmuş, asgari ücretteki artış oranı da paralel şekilde

belirlenmiştir. Bu durum fiyat gelişmeleri konusundaki beklentileri olumlu etkilediği gibi, özel sektörün de kamu tarafından belirlenen artışları referans olarak alması, reel ücretlerdeki artışların sınırlı artmasını sağlayacaktır.

2005 yılında verimlilikteki artışın reel ücretlerde artışlara paralel seyredeceği düşünülmektedir. Dolayısıyla, reel birim ücretlerde gerileme sürecinin 2005 yılında devam etmeyeceği öngörülmektedir. Ancak, reel birim ücretlerdeki son üç yıllık düşüş göz önüne alındığında, firmaların maliyet avantajlarını koruduğu ve içinde bulunduğumuz yıl içerisinde fiyatlar üzerinde işgücü maliyetlerinden kaynaklanan bir baskı olmayacağı tahmin edilmektedir.

Reel birim ücretlerdeki son üç yıllık düşüş göz önüne alındığında, firmaların maliyet avantajlarını koruduğu ve içinde bulunduğumuz yıl içerisinde fiyatlar üzerinde işgücü maliyetlerinden kaynaklanan bir baskı olmayacağı tahmin edilmektedir.

Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu, ulusal para cinsinden ithal hammadde ve yatırım malı fiyatlarını düşürerek fiyatlar üzerindeki maliyet yönlü baskıları engellemeye devam etmektedir. Ancak, sanayi üretiminde temel hammadde olarak kullanılan petrol ve metal fiyatlarının uluslararası piyasalardaki yükselme eğilimi 2005 yılının ilk aylarında da devam etmektedir (Tablo 3.3.2). Uluslararası piyasalarda meydana gelen bu olumsuz gelişmelerin önümüzdeki dönemlerde de devam etme olasılığı, enflasyon açısından her durumda risk oluşturmaktadır.

Tablo 3.3.2. Üretim Maliyetlerine İlişkin Göstergeler

	2003					2004					2005
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I
İthalat Birim Değer Endeksi	98,2	100,0	98,8	103,1	100,0	110,8	112,3	115,9	122,8	115,1	125,0 <sup>(1)</sup>
Ham Petrol Fiyatları (\$/Varil)	28,7	24,7	26,5	28,0	27,0	30,0	32,0	36,7	39,6	34,6	41,6 <sup>(2)</sup>
Metal Fiyatları Endeksi	92,7	93,0	97,9	109,3	98,2	130,0	130,2	133,8	141,9	134,0	-

(1) 2005 yılının ilk üç aylık dönemine ilişkin veri Ocak-Şubat dönemini kapsamaktadır.

(2) Şubat ve Mart değerleri için tahmin kullanılmıştır.

Kaynak: DIE, DPT, IFS.

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

#### 4. Mali Piyasalardaki Gelişmeler

**D**algalı kur rejimine geçiş sonrasında gerekli ön koşulların sağlanması yolunda önemli mesafeler alınması üzerine, TCMB 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmesine karar vermiştir. Enflasyon hedeflemesinin tasarımı ve yürütülmesi, makroekonomik ve kurumsal yapılarına göre her ülkede farklılıklar gösterebilmektedir. Ancak, her durumda, fiyat istikrarı para politikasının birincil hedefi olarak kabul edilmekte ve bunun dışında başka hiçbir değişken için hedef gözetilmemektedir.

Dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında gerekli ön koşulların sağlanması yolunda önemli mesafeler alınması üzerine, TCMB 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmesine karar vermiştir.

TCMB, açık enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin belirsizlik yaratan unsurların ortadan kaldırılmasına büyük önem vermektedir. Bu belirsizlikler, özellikle kamu borç dinamikleri tarafından belirlenen ve zaman içinde değişken bir yapı gösteren risk primi ile ifade edilmektedir. Risk priminin varlığı, kısa ve uzun vadeli faizler arasındaki ilişkiyi belirsiz kılmanın yanında, döviz kurlarında dalgalanmalar yaratabilmekte ve enflasyonun izleyeceği seyrin öngörülebilmesini güçleştirmektedir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisi altında kısa vadeli faiz oranlarını açık bir şekilde para politikası aracı olarak kullanmakta ve herhangi bir kur hedefi gözetmemektedir. Diğer yandan ise, dalgalı kur rejimi altında kısa ve uzun vadeli kur dinamiklerinin değişen rolleri uyarınca döviz kurunda ortaya çıkan bir oynaklık potansiyelinin yol açabileceği belirsizlikler ve ekonominin genelinde yaratabileceği potansiyel tahribat TCMB'nin döviz piyasasına müdahalelerini meşru kılmaktadır. Para ve kur politikalarının yorumlanmasında bu hususların göz ardı edilmemesi, bekleyişlerin uygulanan politikaların başarısına katkı yapacak şekilde oluşturulması açısından önem taşımaktadır.

##### 4.1 TCMB Para Politikası

TCMB, 20 Aralık 2004 tarihli "2005 Yılı Para ve Kur Politikası" duyurusunda, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilirken, 2005 yılının geçiş dönemi olacağını ilan etmiştir. Geçiş döneminde, para politikası kararlarının daha öngörülebilir ve şeffaf hale getirilmesine yönelik uygulamalara ağırlık verilmektedir. Bu çerçevede faiz kararları, tarihleri önceden kamuoyuna duyurulan Para Politikası Kurulu toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulmakta ve karar, toplantıyı takip eden iş günü sabahı ilan edilmektedir. Ayrıca,

en geç iki gün içinde kararın gerekçesi, TCMB ekonominin genel görünümüne ilişkin değerlendirmeleriyle birlikte, “Enflasyon ve Görünüm” başlıklı basın duyurusu ile açıklanmaktadır.

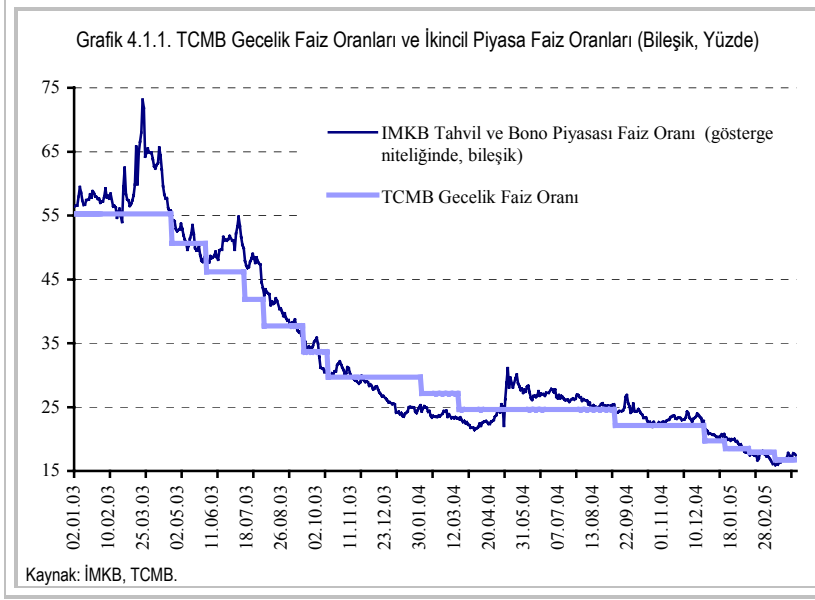
TCMB'nin faiz politikası, gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirmek suretiyle oluşturulmaktadır; dolayısıyla TCMB enflasyon hedefi ve tahminleri ile tutarlı olarak, faiz oranlarını düşürebilmekte, yükseltebilmekte ya da değiştirebilmektedir.

TCMB'nin faiz politikası, gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirmek suretiyle oluşturulmaktadır. Dolayısıyla, TCMB, Para Politikası Kurulu toplantılarının ardından, enflasyon hedefi ve tahminleri ile tutarlı olarak, faiz oranlarını düşürebilmekte, yükseltebilmekte ya da değiştirebilmektedir. TCMB gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için toplam arz-talep dengesini, maliye politikasına ilişkin göstergeleri, parasal göstergeleri ve kredi büyüklüklerini, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmelerini, kamu ve özel sektör fiyatlandırma davranışlarını, enflasyon bekleyişlerini, döviz kurlarını ve onları etkileyebilecek gelişmeleri, olası dışsal şoklar çerçevesinde kurum içinde yapılan risk analizlerini ve enflasyon tahminlerini göz önüne almaktadır.

TCMB'nin faiz kararlarının arkasında yatan gerekçelerin iyi anlaşılabilmesi ve doğru yorumlanması para politikasının felsefesinin iyi anlaşılabilmesine bağlıdır: TCMB para politikası orta vadeli bir bakış açısı ile oluşturulmaktadır. Diğer bir deyişle, para politikasının duruşunu dolaylı vergiler, endeks değişimi gibi geçici faktörler değil, yapısal reformların sürdürülmesi, mali disiplinin kalitesi, genel arz-talep dengesi ve verimlilik artışlarının sürekliliği gibi faktörler belirlemektedir. Çünkü, orta ve uzun dönemde kalıcı fiyat istikrarı, temel olarak, ekonominin, kısa vadede risk unsuru olabilecek yukarıda sözü edilen geçici gelişmelere karşı direncinin artırılması ile sağlanabilecektir. Nitekim, son üç yılda, ekonomideki verimsizlikleri azaltan yapısal ve kurumsal düzenlemeler sayesinde, mali ve parasal disiplin, bekleyiş yönetimi ve uygulanmakta olan politikaların güvenilirliği konusunda önemli mesafeler alınmıştır. Dolayısıyla, sözü edilen hususların anlaşılması, gelecek dönem politika uygulamalarının başarısı ve özellikle Merkez Bankası kredibilitésinin güçlenmesi açısından özel önem taşımaktadır.

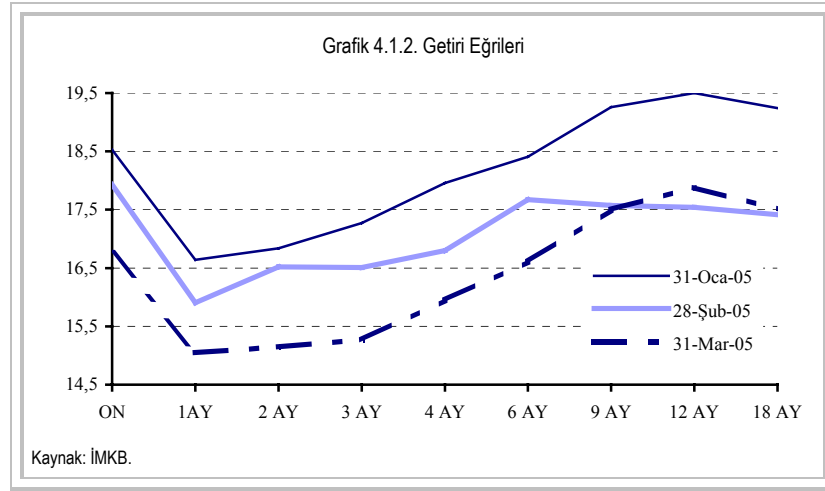
2005 yılı Ocak-Nisan döneminde TCMB, faiz kararlarında temkinli-iyimser tavrını koruyarak, en son 9 Nisan 2005 tarihli kararı ile gecelik borçlanma faiz oranlarını, 0,5 (yarım) puan indirerek, yüzde 15 seviyesinde belirlemiştir. TCMB, önümüzdeki dönemde maliyet unsurlarında yaşanacak geçici artışlara bağlı olarak enflasyon oranında az da olsa artış beklemekle birlikte, yapısal reformların devam edeceği ve büyük dışsal şokların yaşanmayacağı varsayımı altında bu artışın geçici olacağı öngörüsünü devam ettirmiştir. Öte yandan, gerek

uluslararası piyasalardaki gelişmeler gerekse ilk üç aydaki verilerin ekonomik aktivite konusunda karışık sinyaller vermesi üzerine, geleceğe yönelik temkinli tavrını korumuştur (Grafik 4.1.1).

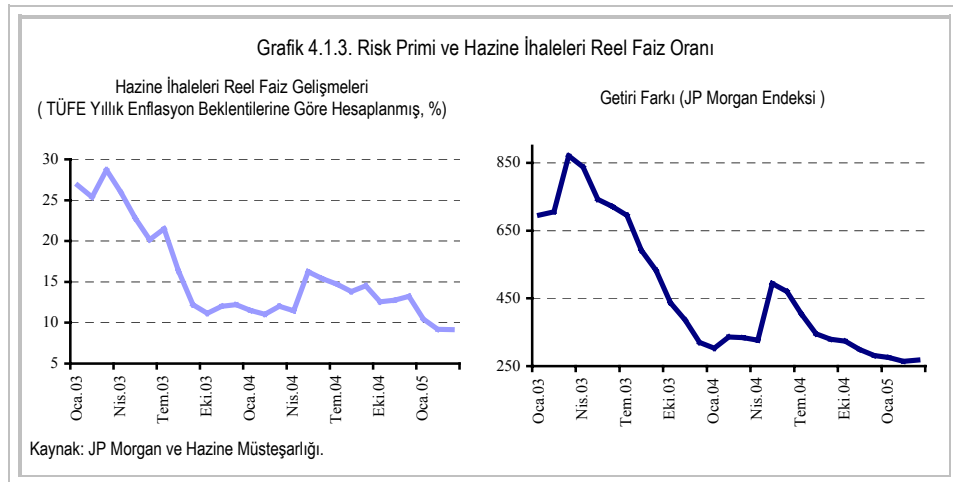


Türkiye ekonomisinin normalleşme sürecinde geçirdiği hızlı dönüşüm ve artan makroekonomik istikrar sonunda parasal aktarım mekanizması da değişim göstermektedir. Daha açık bir ifade ile, parasal aktarım mekanizmasındaki belirsizlikler azalmaktadır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilecek olması da söz konusu mekanizmanın daha da belirginleşmesine katkıda bulunacaktır. Mevcut durumda, oynak ve yüksek risk priminin rolü, geçtiğimiz üç yıla göre azalmakla birlikte, devam etmektedir. Dolayısıyla, TCMB'nin kısa vadeli faizlerinin bugünkü ve gelecekte beklenen değerlerinin orta ve uzun vadeli faizler üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır. Bu ilişkinin belirginleşmesini risk priminin kalıcı olarak düşürülmesi sağlayacaktır. Bu kapsamda, mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığının önemi bir kez daha vurgulanmalıdır.





2005 yılı ilk üç aylık döneminde ay sonları itibarıyla Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) değişik vadelerdeki faiz oranlarını gösteren getiri eğrileri, söz konusu argümanı destekler niteliktedir. İncelenen dönem boyunca, kısa vadeli faiz oranlarının kademeli olarak düşürülmesine paralel olarak her vadede getiri eğrileri aşağı doğru kaymıştır. Bununla birlikte, Mart ayında, ABD Merkez Bankasının faiz artırımlarının daha büyük boyutlara ulaşacağına ve buna bağlı olarak uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine bozulacağına ilişkin kaygılar ve IMF ile sürdürülen görüşmelerin sonucu ile ilgili belirsizlikler, Mart ayı sonu itibarıyla, daha uzun vadeli faiz oranlarının, Şubat ayı sonundaki seviyesinin de üzerine çıkmasına neden olmuştur (Grafik 4.1.2). Bu tür gelişmeler, aynı zamanda, henüz tam anlamıyla çözüme ulaştırılmamış yapısal sorunlarla birlikte, risk primi ve reel faiz oranlarının bulunduğu görece olarak yüksek seviyelerini korumasına neden olmuştur (Grafik 4.1.3).<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Grafik 4.1.3'de risk primi, uluslararası piyasalarda ihraç edilen devlet tahvilleri ile aynı vadeli referans ABD tahvillerinin faiz oranı arasındaki fark şeklinde hesaplanan getiri farkı ile gösterilmiştir.

Son dönemlerde, para politikası açısından önem kazanan bir diğer gelişme de uluslararası kuruluşların YTL cinsinden uzun vadeli tahvil ihraçlarıdır. Bu kuruluşların, açık pozisyonlarını kapatmak amacıyla, Hazine'nin ihraç ettiği uzun vadeli tahvillere talep yaratması, Hazine'nin borçlanma vadelerinin uzamasına ve borçlanma maliyetlerinin düşmesine katkıda bulunmaktadır. Mali baskınlığı azaltacak bu gelişmelerin para politikasının görece etkinliğini de artırması beklenmektedir. Bu konudaki gelişmeler, TCMB tarafından dikkatle takip edilmekte ve değerlendirilmektedir.

Uluslararası kuruluşların YTL cinsinden uzun vadeli tahvil ihraçlarının artmasının, mali baskınlığı azaltarak para politikasının etkinliğini artırması beklenmektedir; gelişmeler TCMB tarafından dikkatle izlenmektedir.

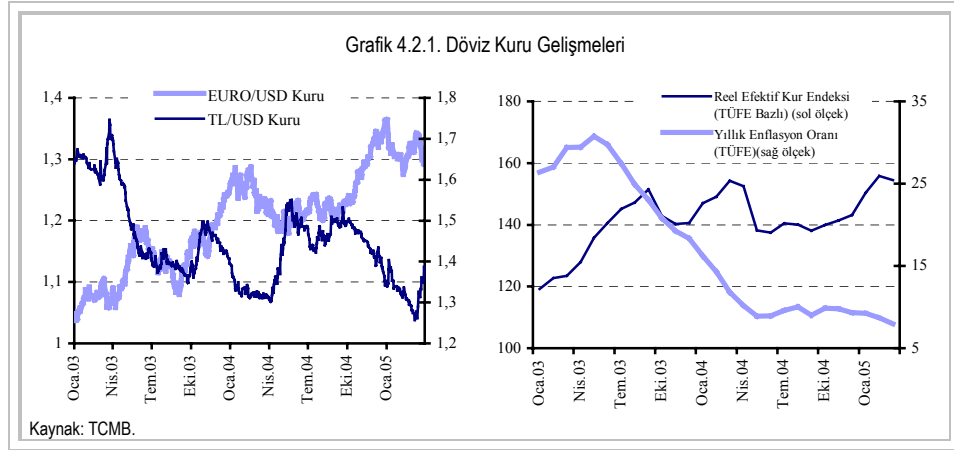
IMF ile stand-by anlaşmasının yenilenme sürecinin henüz tamamlanmamış olması nedeniyle, 2005 yılı için yeni performans kriteri ve gösterge niteliğindeki hedef değerler belirlenmemiştir. Ancak, Merkez Bankası, 2005 yılının ilk üç aylık döneminde de, para talebindeki gelişmeleri yakından takip etmiştir. Bu dönemde, para talebinde artış eğilimi görülmüştür. Söz konusu eğilimin temel nedeninin reel ekonomik faaliyetlerdeki canlanma olduğu düşünülmekle beraber, bugünkü verilerle net bir çıkarım yapmak mümkün değildir. 2005 yılının geri kalan döneminde de para talebinin seyrini, temel olarak, ekonomik büyümenin ve iç talep gelişmelerinin şekillendireceği öngörülmektedir.

#### 4.2. TCMB Kur Politikası ve Döviz Kuru Gelişmeleri

Döviz kurlarındaki gelişmelerin değerlendirilmesine geçmeden önce, dalgalı kur rejiminin uygulanmasına ilişkin temel konuların bir kez daha hatırlatılmasında yarar vardır. Öncelikle, bu rejimde TCMB'nin herhangi bir döviz kuru seviyesi gözetmediği ve döviz kurlarının piyasadaki arz ve talep koşullarınca belirlendiği unutulmamalıdır. Bu koşullar, kısa vadede, ekonomik programdaki gelişmeler, kamu borç stoku ve risk primi, bekleyişler, dış gelişmeler ve piyasadaki oyuncuların davranışları tarafından belirlenmektedir. Uzun vadede ise, yapısal reformlar ve bunların verimlilik üzerine etkileri, ülkenin net dış borç pozisyonu, ekonomideki devresel hareketler ile enflasyon ve büyüme gibi ekonomik temeller döviz kuru hareketi üzerinde belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, enflasyon, büyüme, verimlilik ve yatırım ortamının iyileştirilmesine ilişkin olumlu gelişmelerden kaynaklanan ekonomik iyileşme, AB müzakere sürecine ve IMF anlaşmasının sonuçlanmasına ilişkin ilerlemeler ve uygulanan ekonomik program ve politikalara olan güven artışı, hem portföy yatırımlarından kaynaklanan sermaye girişlerinin artmasına hem de ters para ikamesi sürecinin belirginleşmesine neden olmuştur (Kutu 4.1). Bunların neticesinde 2004 yılında, özellikle son çeyrekte itibaren Türk lirası değer kazanma

Dalgalı kur rejiminde, TCMB herhangi bir döviz kuru seviyesi gözetmemektedir; döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşullarınca belirlenmektedir.

sürecine girmiştir. 2005 yılının ilk iki ayında hızlanan bu süreç, uluslararası likidite koşulları ve global risk algılamalarındaki değişime bağlı olarak Mart ayında bir yavaşlama göstermiştir (Grafik.4.2.1).



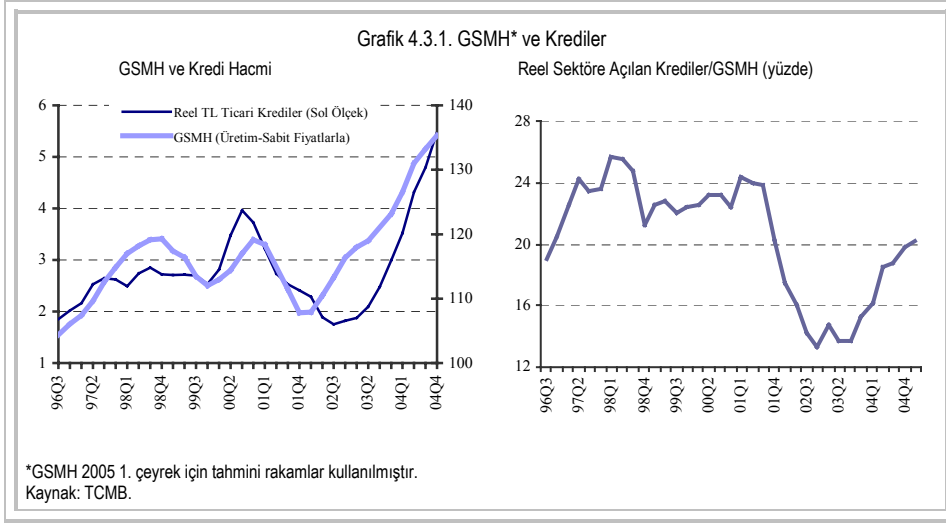
2005 yılının Ocak-Nisan döneminde düzenli olarak rezerv biriktirmek amacıyla gerçekleştirilen döviz alım ihalelerinin yanında, TCMB, 27 Ocak ve 9 Mart tarihlerinde doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur.

Sözünü ettiğimiz bu dönemde, zaman zaman döviz kurlarında aşırı oynaklıklar görülmüştür. Bu çerçevede, 2005 yılının Ocak-Nisan döneminde düzenli olarak rezerv biriktirmek amacıyla gerçekleştirilen döviz alım ihalelerinin yanında, TCMB, 27 Ocak ve 9 Mart tarihlerinde doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur.

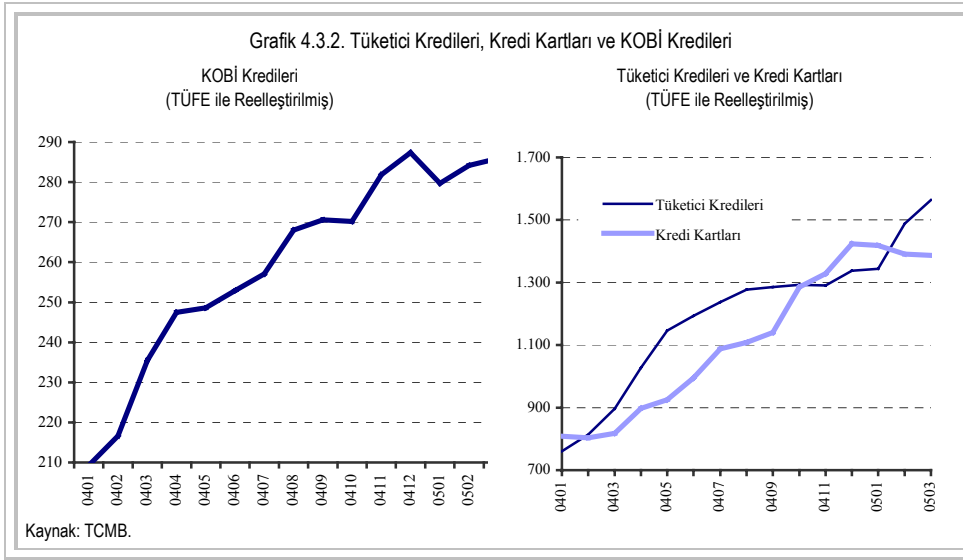
Son olarak, dalgalı kur rejimi altında, döviz kurunun, özellikle açık döviz pozisyonu taşıyan ekonomik birimler açısından bir risk unsuru oluşturduğu dikkate alınmalıdır. Türkiye’de Şubat ayında faaliyetlerine başlayan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB), bu konuda ekonomik birimlere risk yönetimi fırsatı vermektedir. Bu fırsatların değerlendirilme sürecinin yaygınlaşması, döviz kurundaki dalgalanmaların azalmasına katkıda bulunacaktır.

### 4.3. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri

2005 yılının ilk çeyreğinde petrol fiyatlarındaki artışa rağmen AB süreci finansal istikrarı artırıcı bir rol oynamıştır. Bu dönemde, finansal kurumların ve şirketler kesiminin mali yapısındaki güçlenme, piyasalardaki istikrara pozitif katkıda bulunmuştur. Enflasyonun tek haneli rakamlara gerilemesi, makroekonomik istikrarın güçlenmesi ve mali baskının görece azalması sonucu, bankalar, 2005 yılının ilk çeyreğinde 2004 yılında olduğu gibi firmaları ve hanehalkını fonlayarak, ekonomik büyümeye katkıda bulunmuştur (Grafik 4.3.1).



Bankaların özellikle bireysel kredilere ağırlık vermesi hem özel yatırımları hem de tüketimi desteklemeye devam etmektedir. Hanehalkına açılan krediler, 2005 yılının ilk çeyreğinde tüketici kredisi cinsinden artarken, kredi kartlarından alacaklar daralmıştır. Küçük ve Orta Boy İşletme (KOBİ) Kredileri ise artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 4.3.2).



2004 yılında tüketici kredileri ve kredi kartı alacakları artış hızını sınırlandırmak amacıyla alınan önlemler sonucu, tüketici kredilerinin artış hızı önemli ölçüde yavaşlamıştı. 2005 yılının ilk çeyreğinde tüketici kredilerinin, daha çok konut kredileri kaynaklı olmaya devam ettiği görülmektedir (Tablo 4.3.1).

**Tablo 4.3.1. Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi**  
(Reel üç aylık değişim)

	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4	2005Q1
Tüketici Kredileri	31,0	33,1	7,7	4,0	16,9
Konut Kredileri	49,4	51,1	12,4	9,1	32,8
Taşıt Kredileri	29,9	34,3	4,5	0,7	-1,4
Diğer Krediler	26,5	26,2	8,3	4,4	23,2
Kredi Kartları	9,9	21,6	14,6	25,1	-2,7

Kaynak: TCMB.

Tüketici kredilerinin alt kalemlerinden diğer krediler ise, 2005 yılı şubat ayında ücretlilerin nema alacakları karşılığı olarak, kamu bankaları tarafından açılan krediler nedeniyle yüksek oranda artmıştır (Tablo 4.3.2). Bu kredilerin bir kısmı ile, görece daha yüksek faiz maliyeti olan kredi kartı borçlarının kapatılması nedeniyle, hane halkının mali yapısı olumlu etkilenmiştir.

**Tablo 4.3.2. Tüketici Kredilerinin Banka Grupları Bazında Dağılımı**  
(Nominal Aylık Yüzde Değişim)

	Tüketici Kredileri	Kamu Bankaları	Özel Bankalar	Yabancı Bankalar
Ekim 2004	2.8	1.3	3.0	8.6
Kasım 2004	1.4	1.0	1.1	5.1
Aralık 2004	4.1	2.1	4.6	7.8
Ocak 2005	1.0	-0.9	1.7	3.3
Şubat 2005	10.9	26.3	3.3	6.5
Mart 2005	5.3	2.0	6.9	9.7

Kaynak: TCMB.

Tüketici kredileri ve kredi kartlarının artış hızları, enflasyondaki düşüş eğiliminin sürdürülebilmesi ve finansal istikrarın korunması amacıyla yakından takip edilmeye devam edilmektedir.

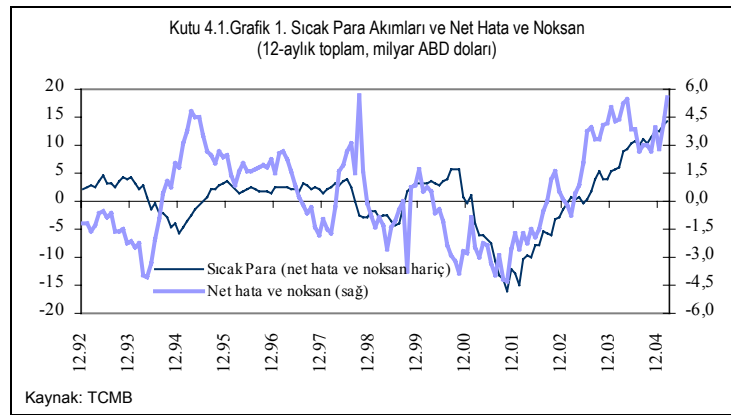
Kredi kartı limiti karşılığı bankaların bulundurmaları gereken özkaynak miktarının Kasım ayında artırılmasının, bankaların kredi hacmindeki artışı 2005 yılında sınırlandırması beklenmektedir. Sonuç olarak, tüketici kredileri ve kredi kartlarından alacaklar kaleminin artış hızının önümüzdeki dönemde enflasyon hedefini tehlikeye düşürmeyecek ve finansal istikrar açısından risk yaratmayacak şekilde gerçekleşmesi beklenmektedir. Tüketici kredileri ve kredi kartlarının artış hızının, iç talep, enflasyon ve cari işlemler açığına yansımaları yakından takip edilmeye devam edilecektir.

Ülkemizde 2000 ve 2001 krizinden sonra finansal sistemin denetimi konusunda başlatılan yeniden yapılandırma, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun (BDDK) siyasi otoriteden bağımsız olarak daha fazla sorumluluk alması, bankacılık sisteminin gözetim ve denetimi çerçevesinde iç kontrol ve risk yönetimine daha fazla önem vermesi finansal istikrarı desteklemeye devam edecek unsurlar olmaktadır. Ayrıca, finansal kurumların mali yapılarının güçlenmesi makroekonomik istikrarı artıran bir gelişmedir. Ek olarak, yurtdışı yerleşiklerin ve yurtiçi banka-dışı kesimin, piyasa dalgalanmalarından önemli ölçüde etkilenen finansal varlık tutuşunun giderek artması finansal sistemde “şok emici”

bir etki yaratmaktadır. Finansal sistemin üstlenmiş olduğu risklerin bir kısmının banka dışı kesime transfer olması finansal sistemin istikrarını ve gücünü artırmaktadır.

## KUTU 4.1: TÜRKİYE'DE SICAK PARA HAREKETLERİ

Sıcak para kavramı, genel kabul görmüş bir tanım olmamakla beraber, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilebilir.<sup>1</sup> Dolayısıyla, sıcak paranın miktarından ziyade, ani hareketi önemlidir. Bu çerçevede, kısa vadeli sermaye akımları genellikle sıcak parayı ikame eden bir veri olarak kullanılmakta ise de, aralarında önemli farklar mevcuttur: Kısa vadeli sermaye hareketleri, reel sektör kredi işlemlerini de içerebilmekte, ancak ticari krediler benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir.<sup>2</sup> Ayrıca, kısa vadeli sermaye kalemlerinde yer almayan, hisse senedi ve DİBS'ten oluşan portföy yatırımları, ki en önemli paya sahiptir, ve net hata ve noksan kalemi de sıcak para tanımına dahil edilmektedir.<sup>3</sup> Net hata ve noksan kaleminin sıcak para olarak nitelendirilmesi yaklaşımı, söz konusu kalemin kayıt dışı sermaye akımlarını gösterdiği varsayımına dayanmaktadır. Nitekim, kriz ve istikrar dönemlerinde net hata ve noksan kaleminde görülen eğilimler bu yaklaşımı destekler niteliktedir (Grafik 1).<sup>4</sup> Diğer taraftan, banka muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim, benzer şekilde, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenebiliyor iken, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişim tam olarak izlenememektedir. Dolayısıyla, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin de büyük ölçüde net hata ve noksan kalemine yansıtıldığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak, net hata ve noksan kaleminin yerleşikler kaynaklı olduğu varsayılmaktadır.<sup>5</sup>



## Türkiye'de sıcak para hareketleri

Yukarıdaki tanımlar çerçevesinde, Türkiye için sıcak para büyüklüğü hesaplanırken, en genel ifade ile; portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ile net hata ve noksan kalemleri sıcak para tanımına dahil edilmiştir. Ödemeler dengesi istatistiklerinden kullanılan kalemler aşağıda yer almaktadır:<sup>6</sup>

## Sıcak Para =

## Portföy Yatırımları

- Yabancıların yurt içinde hisse senedi alım/satımları,
- Yabancıların yurt içinde Hükümete ait iç borçlanma senetlerini alım/satımları,

<sup>1</sup> Chang, P. H. Kevin, Stijn Claessens ve Robert E. Cumby, 1997, "Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight," International Journal of Economics and Finance, Vol. 2.

<sup>2</sup> "Diğer Yatırımlar"ın "Varlıklar" ve "Yükümlülükler" bölümünde yer alan "Ticari Krediler" kalemi, diğer kredi işlemlerinden farklı olarak, vadeli dış ticaret işlemlerini yansıtmaktadır. Bu nedenle, dış ticaret işlemleri ile doğrudan bağlantılı olan kısa vadeli ticari krediler kalemi, sıcak para tanımına dahil edilmemiştir.

<sup>3</sup> Chang K. ve diğerleri, 1997, a.g.e.; Altinkemer, Melike, 1995, "Capital Flows: The Turkish Case," TCMB Tartışma Tebliği No. 9601; Schneider, Benu, 2001, "Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations," Overseas Development Institute; Boratav, Korkut ve Erinc Yeldan, 2001, "Turkey: 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In-)Stability, and Patterns of Distribution", CEPA, New School University, mimeo.

<sup>4</sup> Net hata ve noksan kalemi, tanım olarak, eksik/yanlış kaydedilen ya da kaydı hiç yapılmayan çeşitli işlemlerden dolayı, cari işlemler dengesi ile net sermaye akımlarının toplamını rezervlerdeki değişime eşitleyen kalemdir. Ödemeler dengesi hesapları çift kayıt prensibine göre derlendiği için, alacak ve borç girişleri arasındaki fark ödemeler dengesi kayıtlarında net hata ve noksan olarak görünür. Bu nedenle, net hata ve noksan kaleminin tamamıyla kayıt dışı sermaye akımlarını yansıttığını düşünmek yanlış çıkarımlara neden olabilecektir.

<sup>5</sup> Ödemeler dengesi sunumunda diğer yatırımların varlıklar bölümünde yer alan "diğer sektörler" kalemi, bavlul ticareti gelirlerinin belli bir oranı olarak hesaplanmaktadır. Burada, bavlul ticareti gelirlerinin söz konusu oran kadarının banka ve benzeri kurumlara yatırılmayıp elde tutulduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla, hataya açık bir kalemdir.

<sup>6</sup> Tanımlarda kullanılan "yabancı" kavramı, ödemeler dengesi metodolojisi çerçevesinde "yurt dışı yerleşikleri" ifade etmektedir. Ayırım milliyete göre değil, yerleşikliğe göredir.

**+ Kısa Vadeli Sermaye Akımları**

- Bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişim,

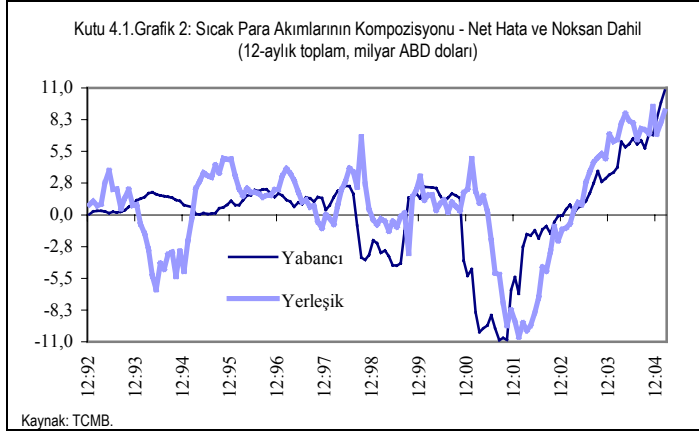
**+ Net Hata Noksan.**

Bu tanıma göre, Türkiye'ye 2005 yılı Şubat ayı itibarıyla son bir yılda giren sıcak para net 19,8 milyar ABD doları olarak hesaplanmıştır. Net hata ve noksan kalemi hariç tutulduğunda ise tutar net 14,2 milyar ABD doları olmaktadır. Söz konusu girişin 10,8 milyar ABD doları yabancı kaynaklı, 9 milyar ABD doları ise yurt içi yerleşik kaynaklıdır (Tablo 1).

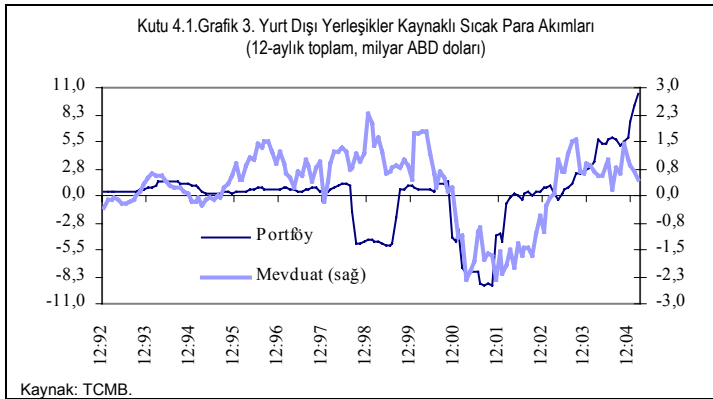
Kutu 4.1. Tablo.1. Türkiye'de Sıcak Para Akımları  
(2005 yılı Şubat ayı itibarıyla 12-aylık dönem, milyar ABD doları)

	Yabancı	Yerleşik	TOPLAM
Portföy	10,3	0,0	10,3
Kredi ve mevduat	0,5	3,4	3,9
Net hata ve noksan	0,0	5,6	5,6
<b>TOPLAM</b>	<b>10,8</b>	<b>9,0</b>	<b>19,8</b>

Kaynak: TCMB.



Yabancı kaynaklı sıcak para hareketleri, İMKB'de hisse senedi ve DİBS alımları ile bankalarda açılan kısa vadeli mevduatlardan oluşmaktadır. 2002 yılından bu yana yabancıların portföy yatırımları giriş yönlü bir eğilim sergilemiş, 2004 yılı son çeyreğinden itibaren ise bu eğilim hız kazanmıştır.

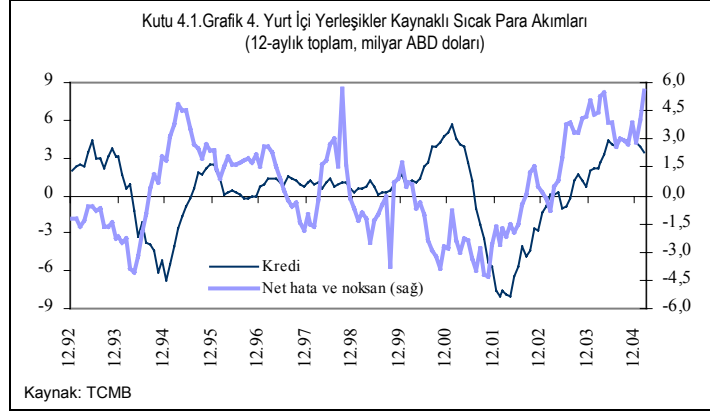


Yerleşikler kaynaklı sıcak para hareketleri ise, kısa vadeli kredi işlemlerinden ve kayıtlarda tespit edilemeyen hareketleri gösterdiği varsayılan net hata ve noksan kaleminden oluşmaktadır. Kredi kalemleri içerisinde özel sektörün kullandığı kısa vadeli kredilerin payı düşüktür. Bankalar tarafından yurt dışına açılan kredilerin ise hem payı düşük, hem de eğilimi nispeten istikrarlıdır. Dolayısıyla, kredi kaynaklı sıcak para akımları, esas olarak, bankaların yurt dışından kullandıkları kısa vadeli kredilerden oluşmaktadır.

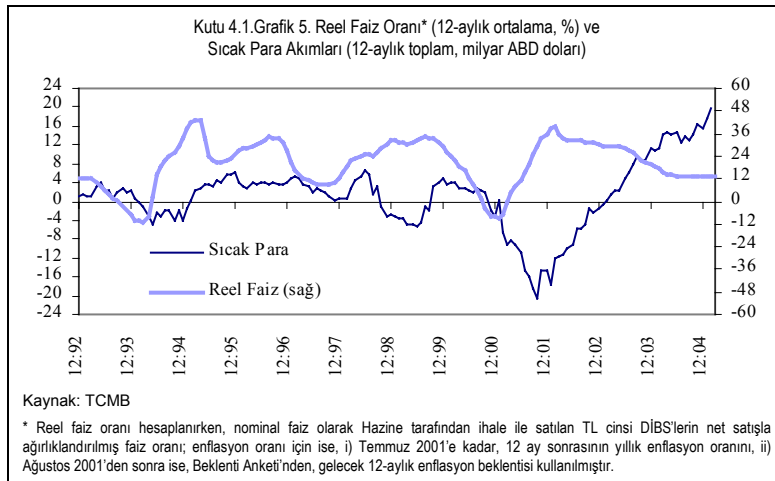


#### Uluslararası sermaye akımlarını belirleyen faktörler

Uluslararası likidite koşulları kaynaklı "iten faktörler" (push factors) ve ulusal "çeken faktörler" (pull factors) olarak iki ana başlık altında incelenmektedir. Diğer bir deyişle, uluslararası faiz oranlarının düşük kaldığı durumlarda, faiz oranlarının görece olarak yüksek olduğu ülkelere sermaye akımlarının artması iten faktörlere, sermaye çeken ülkedeki genel makroekonomik durum ve döviz kuru rejimi gibi ulusal faktörler ise çeken faktörlere örnek olarak gösterilebilir. Söz konusu faktörler, sermaye akımlarının yönü ve düzeyinde belirleyici olmaktadır.



Merkez bankasının belli bir kur düzeyini savunmayı taahhüt ettiği sabit kur rejimleri, yatırımcıların kur riskini önemli ölçüde azaltmaktadır. Bundan ötürü, yabancılar kısa vadeli arbitraj imkânlarından yararlanma konusunda dalgalı kur rejimindekine kıyasla daha istekli olmakta, yerleşikler de döviz açık pozisyonlarını artırma eğilimine girmektedir. Dalgalı kur rejiminde ise, kur riskinin piyasalarda olması, sıcak para çıkışının maliyetini artırmakta, dolayısıyla, dalgalı kur rejimi uygulayan ekonomilerde sıcak para girişlerinin görece olarak düşük kalması beklenmektedir. Bu beklentinin tersine, Türkiye'de uygulanmakta olan dalgalı kur rejimine ve reel faizlerde gözlenen önemli ölçüde gerilemeye rağmen, sıcak para girişlerinin son yıllarda hızlandığı görülmektedir (Grafik 5). Bu gelişmenin ardındaki temel faktörün ise sağlanan makroekonomik istikrar, bankacılık sektörünün kırılganlığındaki azalma, rezervlerin yüksek düzeyi ve bunlara paralel olarak artan yatırımcı güveni olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, AB ile ilişkilerde yaşanan olumlu gelişmeler ve IMF ile yapılan yeni stand-by programı konusundaki belirsizliklerin ortadan kalkması, yabancı kaynaklı sıcak para girişinin artmasında önemli rol oynamaktadır. Nitekim, yalnızca Aralık 2004-Şubat 2005 döneminde sıcak para girişleri toplam 7 milyar ABD doları olmuştur.



## 5. Kamu Maliyesi

**N**ihai hedefi fiyat istikrarını ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamak olan istikrar programlarının temel unsurlarından biri, mali disiplinin sağlanması ve sürdürülebilir kılınmasıdır. Mali disiplinin bir göstergesi olarak, faiz dışı bütçe fazlası 2005 yılının Ocak-Mart döneminde olumlu bir performans izlemiştir. Nitekim bu dönemde konsolide bütçe faiz dışı dengesi, 8,9 milyar Yeni Türk lirası tutarında fazla vermiştir (Tablo 5.1). Bu tutar aynı zamanda 2005 yılı bütçe hedefinin yüzde 32,8'ini oluşturmaktadır.

2005 yılının ilk çeyreğinde konsolide bütçe faiz dışı fazlası olumlu bir performans izlemiştir.

Tablo 5.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri

	2005 Ocak-Mart Gerçekleşme (Milyar YTL)	2005 Bütçe Tahmini Başlangıç Ödenekleri (Milyar YTL)	Gerçekleşmelerin Bütçe Tahminine Oranı (Yüzde)
<b>Gelirler</b>	<b>28,3</b>	<b>126,5</b>	<b>22,4</b>
Vergi Gelirleri	23,0	106,6	21,6
Dolaysız Vergi Gelirleri	7,1	27,7	25,7
Dolaylı Vergi Gelirleri	15,9	78,9	20,2
<b>Harcamalar</b>	<b>31,3</b>	<b>155,6</b>	<b>20,1</b>
Faiz Dışı Harcamalar	19,4	99,2	19,5
Personel Giderleri	8,2	31,9	25,6
Cari Transferler	8,0	32,5	24,6
Faiz Harcamaları	11,9	56,4	21,2
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-3,0</b>	<b>-29,1</b>	<b>10,3</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>8,9</b>	<b>27,3</b>	<b>32,8</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Mali uyumun sağlanmış olması önemli olmakla birlikte bu uyumun sürdürülebilir kılınması, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesinde para politikasının etkinliğini artıracak temel unsurdur. Faiz dışı fazlaya ulaşmak için uygulanmakta olan maliye politikasının esas olarak dolaylı vergilere dayalı olması ve sosyal güvenlik gibi bazı harcama kalemlerinin kontrol edilemez yapısı, mali disiplinin sürdürülebilir kılınması için vergi, kamu harcamaları ve sosyal güvenlik gibi çeşitli alanlarda yapılacak yapısal reformların önem taşıdığını göstermektedir. Bu çerçevede, kamu mali disiplini sağlamaya yönelik olarak sosyal güvenlik reformu konusunda hazırlanan yasaların geciktirilmeden uygulamaya konulması önem taşımaktadır. Geçen yıllarda şeffaflık, hesap verebilirlik ve bütçe uygulamasıyla ilgili olarak maliye politikası alanında önemli adımlar atılmıştır. Ancak, harcama kısıcı ve vergi artırıcı reformlar konusunda daha fazla mesafe alınması gerekmektedir. Ayrıca, kamu gelir ve harcamalarının yapısını belirleyen ve maliye politikalarıyla ilgili tamamlayıcı bir rolü olan en önemli unsur, Türkiye'de kayıt dışı

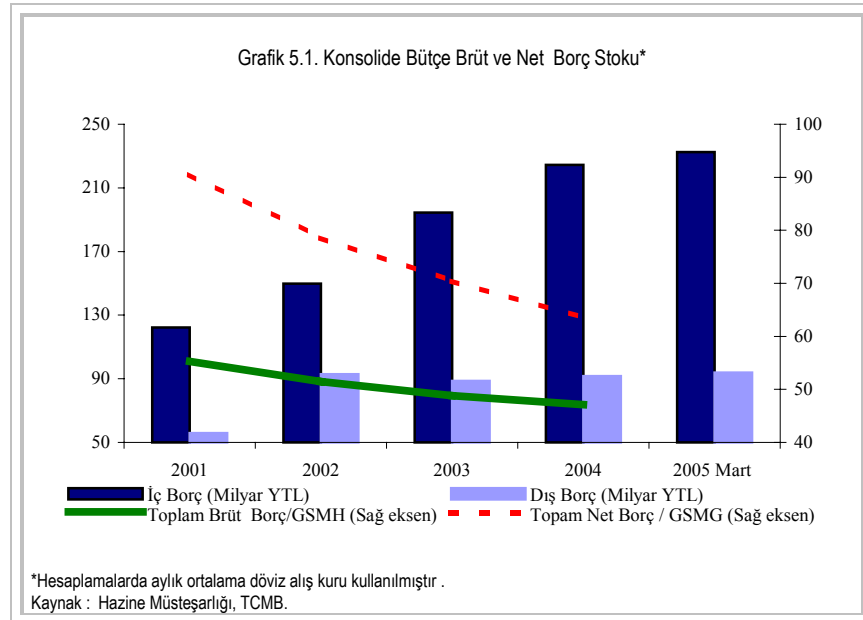
Mali uyumun sürdürülebilirliğinin sağlanmasında, mali disiplini sağlamaya yönelik reformların geciktirilmeden uygulamaya konulması ve kayıt dışı ekonomi ile mücadele edilmesi önem taşımaktadır.

ekonominin büyük olmasıdır. Bu durumda, kayıt dışılığın giderilmesine yönelik önemli adımların atılmasını zorunlu kılmaktadır.

### 5.1. Borç Stokundaki Gelişmeler

Borç stoku ile ilgili önemli kazanımlar sağlanmıştır, ancak stoğun kırılğan yapısı devam etmektedir.

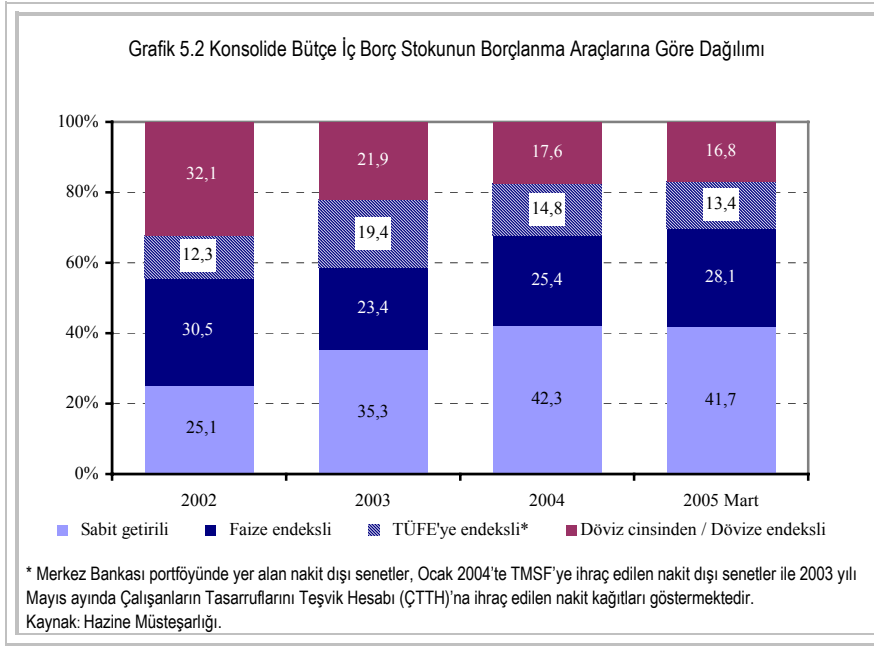
Uygulanmakta olan ekonomik programın kazanımlarından biri de borç stokunun GSMH'ye oranının önemli oranda azalması olmuştur.<sup>1</sup> 2001 yılında konsolide bütçe brüt borç stokunun GSMH içindeki payı yüzde 100,9 seviyesinden 2004 yılında yüzde 73,7 seviyesine gerilemiştir (Grafik 5.1). Aynı eğilim net borç stokunda da görülmüştür. Bu gerilemede, yüksek miktarda verilen faiz dışı fazla, uygulanmakta olan ekonomik program sonucu oluşan güven ve bunun yansıması olarak nominal ve reel faiz oranlarındaki gerileme, daha da önemlisi, döviz kurunda görülen değerlenme ve son olarak, ekonomideki büyüme etkili olmuştur. Ancak borç stoku, önemli oranda düşmesine karşın, halen yüksek seviyesini korumaktadır. Bu çerçevede, borç stokunun milli gelire oranının zaman içinde azalma eğilimine girmesi önem taşımakta ve borç stokunun çevrilebilirliği konusundaki beklentiler, faiz oranı, enflasyon ve büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi olmaktadır. Bu beklentilerin olumlu yönetimi, mevcut durumda kontrol edilebilen tek değişken olan yüksek faiz dışı fazla hedefinin tutturulması, diğer bir deyişle, mali disiplinin sürdürülmesi ile mümkündür.



<sup>1</sup> Brüt borç stokunun nominal değeri artış eğilimindedir. Bu gelişme, geçmiş yıllarda yüksek faiz oranı ile yapılan uzun dönemli borçlanmaların yansımasıdır.

Borç stokunun büyüklüğüne ek olarak, sabit faizli kağıtların vadesinin kısa olması ve uzun vadeli tahvillerin de 3 ayda bir kupon ödemeli olması, mali baskının geçmiş dönemlere göre derecesinin azalmasına karşın varlığını hala devam ettirdiğini göstermektedir (Grafik 5.2, Tablo 5.2). Ayrıca, borç stokunun borçlanma araçlarına göre yapısında önemli iyileşmeler olmasına karşın, döviz kuruna ve faiz oranına olan duyarlılığı devam etmektedir. Nitekim, 2005 yılı Mart ayı itibariyle, konsolide iç borç stokunun yaklaşık yüzde 45'i dövizle bağlı ya da değişken faizli borçlanma araçlarından oluşmaktadır. Bu tür bir yapı, gerek enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde gerekse döviz kuru ve faiz oranları üzerinde olumsuz etkide bulunmakta, dolayısıyla, para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır.

Borç stoku yapısında önemli iyileşmeler sağlanmıştır. Ancak, borç stokunun faiz oranı ve döviz kuruna duyarlılığı devam etmektedir.



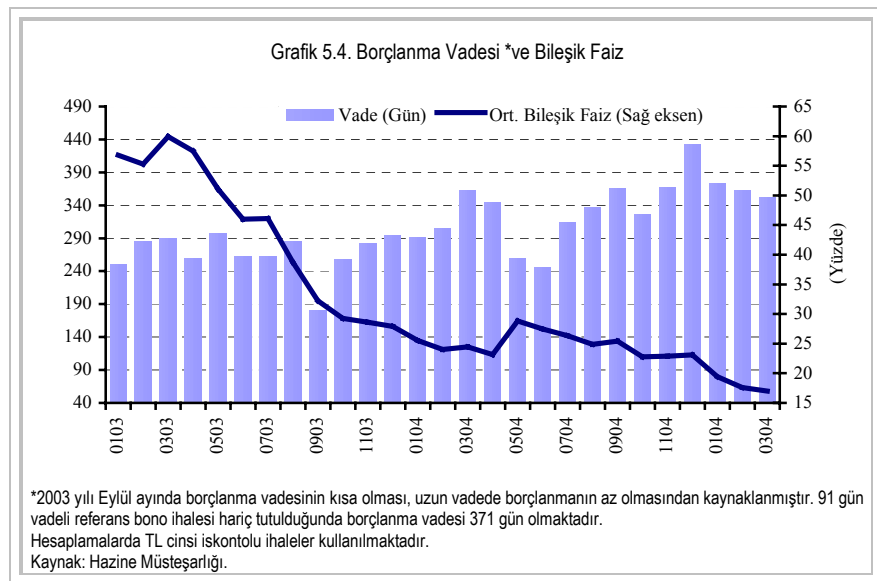
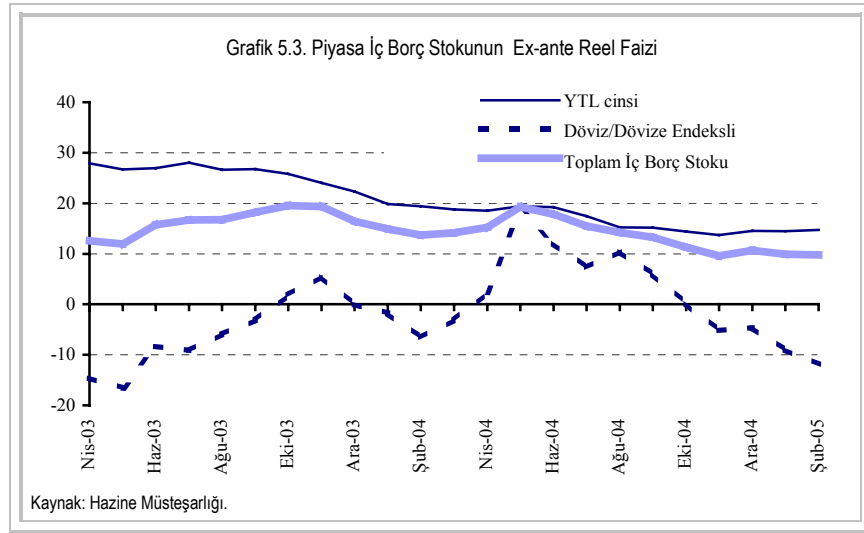
Tablo 5.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı

	2003		2004		2005 (Ocak-Mart)	
	Vade (Ay)	Pay	Vade (Ay)	Pay	Vade (Ay)	Pay
Toplam Borçlanma	18,1	100	17,3	100	26,3	100
Nakit	14,7	90,5	15	96,1	26,3	100
Bono	6,2	35,2	6,2	37,6	35,4	69,4
Tahvil	20,1	55,3	20,6	58,5	5,9	30,6
Nakit Dışı	50,4	9,5	73,9	3,9	0	0
Toplam Stok	25,1	100	20,6	100	20,9	100
Nakit	12,4	67,1	11,8	73,8	13,6	75,0
Nakit Dışı	51,2	32,9	45,5	26,2	43,1	25,0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Reel faizler önemli ölçüde gerilemiş olmakla birlikte yüksek seviyesini korumaktadır.

İç borç stoku gelişiminde, piyasaya olan iç borcun reel faizi belirleyici olmaktadır. Piyasaya olan iç borç stokunun reel faiz oranları incelendiğinde, önemli oranda düşüşler gözlenmiştir. YTL cinsi senetlerin reel faiz oranları 2003 yılı Nisan ayında yüzde 28'ler seviyesinden, 2005 yılı Şubat ayında yüzde 15'ler seviyesine gerilemiştir (Grafik 5.3). Diğer taraftan, döviz kuruna duyarlı borç stokunun reel faizi, döviz kurundaki değişmelere bağlı olarak oynaklık göstermiştir. Ancak, ekonomik büyüme oranı dikkate alındığında, YTL cinsi senetlerin reel faiz oranının yüksekliği, borç stokunun sürdürülebilirliği için mali disiplinin ve reformların gelecek dönemlerde de sürdürülmesini zorunlu kılmaktadır.



Öte yandan, borçlanma politikası değerlendirildiğinde, ortalama bileşik Hazine ihale faiz oranının 2003 yıl sonu düzeyi olan yüzde 28'den 2004 yıl sonunda yüzde 23'e gerilediği gözlenmektedir. 2005 yılı Mart ayında ise yüzde 17 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.4). Önümüzdeki dönemde faiz oranlarındaki gerilemenin devam etmesi beklenmektedir. Olumlu enflasyon beklentilerinin yanı sıra reel faizlerin gerilemesi, ekonomide sağlanan istikrarın kalıcı olacağına dair beklentilerin güçlenmesi ile mümkün olacaktır. 2005 yılının Ocak-Mart döneminde 5 yıllık hem değişken faizli hem de sabit faizli devlet tahvili ihraçları gerçekleşmiştir. Ayrıca, iskontolu ihalelerde uzun dönemli tahvil ihraçlarının yapılması borç stokuna ilişkin vade riskini azaltsa da değişken faizli ihaleler için açılan ve miktarı yüksek olan 3 aylık ihaleler bu riskin azaltılmasını sınırlamaktadır.

2003 yılından itibaren ABD'de FED faiz oranlarının düşüşüne bağlı olarak gelişmekte olan piyasalara yönelen uluslararası likidite, Türkiye'ye sermaye girişlerine yol açarak faiz oranlarının düşmesine ve döviz kurunun değer kazanmasına önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, ABD'nin Mart ayına ilişkin açıklanan enflasyon oranlarının beklenenin üzerinde gerçekleşmesi, FED'in faiz oranlarındaki artırıma devam edeceğini göstermektedir. Ayrıca, Fransa'da Mayıs ayı sonunda yapılacak Avrupa Birliği anayasası için referandum, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılımı konusunda tartışmalar yaratabilecektir. Bu durum, faiz oranı ve döviz kuru üzerinde olumsuz etki yaratarak borç stokunun maliyetini yükseltebilecek ve enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkileyebilecek bir risk olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer yandan, özelleştirme programının gerçekleşmesine yönelik çabaların bu dönemde artması ve IMF ile yeni stand-by anlaşması konusunda önemli mesafelerin alınmış olması beklentilerin iyileşmesine yol açabilecektir.

Borçlanma politikasında farklı araçlar kullanılarak vade uzatılmaya çalışılmıştır. Değişken faizli senetlerin faiz oranlarına referans teşkil eden 3 ay vadeli bonolar vadenin uzamasını sınırlamaktadır.

Gelecek dönemde, ABD Merkez Bankası'nın faiz politikası, Avrupa Birliği'ne ilişkin gelişmelerle özelleştirme çabaları beklentilerin oluşmasında rol oynayabilecektir.

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

## 6. Görünüm

Bu bölümde, 2005 yılının ilk dört ayındaki gelişmeler ışığında talep ve arz unsurları, maliyet unsurları ve parasal ve mali disiplin bağlamında, enflasyonun önümüzdeki döneme ilişkin görünümü özetlenmektedir.

### 6.1. Talep ve Arz Unsurları

2004 yılının son üç aylık döneminde iç talep büyümesinin önemli ölçüde yavaşladığı gözlenmiştir. Tüketim harcamalarının kompozisyonu önceki dönemlere göre değişiklik göstermiş ve dayanıklı tüketim mallarından, yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarına bir kayış olmuştur. Yılın ilk yarısı ile karşılaştırıldığında, tüketimin dayanıklı mallar dışındaki sektörlere yayılıyor olması dikkat çekici bir durumdur. Bununla birlikte, bu dönemde kamu harcamalarında da önemli yükseliş olmuştur. Ancak, tüketim seviyesi hala oldukça düşük düzeyde seyretmektedir. Yatırım harcamaları ise, son çeyrekte, hızı yavaşlamakla beraber, özellikle makine teçhizat ve bina inşaatı alanında artmaya devam etmiştir.

2005 yılının ilk üç ayındaki otomotiv ve beyaz eşya satışları, TCMB İYA'da gelecek üç aya ilişkin yurt içi satış ve üretim beklentileri, sanayi üretimi ve yatırım malı ithalatı verileri, iç talebin 2004 yılının sonuna göre daha canlı olacağına işaret etmektedir. Ayrıca, yakın dönemde kredi faizlerinin gerilemesi ve para talebindeki artış da bu öngörüyle destekleyici diğer bulgular olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu göstergeler aynı zamanda, yatırım harcaması eğiliminin tarihsel olarak yüksek düzeyini koruduğunu göstermekte ve özel yatırım harcamalarının 2005 yılında büyümenin temel belirleyicilerinden biri olacağına dair sinyal vermektedir. Bir başka deyişle, 2004 yılının ilk yarısına göre daha yavaş ama daha dengeli ve kontrollü bir iç talep canlanması öngörüsü güçlenmektedir. İç talebin kontrollü artışı ile yatırım harcamalarının artmış olması, kısa dönemde enflasyon üzerinde arz-talep dengesi kaynaklı bir baskı oluşmasını engellemektedir. Bunun yanında, çıktı açığına ilişkin 2005 yılı tahminleri, ekonomideki üretim düzeyinin enflasyonun düşüş eğilimini tehlikeye sokacak bir seviyede olmayacağına işaret etmektedir.



## 6.2. Maliyet Unsurları:

### 6.2.a. Ücretler

Daha önceki raporlar ve basın duyurularında önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarının son dört yılki kadar enflasyondaki düşüş eğilimini desteklemeyeceği vurgulanmıştı. Nitekim, birim reel ücretlerde bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilemenin uzun bir aradan sonra 2004 yılının son çeyreğinde tekrar artışa döndüğü görülmektedir. Aynı dönemde, istihdamda da bir büyüme yaşanmış ve üretim artış hızı yavaşlamıştır. Böylece, imalat sanayiinde bazı alt sektörlerde işgücü verimliliği artışlarının yavaşladığı gözlenmiştir. Gelineen noktada, gerek reel ücretlerin gerekse işsizlik oranlarının seviyesi, söz konusu yavaşlamanın kısa dönemde belirginleşmesini önleyebilecek etmenler olarak görünmektedir. Ayrıca, yatırım harcamalarının artıyor olması, özellikle teknoloji yoğun sektörlerde verimlilik artışlarının devam etmesini sağlamaktadır. Bunun yanında, özel sektörün ücret politikalarında, kamu sektörünü gösterge alması ve kamudaki ücret politikasının da enflasyon hedefiyle uyumlu olması, reel ücret artışlarını sınırlamaktadır. Verimlilik artışlarının devam etmesi, enflasyondaki düşüş eğilimi devam ederken sürdürülebilir büyüme oranlarından vazgeçilmemesi adına kritik önem arz etmektedir. Bu nedenle, yatırım ve üretim önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik çalışmaların hızlandırılması önem taşımaktadır. Bu da, başlatılmış olan reform sürecinin kesintiye uğratılmadan devam ettirilmesini ve ileriye götürülmesini zorunlu kılmaktadır.

### 6.2.b. Emtia Fiyatları

Son bir yıl içerisinde, ham petrol fiyatları çok yüksek artışlar göstermiş ve 70'li yıllardan bu yana en yüksek değerine ulaşmıştır. Bu rekor yükseliş büyük ölçüde beklenmedik bir şekilde gerçekleşmiş ve global talepteki artışa arzın eşlik edememesi önemli bir neden teşkil etmiştir. Özellikle, geçici arz şokları ve jeopolitik belirsizlikler, Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu'nun (OPEC) üretim planlarında belirsizlik yaratması ve üretim kapasitesini tarihsel olarak düşük seviyelere çekmesi arzı sınırlamıştır. Kuzey yarımküredeki sert kış koşulları ve özellikle Çin ve Kuzey Amerika'daki ekonomik büyümenin sonucunda tahminlerin ötesinde bir talep artışı olmuştur.

2005 yılı başındaki göstergeler, bu sene için de arz ve talep koşullarının fiyatları aşağı çekebilecek bir dengeye ulaşmasının zor olduğunu ortaya

koymaktadır. Kuzey Amerika ve Çin'in ham petrol ve petrol ürünleri talebi artarak devam etmektedir. Vadeli işlemler piyasalarında ham petrol fiyatları 2005 ve 2006 yıllarında ortalama 52 ABD doları olarak işlem görmektedir. Ayrıca, üretim kapasitesinin sınırlı olması ve talepteki artışın sürmesi, ham petrol fiyatlarının yapısal olarak daha yüksek bir seviyeye kayacağına dair tahminleri kuvvetlendirmektedir. Ayrıca, en önemli petrol üreticisi ülkelerin, hem rezervlerinin hızla erimesi hem de buldukları bölgede jeopolitik gerginliklerin bir türlü sona ermemesi nedeniyle üretimi artırmakta çekimser davranacağı tahmin edilmektedir.

Ham petrol fiyatları yanında 2004 yılında, ana metal fiyatları da yüksek oranda artmıştır. Ana metal fiyatlarını yukarı çeken en büyük güç Çin'in büyüme performansı olmuştur. Yeni madenlerin bulunması için yapılan çalışmaların 2005 yılında arzı artırarak fiyatlar üzerindeki baskıyı bir ölçüde azaltacağı tahmin edilmektedir. Ancak, talep koşullarının 2004 yılının üzerinde olacağına dair beklentiler nedeniyle ana metal fiyatlarının 2005 yılında da yüksek seviyesini koruyacağı öngörülmektedir.

### *6.2.c. Döviz Kurları*

Dalgalı döviz kuru rejimi çerçevesinde iç ve dış piyasalardaki gelişmelere paralel olarak döviz kurlarında çeşitli dönemlerde dalgalanmalar görülmektedir. 2004 yılının son üç aylık döneminde gerek uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler, gerekse AB ve IMF ile ilişkilerdeki ilerlemeler, güven artışını getirmiş ve hem sermaye girişlerini artırmış hem de ters para ikamesini güçlendirmiştir. Böylece, Türk lirası değer kazanmaya başlamıştır. Aynı eğilim 2005 yılının başında da devam etmiş, ancak 2005 yılının ikinci çeyreğine doğru uluslararası piyasalardaki likidite koşulları ve global risk algılamalarındaki değişim nedeniyle, bu eğilim kesintiye uğramıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, söz konusu dönemde zaman zaman aşırı dalgalanmalar olmuş ve TCMB döviz piyasasına doğrudan müdahalede bulunmuştur.

Reformların ve istikrarın sürmesiyle birlikte, portföy ve doğrudan yabancı sermaye girişlerinin devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, kısa vadeli kredilerin yanı sıra, özel sektörün uzun vadeli borçlanmasının sonucunda, 2005 yılında cari açığın finansmanında sorun yaşanmayacağı tahmin edilmektedir. Öte yandan, tüketim malları ithalatındaki artış

oranının oldukça düşük kalması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, bugünkü bilgiler ışığında, cari açığın gerek döviz kurları gerekse bekleyişler kanalıyla enflasyon üzerinde baskı unsuru olması beklenmemektedir.

Kuşkusuz, dalgalı döviz kuru rejimi çerçevesinde, döviz kurlarında, bazı geçici şoklara bağlı dalgalanma olabilecektir. Burada önemle vurgulanması gereken nokta, makro ekonomik temellerin sağlamlaştığı ölçüde, söz konusu hareketlerin kısa dönemli, geçici ve dalga boyunun küçük olacağıdır. Bu bağlamda da, dört yıldan bu yana uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde makroekonomik temellerin sağlamlaştırılma sürecinde bir kesinti olmaması ön koşuldur.

#### *6.2.d. Döviz kurundan enflasyona geçiş*

Son dönemdeki döviz kuru hareketlerinin enflasyona ne ölçüde yansıtacağı önümüzdeki aylarda enflasyonun seyrinin değerlendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Kur gelişmeleri ve enflasyon arasındaki ilişkinin geçmişe oranla zayıflamış olduğu daha önceki raporlarda defalarca vurgulanmıştır. Giderek daha da açık bir ekonomi olmaya yönelen ülkemizde, döviz kurunun enflasyonun önemli belirleyicilerinden bir tanesi olmaya devam edeceği bir gerçektir. Dalgalı kur rejimi döneminde döviz kuru hareketlerindeki gelişmeler, ancak arka arkaya bir kaç ay boyunca aynı yönde olması ve kalıcı olarak algılanması durumunda enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Bu nedenle Yeni Türk lirasındaki ani bir değer kazanımının ardından gelen ani bir değer kaybının enflasyon üzerindeki etkileri belirli bir eşişe kadar sınırlı olmaktadır. Kaldı ki enflasyonun ilk üç aydaki gerçekleşmeleri yıl sonu enflasyonu açısından belirli bir marj yaratmaktadır. Dolayısıyla, bu gün itibarıyla döviz kurlarının geldiği nokta yıl sonu enflasyon hedefi açısından önemli bir risk oluşturmamaktadır.

#### *6.3. Parasal ve Mali Disiplin*

TCMB, 2005 yılında fiyat istikrarı temel amacına yönelik olarak, dalgalı döviz kuru ve örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, gecelik faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaya devam edecektir. 2006 yılında ise enflasyon hedeflemesine geçilecektir. Böyle bir uygulama, TCMB'nin giderek daha orta vadeli bir görüş açısı ile karar alması gereğini gündeme getirmektedir.

Kuşkusuz, 2001 krizi sonrası ortaya çıkan ve azalarak da olsa süregelen yüksek borç stoku, maliye politikasının esas olarak dolaylı vergilere dayalı olması ve bazı harcama kalemlerinin kontrol edilemez yapısı, kamu kesimi dinamiklerini etkilemektedir. Mali baskınlık olarak tanımlanan bu durum, ekonomiyi içsel ve/veya dışsal şoklara karşı duyarlı kılmaktadır. Bu gelişmeler, risk primini zaman içinde değiştirmek yoluyla ekonomik ilişkiler üzerinde etkin olabilmektedir. Risk priminin varlığı ve değişken olması, hem kısa dönemde hem de orta vadede ilişkilerin yönü ve miktarındaki belirsizliği artırmakta ve para politikası uygulamalarının etkinliğini sınırlamaktadır.

Son yıllarda kararlılıkla uygulanmakta olan ekonomi politikaları, Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesine yönelik pratiğine daha uygun bir ortam yaratılmasına katkıda bulunmuştur. Gerek parasal gerekse mali disiplinde makro ekonomik istikrara yönelik atılan adımlar mali baskınlığın azalmasını sağlamaktadır. Son dönemde, mali disiplin açısından, sosyal güvenlik reformu ve gelir idaresinin yeniden yapılandırılması ile ilgili vergi reformu konularında önemli gelişmeler sağlanmıştır. Bunun yanında, harcama kısıcı ve vergi artırıcı reformlar konusunda daha ısrarcı olunması gereği bulunmaktadır. Bunun yanında, uluslararası kuruluşların YTL cinsinden uzun vadeli kağıt ihraç etmeleri de Hazine'nin borçlanma vadelerini uzatma ve maliyetlerini düşürme konusunda katkıda bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde de bu gelişmelerin sürmesi ve yapısal düzenlemelerin kararlılıkla uygulanmaya devam edilmesi, parasal aktarım mekanizmasındaki belirsizliklerin giderek daha da azalmasına yardımcı olacaktır.

#### *6.4. Sonuç*

Özetle, 2004 yılının son üç aylık dönemi itibarıyla istihdam, verimlilik ve ücret gelişmeleri, emek maliyetlerinin enflasyondaki düşüş sürecine geçmiş dönemlerde olduğu ölçüde katkı yapmayacağı öngörümüzü desteklemektedir. Ancak yine de, 2004 yılı boyunca yüksek bir artış gösteren yatırım harcamalarının, özellikle teknoloji yoğun sektörlerdeki verimlilik artışlarını desteklemeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, hali hazırdaki işsizlik oranı göz önüne alındığında ve önümüzdeki yıllarda demografik faktörlerden kaynaklanı işgücüne katılımın da yüksek seyredeceği düşünüldüğünde, kamunun ücret politikasının enflasyon hedefleri ile uyumlu seyredeceği varsayımı altında ortalama iş gücü maliyetlerindeki artışların sınırlı kalmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu noktada, yatırım ve üretimin önündeki

engellerin süratle kaldırılmaya devam edilerek kurumsal yönetişimin geliştirilmesinin, verimlilik artışlarının devamı açısından son derece önemli olduğu tekrar vurgulanmalıdır. Unutulmamalıdır ki, enflasyondaki tarihi düşüş süreci yaşanırken aynı zamanda yüksek büyüme rakamlarına ulaşılabilmesi, makroekonomik istikrar ve yüksek verimlilik artışları ile mümkün olmuştur. Makroekonomik istikrarın kalıcı olarak tesis edilebilmesi için bundan sonra da benzer bir sürecin devam etmesi gerekmektedir. Bu da, son üç yıldır süregelen yapısal reformların daha da yaygınlaştırılarak uygulamada bir adım ileriye götürülmesini zorunlu kılmaktadır.

Sonuç olarak, büyük dışsal şoklar dışında, 2005 yılının geri kalanında hedef enflasyonu tehdit edecek bir risk öngörülmemektedir. Nitekim, TCMB son dönem beklenti anketi verileri de yıl sonu enflasyon beklentilerinin hedefin altına yüzde 7,5'e düştüğünü göstermektedir. Arz ve talep dengesi açısından enflasyon üzerinde henüz önemli bir risk görülmemekle beraber, gerek uluslararası likidite koşulları ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler gerekse birim ücretlerin seyri, önümüzdeki dönemde maliyetlerin enflasyondaki düşüş sürecine ek katkı yapmayacağı, yılın kalan kısmında aylık enflasyon rakamlarının ilk üç aya oranla daha yüksek gerçekleşebileceği sinyalini vermektedir. İlk üç aydaki düşük eğilim ve beklentilerin olumlu seyretmesi, 2005 yılı enflasyon hedefini son dönemdeki maliyet gelişmelerine rağmen erişilebilir kılsa da, yukarıda bahsedilen gelişmeler ışığında orta vadede ihtiyatlı olunması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

## GRAFİKLER

### 2. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 2.1. TÜFE ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi	3
Grafik 2.2. TÜFE ve Seçilmiş Alt Kalemleri	4
Grafik 2.3. TÜFE ve Seçilmiş Hizmet Sektörü Bileşenleri	5
Grafik 2.4. Uluslararası Ham Petrol, İmalat Sanayi (ÜFE) ve Ulaştırma (TÜFE) Fiyatları	5
Grafik 2.5. ÜFE, İmalat Sanayi ve Tarım Sektörü Fiyatları	6
Kutu 2.1 Grafik 1. 1994 ve 2003 Temel Yıllı Tüketici Fiyatları Artış Oranlarının Karşılaştırılması	8

### 3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. TCMB Beklenti Anketine Göre Yıllık GSMH Büyüme Beklentisi	9
Grafik 3.1.2. Gelecek Üç Aylık Döneme İlişkin Üretim Eğilimi Endeksi	10
Grafik 3.1.3. Yıllıklandırılmış GSYİH, Toplam Nihai Yurtiçi Talep ve Özel Tüketim	11
Grafik 3.1.4. Özel Tüketim Harcamaları ve Beklenen Satışlar	12
Grafik 3.1.5. TCMB İYA Kredi Faiz Oranı Beklentisi ve Yatırım Harcaması Eğilimi	13
Grafik 3.1.6. Çıktı Açığı / Potansiyel GSYİH	14
Grafik 3.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	15
Grafik 3.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Birim Reel Ücret Endeksi	16

### 4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Grafik 4.1.1. TCMB Gecelik Faiz Oranları ve İkincil Piyasa Faiz Oranları	21
Grafik 4.1.2. Getiri Eğrileri	22
Grafik 4.1.3. Risk Primi ve Hazine İhaleleri Reel Faiz Oranı	22
Grafik 4.2.1. Döviz Kuru Gelişmeleri	24
Grafik 4.3.1. GSMH* ve Krediler	25
Grafik 4.3.2. Tüketici Kredileri, Kredi Kartları ve KOBİ Kredileri	25
Kutu 4.1. Grafik 1. Sıcak Para Akımlarının Kompozisyonu-Net Hata ve Noksan	28
Kutu 4.1. Grafik 2. Sıcak Para Akımlarının Kompozisyonu-Net Hata ve Noksan Dahil	29
Kutu 4.1. Grafik 3. Yurt Dışı Yerleşikler Kaynaklı Sıcak Para Akımları	29
Kutu 4.1. Grafik 4. Yurt İçi Yerleşikler Kaynaklı Sıcak Para Akımları	30
Kutu 4.1. Grafik 5. Reel Faiz Oranı ve Sıcak Para Akımları	30

### 5. KAMU MALİYESİ

Grafik 5.1. Konsolide Bütçe Brüt ve Net Borç Stoku	32
Grafik 5.2. Konsolide Bütçe İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı	33
Grafik 5.3. Piyasa İç Borç Stokunun Ex-ante Reel Faizi	34
Grafik 5.4. Borçlanma Vadesi *ve Bileşik Faiz	34

## TABLULAR

<b>3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ</b>	
Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	11
Tablo 3.3.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	16
Tablo 3.3.2. Üretim Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	17
<b>4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER</b>	
Tablo 4.3.1. Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi	26
Tablo 4.3.2. Tüketici Kredilerinin Banka Grupları Bazında Dağılımı	26
Kutu 4.1. Tablo.1. Türkiye'de Sıcak Para Akımları	29
<b>5. KAMU MALİYESİ</b>	
Tablo 5.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri	31
Tablo 5.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı	33

**KISALTMALAR**

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>API</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BIS</b>	Uluslararası Ödemeler Sistemi
<b>ÇTTH</b>	Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>DİE</b>	Devlet İstatistik Enstitüsü
<b>DTH</b>	Döviz Tevdiat Hesabı
<b>FED</b>	ABD Merkez Bankası
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Millî Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>HM</b>	Hazine Müsteşarlığı
<b>IEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi Yönelim Anketi
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler
<b>OECD</b>	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<b>O/N</b>	Gecelik Faiz Oranı
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneği
<b>ÖKTG</b>	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TİM</b>	Türkiye İhracatçılar Meclisi
<b>TEFE</b>	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>ÜFE</b>	Üretici Fiyatları Endeksi
<b>VOB</b>	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası
<b>YTL</b>	Yeni Türk Lirası