



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

PARA POLİTİKASI RAPORU

EKİM 2003

İÇİNDEKİLER

I	GİRİŞ	1
II	ENFLASYON GELİŞMELERİ	5
III	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	13
	III.1. İç Talep	13
	III.2. Dış Talep	16
	III.3. Arz Gelişmeleri	17
	III.4. Öngörülen Kapasite Baskısı	19
	III.5. Maliyet Baskısı	20
IV	MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	23
	IV.1. TCMB Para ve Kur Politikası Gelişmeleri	23
	IV.2. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri	35
V	KAMU MALİYESİ	37
	V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler	38
VI	GÖRÜNÜM	43
	VI.1. Talep Unsurları	43
	VI.2. Maliyet Unsurları	45
	VI.3. Parasal ve Mali Disiplin	47
	VI.4. Enflasyon Bekleyişleri ve Diğer Riskler	48

(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

I.GİRİŞ

1.1.Genel Değerlendirme

2003 yılının ilk beş aylık döneminde büyük ölçüde dışsal kaynaklı olarak piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalar ve artan maliyetler sonucu yıl sonu hedefiyle uyumlu patikanın üzerine çıkan tüketici fiyatları enflasyonu, sonraki beş aylık dönemde söz konusu olumsuzlukların ortadan kalkmasıyla yüzde 20'lik hedefe hızla yaklaşmaya başlamıştır.

Merkez Bankası, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını, enflasyonu etkileyen değişkenlerin gelecek dönemlerdeki olası hareketlerini çeşitli senaryolar çerçevesinde analiz ederek belirlemeye devam etmektedir. Merkez Bankası, enflasyonun yükseldiği dönemde, söz konusu yükselmenin dışsal ve geçici unsurlardan kaynaklandığını, “olağanüstü” dönemin sona ermesiyle enflasyon eğiliminin yeniden düşeceğini öngörmüş ve bu öngörüsünü kamuoyu ile paylaşmıştı. Nitekim, 2003 yılının birinci çeyreğinden sonraki gelişmeler bu öngörüler doğrultusunda gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, ekonomik programın uzun vadeli bir bakış açısıyla kararlılıkla uygulanmaya devam edileceği, mali disiplin ve yapısal reformlardan sapma olmayacağı temel varsayımı altında, Nisan-Ekim döneminde kısa vadeli faizlerde altı defa indirmeye gidilmiştir. Nisan ayı içerisinde yüzde 44 seviyesinde bulunan gecelik borçlanma faiz oranı, Ekim ayı itibarıyla yüzde 26 seviyesine çekilmiştir. Merkez Bankası'nın geleceğe yönelik iyimser bakışını kamuoyu ile paylaşması bekleyişlerdeki iyileşmeyi güçlendirmiştir.

Haziran-Ekim döneminde enflasyondaki düşüşte bir çok faktör birden rol oynamıştır. Bu faktörler Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kazanması, reel ücretlerdeki gerileme ve verimlilik artışları sonucunda maliyet koşullarında meydana gelen iyileşme, gıda ve tarım grubu fiyatlarında görülen yavaşlama, kamu kesiminde enflasyon hedefiyle büyük ölçüde uyumlu fiyatlama politikası ve iç talep baskısının olmayışı olarak sıralanabilir.

Gerek sözü edilen olumlu koşulların gerçekleşmesine zemin hazırlayan, gerekse enflasyondaki düşüşe destek veren bütün bu gelişmeler, para ve maliye politikalarının ekonomik programla uyumlu bir şekilde yürütülmesinin bir ürünü olarak ortaya çıkmaktadır: Öncelikle, enflasyon hedefine yönelik olarak uygulanan tutarlı para politikaları ve mali disiplin, güven ortamının oluşmasına katkıda bulunarak borçlanmanın sürdürülebilirliğine dair kaygıları azaltmakta ve enflasyon beklentilerini düşürmektedir. Bu gelişmeler faizlerin düşmesine katkıda bulunmakta, Türk lirasını güçlendirmekte, dolayısıyla enflasyonla mücadeleye maliyetler yönünden destek sağlamaktadır. Mali ve parasal disiplin, aynı

zamanda iç talebin kontrolsüz bir şekilde canlanmasına izin vermemekte ve enflasyon üzerinde talep yönlü bir baskı oluşmasını önlemeye katkıda bulunmaktadır. Bir başka deyişle, ekonomik büyüme 2000 yılında olduğu gibi kısa vadeli bir özel tüketim patlamasından değil, hem tüketim hem de yatırım harcamalarından kaynaklanmakta, böylece talepteki büyüme ekonominin üretim potansiyelindeki büyümenin önüne geçmemektedir.

1.2. Son Ekonomik Gelişmeler

Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde performans kriteri olarak belirlenen faiz dışı bütçe fazlası, 2003 yılının ilk dokuz ayında hedefe uygun hareket etmiştir. Eylül sonu itibarıyla parasal performans kriteri ve gösterge niteliğindeki tüm hedeflere de ulaşılmıştır.

Maliyet koşulları Irak savaşı sonrası dönemde belirgin olarak enflasyon lehine gelişmiştir. Özellikle döviz kurlarının seyri, bu dönemde enflasyondaki düşüşte etkili olmuştur. Nisan-Ekim döneminde, Türk lirası 1 ABD doları + 0,77 eurodan oluşan kur sepeti karşısında nominal olarak yüzde 9,5 değerlenmiştir. İktisadi temellerdeki düzelme, güven ortamının sağlanması ve IMF'nin kamu kesiminin IMF'ye olan borçlarının ödeme planını zamana yayacak biçimde netleştirmesi Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesinde etkili olmuştur.

Kurdaki gerilemenin ithal girdilerin maliyetlerini azaltmasının yanısıra, sanayi sektöründe reel ücretlerdeki gerileme özel firmaların üretim maliyetlerinin azalmasına ve böylelikle fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur. Ayrıca, 2002 yılının ardından 2003 yılında da üretimde gözlenen verimlilik artışlarının reel ücretlere yansımaması, özel firmaların birim maliyetlerinin düşüşünü hızlandırmıştır. Birim maliyetlerdeki bu gelişmeler, özel firmaların dış pazarlarda fiyat rekabeti yapmalarını mümkün kılmıştır.

Maliyetlerdeki düşüşün fiyatlar üzerindeki etkisi, özel imalat sanayi fiyatları incelendiğinde belirgin olarak görülmektedir. 1994-2002 yılları arasında aylık olarak yüzde 1'in altına düşmeyen özel imalat sanayi fiyatları, Nisan-Ekim dönemi boyunca yüzde 1'in altında ve ortalama yüzde 0,5 artmıştır.

Yılın ikinci yarısında enflasyondaki düşüşte etkili olan bir diğer unsur, gıda ve tarım grubu fiyat artışlarının mevsimsel etkileri de aşan ölçülerde gerilemesidir. Kamu kontrolündeki fiyatlardaki gelişmeler de enflasyonun son dönemdeki olumlu seyrine katkıda bulunmuştur. Kurdaki gerileme başta akaryakıt fiyatları olmak üzere kamu kontrolündeki fiyat artışlarını sınırlamıştır. Haziran ve Temmuz aylarında

kamu fiyat artışları görece olarak hızlansa da, yapılan fiyat ayarlamaları yıl sonu enflasyon hedefini olumsuz etkileyecek ölçülere ulaşmamıştır.

Enflasyondaki düşüşte etkili olan bir başka unsur da iç talebin üretim kapasitesini zorlayacak düzeye henüz erişmemesidir. Bir başka deyişle, 2003 yılında yaşanan canlanma, fiyatları olumsuz etkileyecek talep yönlü bir baskı oluşturmamaktadır. Geçen yıl olduğu gibi 2003 yılında da tüketim harcamalarının artmasını kısıtlayan temel faktör, gerek sanayi gerek tarım kesiminde reel ücret ve gelirlerin gerilemeye devam etmesidir.

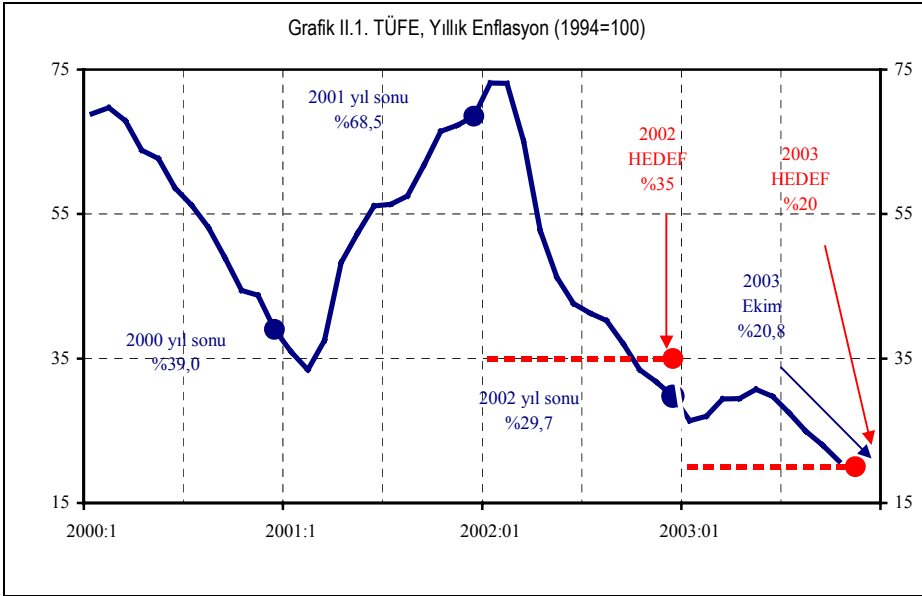
Uygulanmakta olan sıkı maliye politikası nedeniyle başvurulan tasarruf tedbirleri de, kamu sektörü tüketim ve yatırım harcamalarının düşük bir seviyede kalmasına neden olmuştur. Ancak, burada unutulmaması gereken önemli konu, faiz dışı bütçe fazlası verilmesinin içerdiği sinyal etkisidir. Nitekim, faiz dışı fazla hedefine bağlı olarak sağlanan mali disiplin, reel faizlerin düşmesini ve döviz kurunun istikrar kazanmasını sağlamıştır. Bu olumlu gelişmeler, hem tüketici hem de yatırımcı güveninin artmasında, özellikle de 2003 yılının ilk yarısında özel sektör sabit sermaye yatırım harcamalarının yükselmesinde etkili olmuştur. Özel yatırımların artmasında, daha çok ihracat talebindeki artış etkili olmuştur. 2003 yılının ilk dokuz aylık döneminde kapasite kullanım oranları bazı sektörlerde uzun dönem ortalamalarını aşmıştır. Bu durum, mali piyasalardaki istikrar ortamından yararlanarak üretim kapasitelerini genişletmek isteyen özel firmaların makine-teçhizat yatırımlarını artırmaları sonucunu doğurmuştur.

Bütün bu gelişmeler sonucunda Mayıs ayında yıllık yüzde 30,7'ye ulaşan tüketici fiyatları artışı, beş aylık süreç içerisinde 9,9 puan azalarak Ekim ayında yüzde 20,8'e gerilemiştir. Enflasyon bekleme oranları da bu olumlu tabloya uyum göstermiş, TCMB Beklenti Anketi Kasım ayı ikinci dönem verilerine göre ortalama yıl sonu enflasyon beklentisi hedefin de altında oluşarak yüzde 19,2'ye kadar düşmüştür.

(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

II.Enflasyon Gelişmeleri

Yılın ilk beş aylık döneminde yıl sonu hedefiyle uyumlu patikanın üzerinde gerçekleşen tüketici fiyatları enflasyonu, sonraki dört aylık dönemde hızlı bir düşüş göstermiş ve yıllık fiyat artış hızı yüzde 20 hedefine doğru yaklaşmaya başlamıştır. Bu gelişme, Merkez Bankası'nın enflasyonun yükseldiği dönemde, söz konusu yükselişin dışsal ve geçici unsurlardan kaynaklandığına ve bu unsurların ortadan kalkmasıyla enflasyon eğiliminde tekrar aşağı yönlü bir hareket gözleneceğine ilişkin, aylık enflasyon duyurularında yer alan öngörülerinin doğruluğunu da ortaya koymuştur.

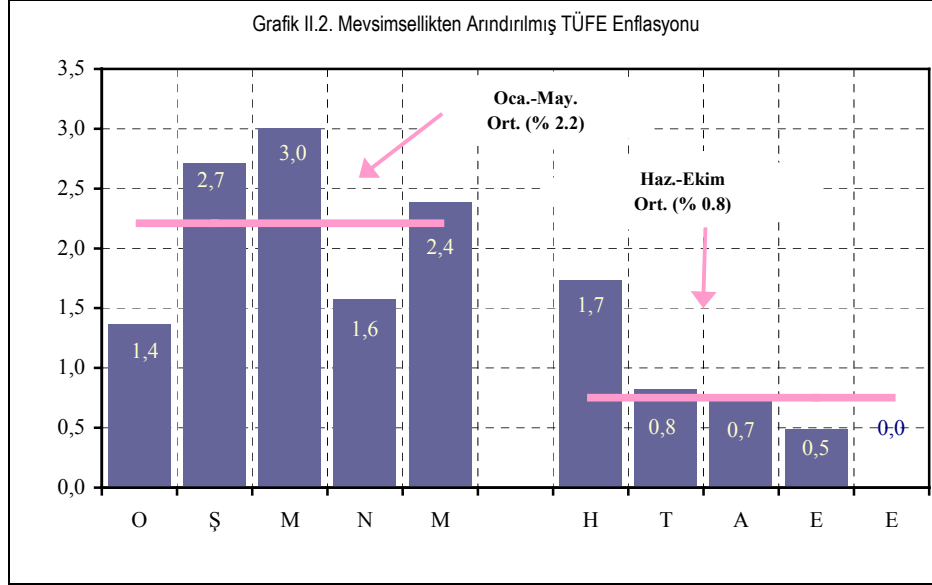


Mayıs ayı sonunda yıllık yüzde 30,7'ye ulaşan tüketici fiyatları artış hızı, Haziran-Ekim döneminde 9,9 puan düşerek Ekim ayı sonunda yüzde 20,8 olmuştur (Grafik II.1). Yaz aylarında mevsimsel koşullar aylık fiyat artışlarını olumlu etkilemiştir. İlk beş ay ve ikinci beş aylık dönem arasında enflasyon eğilimindeki farklılık, mevsimsel etkiler arındırıldığında daha açık olarak görülmektedir. Ocak-Mayıs döneminde aylık ortalama yüzde 2,2 olan mevsimsellikten arındırılmış enflasyon, Haziran-Ekim döneminde yüzde 0,8'e gerilemiştir.

Mayıs ayı sonunda yıllık yüzde 30,7'ye ulaşan tüketici fiyatları artış hızı, Haziran-Ekim döneminde 9,9 puan düşerek Ekim ayı sonunda yüzde 20,8 olmuştur.

Söz konusu dönemde enflasyondaki düşüşte rol oynayan faktörler; (i) parasal ve mali disiplinin sağladığı güven ortamı ve enflasyon beklentilerindeki iyileşme, bunun neticesinde; (ii) başta Türk lirasının güçlenmesi olmak üzere maliyet koşullarındaki iyileşme; (iii) gıda ve

tarım grubu fiyatlarının olumlu seyri¹; (iv) kamu kesimi fiyatlama politikası; (v) olumlu iç talep koşulları olarak sıralanabilir.



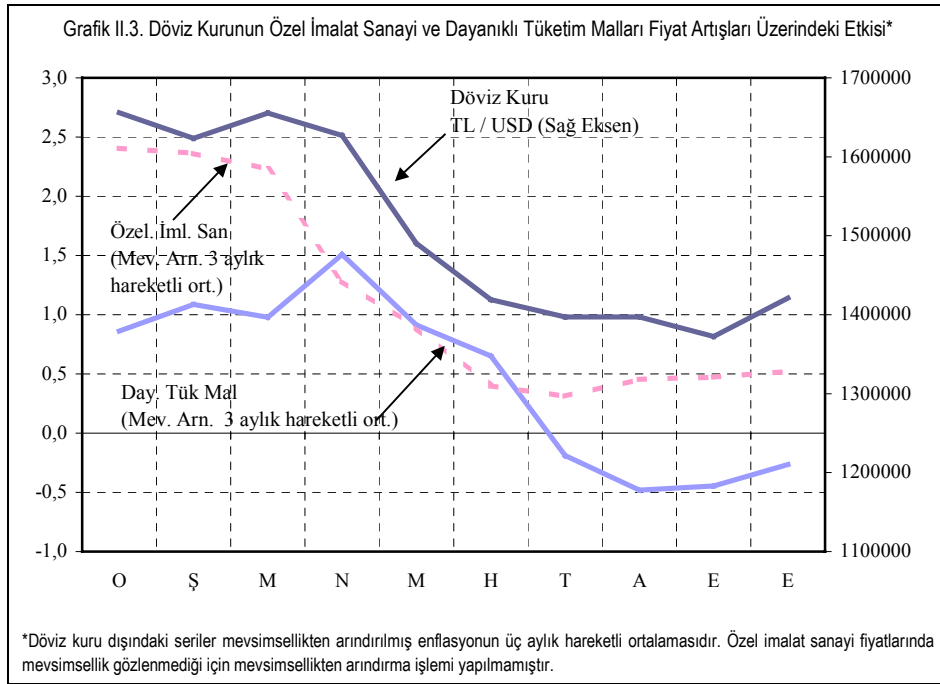
Maliyet koşullarının Irak savaşı sonrası dönemde belirgin olarak enflasyon lehine geliştiği gözlenmiştir.

Maliyet koşullarının Irak savaşı sonrası dönemde belirgin olarak enflasyon lehine geliştiği gözlenmiştir. Önemli bir maliyet unsuru olan döviz kurlarının seyri bu dönemde enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Dalgalı kur rejimine geçilmesi sonrasında ekonomide yapısal bir değişim gerçekleştiği açık olarak görülmektedir. Yönetilen kur politikası döneminde olağanüstü dönemler haricinde döviz kuru hareketleri hep yukarı yönlü olmuş, Merkez Bankası döviz piyasasında doğrudan alım ve satım yaparak kurdaki yükselmenin ekonomik politikalarla uyumlu bir düzeyde kalmasını sağlamaya çalışmıştır. Dalgalı kur rejimine geçilmesi ve döviz kurunun değerinin arz-talep koşullarıyla belirlenmesiyle birlikte döviz kurunda hem yukarı hem aşağı yönlü hareketler gözlenmeye başlamıştır. Bu durum, tasarrufların büyük kısmının döviz cinsinden tutulduğu, bilançoların varlık ya da yükümlülük tarafında döviz cinsinden kalemlerin önemli bir paya sahip olduğu eski yapının değişmeye başlamasına neden olmuştur. Bu değişimin başlaması, iktisadi temellerdeki düzelme ve güven ortamının sağlanmasıyla birlikte Irak Savaşı sonrasında Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesinde etkili olmuştur. Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) Türkiye'den alacaklarının ödeme planını önümüzdeki üç yıla yayacak şekilde belirlemesi de Türkiye'nin önümüzdeki dönemde döviz sıkıntısı yaşamayacağı doğrultusundaki beklentileri güçlendirmiş ve kurlardaki gerilemede rol oynamıştır.

¹ Gıda ve kamu fiyatları kendilerine özgü enflasyon dinamikleri nedeniyle makroekonomik koşullar ve genel enflasyon trendine aykırı hareket edebilmektedirler. Bu nedenle, "dışsal" olarak nitelenebilecek bu gruplarda fiyat artışlarının ayrıca incelenmesi bazı durumlarda enflasyonun doğru analiz edilebilmesi açısından önem kazanmaktadır.

Türk lirasının değer kazanmasının olumlu etkileri en açık ve güçlü şekilde Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'nde (TEFE) görülmektedir. Toptan Eşya Fiyatları Mayıs-Ağustos döneminde üst üste beş ay boyunca düşmüş ve bu dönemde fiyatlar birikimli olarak yüzde 3,2 gerilemiştir. TEFE'nin Eylül ve Ekim aylarındaki birikimli artışı da yüzde 0,7 ile sınırlı kalmıştır. TEFE'deki bu gelişmelerde mevsimsel koşulların etkisiyle düşen tarım fiyatlarının ve fiyatları kura göre otomatik olarak ayarlanan akaryakıt ürünlerinin katkısı önemli olmakla birlikte, maliyetlerdeki düşüşün özel imalat sanayi fiyatları üzerindeki etkisi de açık olarak görülmektedir. Tarihsel gelişimi incelendiğinde, 1994-2002 yılları arasında aylık olarak yüzde 1'in altına düşmediği görülen özel imalat sanayi fiyat artışı, Nisan-Ekim dönemi boyunca üst üste yedi ay yüzde 1'in altında ve ortalama yüzde 0,5 oranında gerçekleşmiştir.

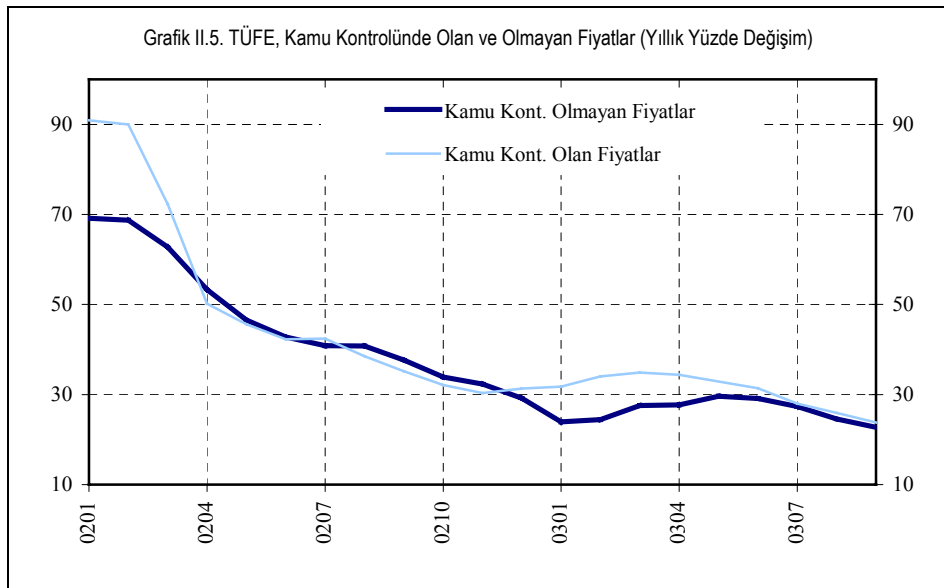
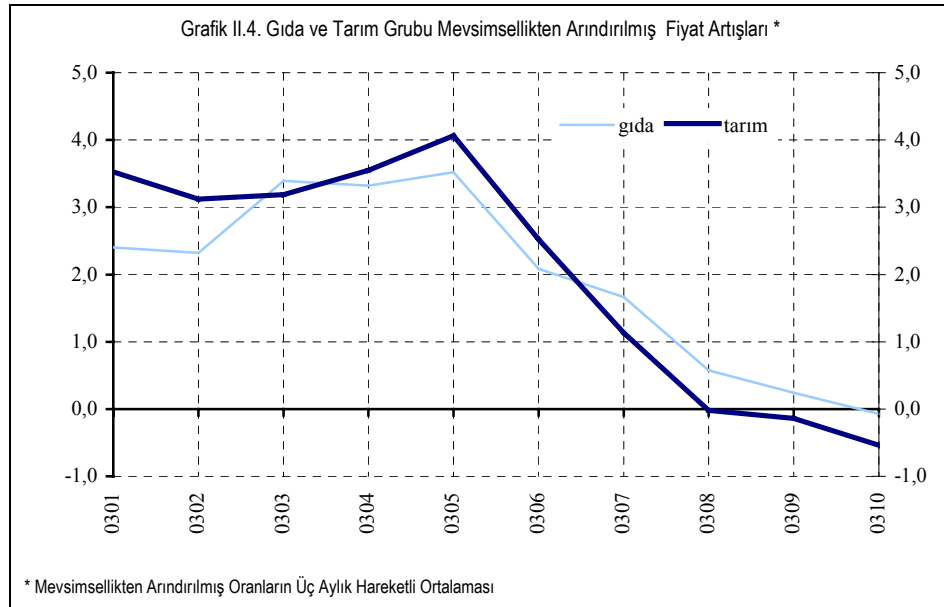
Türk lirasının değer kazanmasının olumlu etkileri en açık ve güçlü şekilde Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'nde (TEFE) görülmektedir.



Döviz kurundaki gelişmelerin TÜFE'deki etkisi ise en belirgin olarak akaryakıt ve enerji fiyatları ile dayanıklı tüketim malları fiyatlarında görülmüştür. Enerji fiyatlarının düşük düzeylerde seyretmesinde döviz kurunun yanı sıra özellikle elektrik sektöründe üretimin yüksek maliyetli kaynaklardan daha düşük maliyetli kaynaklara kaydırılması da etkili olmuştur. Dayanıklı tüketim malları fiyatları ise özellikle son bir-iki aylık dönemde bu ürünlere olan talepte önemli canlanma sinyalleri alınmasına karşın, tarihsel ortalamaların oldukça altında kalmıştır. Genellikle ithal ya da ithal ikamesi malları içeren ve özel ulaşım araçları, elektrikli ve elektriksiz ev aletleri ile eğlence ve kültür araçlarından oluşan bu grupta

son altı ayda fiyatlar yüzde 3,1 oranında düşmüştür. Bu gelişmede, döviz kurundaki gerilemeden dolayı fiyat avantajı elde eden ithal ürünlerle rekabet edebilmek için fiyatların düşürülmesinin de etkili olduğu düşünülmektedir.

Enflasyondaki düşüşte etkili olan ikinci faktör gıda ve tarım grubu fiyatlarıdır. Bu alt gruptaki fiyat gelişmeleri enflasyona genel anlamda olumlu katkı yapmıştır. Gıda fiyatları, mevsimselliğin de etkisiyle son üç ayda düşmüştür. Ancak, mevsimsel etkilerden arındırıldığında dahi, gıda fiyat artışlarının son dört ayda yılın ilk beş ayına göre önemli oranda yavaşladığı görülmektedir. Benzer bir eğilim, TEFE alt gruplarından tarım fiyatlarında da gözlenmiştir (Grafik II.4).



Enflasyonun son dönemdeki olumlu seyrine katkıda bulunan bir diğer önemli unsur, kamu kontrolündeki fiyatlarda enflasyon hedefi ile uyumsuz bir ayarlama politikası izlenmemesi olmuştur. Haziran ve Temmuz aylarında kamu fiyat artışları görece olarak hızlanmıştır. Ancak, yapılan fiyat artışları enflasyonla mücadeleyi olumsuz etkileyecek, ya da yıl sonu enflasyon hedefini zora sokacak ölçüde olmamıştır. Ayrıca, döviz kuru gelişmeleri de başta akaryakıt olmak üzere kamu kontrolündeki ürünlerin fiyat artışlarını sınırlayan önemli bir faktör olmuştur. Kamu fiyatlama politikası program açısından iki noktada önem kazanmaktadır. Bunlardan biri ekonomik istikrarın vazgeçilmezlerinden olan mali disiplin, diğeri ise Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarından biri olan enflasyonla mücadeledir. Kamu kesiminde düşük fiyat artışı politikası enflasyon hedefine ulaşılması için gerekli olmakla birlikte, bu politikanın mali disipline zarar vermemesi ve orta ve uzun dönemde de sürdürülebilmesi açısından, yapısal reformlar ve düzenlemelerle kamu kesiminde verimliliğin artırılması önem kazanmaktadır.

Kamu fiyatlama politikası program açısından iki noktada önem kazanmaktadır. Bunlardan biri ekonomik istikrarın vazgeçilmezlerinden olan mali disiplin, diğeri ise Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarından biri olan enflasyonla mücadeledir.

Enflasyondaki düşüşte etkili olan bir başka unsur da iç talebin üretim kapasitesini zorlayacak düzeye henüz erişmemiş olmasıdır. Son dönemde, aylık sanayi üretimi verileri özellikle dayanıklı tüketim malları grubu için, talepte önemli canlanma sinyalleri göstermektedir. Ancak, dayanıklı tüketim malları üretim ve satış rakamlarındaki yüksek oranlı artışların, gerek bu sektörde maliyetlerin ve fiyatların gerilemesinden kaynaklanan bir talep artışını, gerekse kriz döneminde ertelenen dayanıklı tüketimin oluşan güven ortamıyla birlikte yeniden canlanmasını yansıttığı düşünülmektedir. Yarı-dayanıklı tüketim mallarına olan talebin ise aynı şekilde güçlenmediği görülmektedir. Bazı sektörlerle sınırlı kalan böyle bir canlanmanın enflasyonist etkileri de şüphesiz tüm sektörlerle yayılmış bir iç talep canlanmasına göre sınırlı olacaktır.

Enflasyondaki düşüşte etkili olan bir başka unsur da iç talebin üretim kapasitesini zorlayacak düzeye henüz erişmemiş olmasıdır.

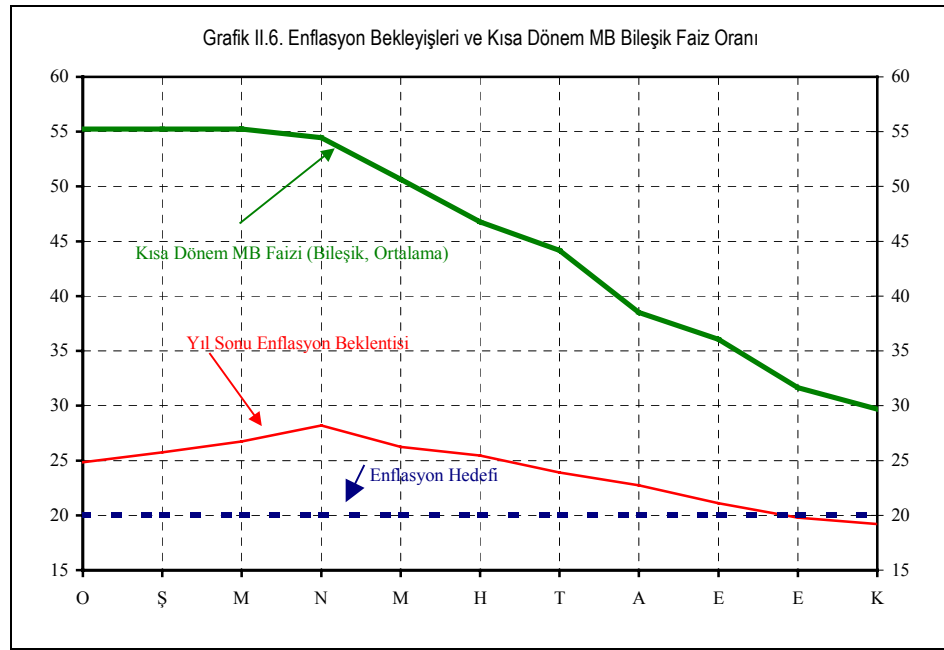
Buraya kadar, döviz kuru gelişmeleri, gıda fiyatlarının seyri, kamu fiyatlama politikası ve iç talep yetersizliği olarak özetlenen ve enflasyonun düşmesinde rol oynayan dört ana faktörün yanında gerek bu olumlu koşulların gerçekleşmesine katkıda bulunan gerekse bekleyişler yoluyla doğrudan enflasyondaki düşüşte etkili olan beşinci ve en önemli unsur ise ekonomik programın getirdiği parasal ve mali disiplin olmuştur. Burada uygulanan ekonomik programın bir sonucu olarak bekleyişlerde gözlenen olumlu yöndeki gelişmenin altı çizilmelidir (Kutu II.1).

Enflasyondaki düşüşte etkili olan en önemli unsur ise ekonomik programın getirdiği parasal ve mali disiplin olmuştur.

Irak savaşı sırasında bozulan enflasyon bekleyişleri, bu dönemdeki dalgalanmaların daha çok geçici faktörlerden kaynaklandığının anlaşılmasıyla yeniden düzelmiştir. Beklenti Anketi Kasım ayı ikinci dönem verileri yıl sonu enflasyon bekleyişinin yüzde 19,2'ye kadar

Haziran-Ekim döneminde Merkez Bankası kısa vadeli faizlerde 5 defa indirmeye gitmiştir.

gerilediğini göstermekte ve anket katılımcılarının hedefe ulaşılacağına ilişkin olan inancının bir kaç ay öncesine göre önemli ölçüde arttığını ortaya koymaktadır. Son beş aylık dönemde Merkez Bankası da ileriye yönelik olarak enflasyondaki olumlu gelişmeleri öngörmüş ve bu çerçevede Haziran-Ekim döneminde kısa vadeli faizlerde 5 defa indirmeye gitmiştir. Merkez Bankası'nın geleceğe olumlu bakışını kamuoyu ile paylaşması da beklentilerdeki iyileşmede rol oynamıştır.



Programın temel amaçlarından biri de reel faizlerin kalıcı biçimde düşürülmesi ve kamu borç stokunun uzun dönemde sürdürülebilirliğinin sağlanması, böylece borçlanmanın ekonomi üzerindeki baskısının azaltılmasıdır. Yukarıda ifade edilen olumlu gelişmeler, Hazine borçlanma faizlerinin hem nominal hem de reel olarak gerilemesini beraberinde getirmiştir. Reel faizlerin cari olarak hala gelişmiş ülke ekonomilerine göre oldukça yüksek olmasına karşın, son dönemdeki olumlu gelişmelerin iç borcun sürdürülebilirliğine dair kaygıları azalttığı ve dolayısıyla orta ve uzun dönemde enflasyon beklentilerindeki iyileşmede etkili olduğu düşünülmektedir.

KUTU II.1. ENFLASYON HEDEFİ VE BEKLEYİŞLER

Enflasyon beklentileri ve beklentilerin nasıl oluşturulduğu enflasyon dinamikleri üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle enflasyonun kademeli olarak düşürüldüğü istikrar programlarında, beklentilerin hedeflenen enflasyon doğrultusunda oluşturulabilmesi programın başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

Özellikle uzun dönemler boyunca yüksek ve değişken enflasyonla karşı karşıya kalan ekonomilerde, enflasyon beklentileri büyük ölçüde geriye dönük olarak belirlenmekte ve geçmiş enflasyon değerlerinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Dolayısıyla önceden açıklanan enflasyon hedeflerinin beklentileri yönlendirme gücü sınırlı kalabilmektedir. Böyle bir durumda ise enflasyonla mücadele sürecinin toplumsal maliyetleri yüksek olabilmektedir. İstikrar politikalarının güvenilirliğinin yüksek olduğu ve enflasyon beklentilerinin ileriye dönük olarak belirlendiği durumlarda ise, ekonomik birimler karar aşamasında hedeflenen enflasyonu dikkate almakta, dolayısıyla hem enflasyonu düşürme sürecinin maliyetleri azalmakta, hem de geçici dışsal şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin görece olarak sınırlandırılması mümkün olabilmektedir.

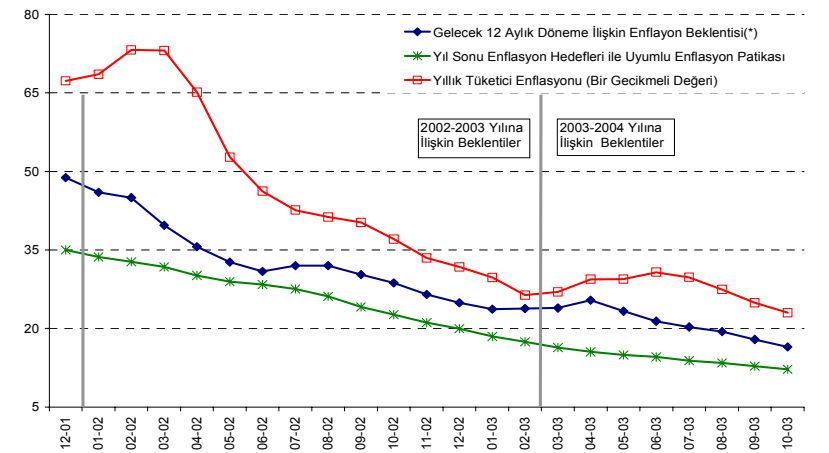
Bu çerçevede, TCMB'nin aktif anlamda enflasyonla mücadeleye geçtiği ve örtük enflasyon hedeflemesi uyguladığı dönem olan 2002 başından günümüze kadar olan süreçte, enflasyon beklentilerinin hangi ölçüde hedefler doğrultusunda oluşturulduğu önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Hedef, Gerçekleşen ve Beklenen Enflasyon

Ağustos 2001'den itibaren yayınlanan TCMB Beklenti Anketi'nde, mali ve reel sektör temsilcilerinin içinde bulunulan aya, iki ay sonrasına, yıl sonuna ve gelecek 12 aya ilişkin tüketici enflasyonu tahmin ve beklentileri yer almaktadır. İçinde bulunulan aya ve iki ay sonrasına ilişkin beklentilerin gerçekleşen enflasyona ve konjonktürel gelişmelere karşı oldukça hassas olduğu ve önemli ölçüde dalgalandığı, yıl sonu ve özellikle gelecek 12 aya ilişkin beklentilerin ise görece olarak daha istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir. Geçici etkenlerden arındırılmış bir gözlem elde edebilmek için, enflasyon beklentilerinin hedefle tutarlı olarak belirlenen enflasyon patikası ile ne kadar uyumlu olduğu *gelecek 12 aya ilişkin beklentiler serisi* kullanılarak incelenmiştir.

Grafik 1'de TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri, yıllık enflasyon ve yıl sonu hedefleri ile tutarlı enflasyon patikası görülmektedir.¹ Yıllık enflasyon, geçen yılın aynı ayına göre TÜFE'deki yüzde artışı vermekteyken, hedef enflasyon patikası ve beklentiler gelecek 12 aylık döneme ilişkin olarak oluşturulmuştur. Grafikte görüldüğü üzere, gelecek 12 aylık döneme ilişkin enflasyon beklentileri, söz konusu dönem boyunca her zaman enflasyon hedefi ile geçmiş dönem enflasyon gerçekleştirmeleri arasında kalmıştır. Bir başka deyişle, ekonomik birimler beklentilerini oluştururken açıklanan enflasyon hedeflerini göz önüne almış, ancak gerçekleşen enflasyondan da etkilenmiştir. Beklenen enflasyonun 2002 yılı genelinde görece olarak hedef patikaya daha yakın olmasına karşın, 2003 yılının ilk aylarında, özellikle Irak operasyonunun gündemde olduğu dönemlerde geçmiş enflasyona yakınlığı görülmektedir.

Grafik 1. Enflasyon Beklentileri ile Enflasyon Hedefi



Kaynak: TCMB Beklenti Anketi, DİE

(*) TCMB Beklenti Anketi 1. dönem sonuçlarıdır.

¹ Enflasyon hedefleri sadece yıl sonu için verildiğinden hedefle tutarlı bir enflasyon patikası oluşturabilmek için basit interpolasyon metodu kullanılmıştır.

Enflasyon beklentileri, hedef enflasyon ve geçmiş enflasyon arasındaki ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için basit bir ampirik çalışma yapılarak, açıklanan değişkenin gelecek 12 aylık döneme ilişkin enflasyon beklentileri olduğu bir ekonometrik denklem oluşturulmuştur. Söz konusu denklemde, gelecek 12 aylık dönem beklentileri yıllık enflasyon ve yıl sonu hedef ile tutarlı enflasyon patikası tarafından açıklanmaktadır. Böyle bir yaklaşım, gerçekleşen ve hedef enflasyonun, enflasyon beklentileri üzerindeki göreceli etkisini ortaya koyabilecektir.

Tablo 1’de denklem sonuçlarına ilişkin ayrıntılar görülmektedir. Denklem, her iki açıklayıcı değişkenin katsayılarının toplamı bir olacak şekilde tahmin edilmiştir.² Tahmin döneminde, enflasyon beklentilerinin büyük oranda enflasyon hedefi ile tutarlı enflasyon patikası tarafından belirlendiği görülmektedir. Her ne kadar kısıtlı gözlem sayısı nedeniyle bu sonucun çok güçlü bir şekilde telaffuz edilmesi mümkün olmasa da, bu sonuç, anket katılımcılarının uzun dönemde belirlenen enflasyon hedefi paralelinde enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğini beklediklerine ilişkin ipucu vermektedir.

Tablo1. Enflasyon Beklentilerinin Açıklandığı Ekonometrik Denklem Sonuçları(*)

Açıklayıcı Değişkenler (**)	(I)	(II)	(III)
Hedef ile Tutarlı Enflasyon Patikası	0,84	0,74	0,70
Geçmiş Enflasyon	0,16		
Yıllıklandırılmış TÜFE(***) (son 3 ay)		0,26	
Yıllıklandırılmış TÜFE(***) (son 6 ay)			0,30

(*) Tahmin Dönemi: Aralık 2001-Ekim 2003

(**) Söz konusu katsayılar toplamı 1 olacak şekilde tahmin edilmişlerdir

(***) Mevsimsellikten arındırılmış TÜFE'nin sırasıyla 3 ve 6 aylık hareketli ortalamasının yıllıklandırılması ile elde edilmiştir.

Enflasyon beklentilerinin göreceli etkisinin ölçülmesine yönelik alternatif bir yaklaşım da, geçmiş 12 aylık enflasyonun değil, yakın dönemdeki enflasyonun (son üç ya da altı ayın ortalaması gibi) kullanılarak yukarıdaki regresyonun tekrarlanması olabilir. Zira ekonomik birimler, son 12 aylık değil de, son birkaç aylık dönemdeki genel fiyat artışı eğiliminden etkilenebilmektedir. Bu doğrultuda son üç ay ve altı aylık mevsimsellikten arındırılıp yıllıklandırılmış enflasyon serileri, yıllık enflasyon serisinin yerine regresyona katıldığında, hedef enflasyon eğiliminin beklenen enflasyon eğilimine etkisi ilk denkleme göre (yüzde 84 den 70 civarına) düşmekle birlikte yine de yüksek ve anlamlı bir oranda kalmaktadır.

Sonuç

Yukarıdaki bulgulardan, ekonomik birimlerin 12 ay sonrası enflasyon beklentilerini oluştururken, hedefler paralelinde azalan bir enflasyon patikasını yüksek ağırlıklı bir parametre olarak göz önüne aldıkları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, geçmiş enflasyonun istatistiksel açıdan anlamlı bir değişken olarak geleceği tahminde hala önemli bir yer tutmasına karşın, ankete katılan ekonomik birimler öngörülerini oluştururken, yıllık enflasyonun hedeflenen patikaya paralel bir şekilde kademeli olarak düşeceği varsayımı altında hareket etmektedir.

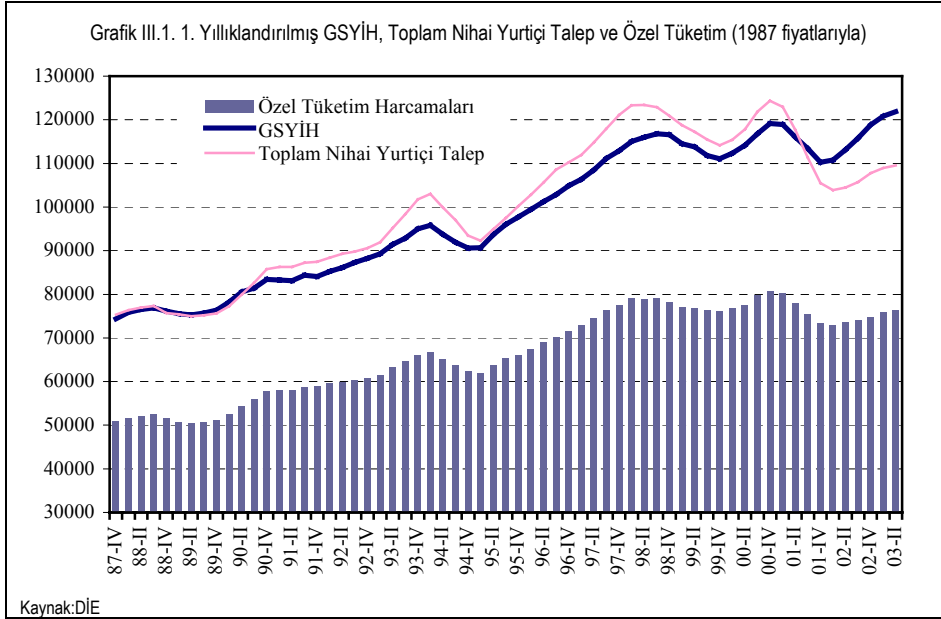
² Katsayıların toplamının birle kısıtlanmadığı ve ayrı ayrı tahmin edildiği durumlarda bütün spesifikasyonlarda hem geçmiş enflasyon hem de hedefle uyumlu enflasyon patikasının katsayıları istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur.

III. Arz ve Talep Gelişmeleri

III.1. İç Talep

2002 yılı ikinci yarısında başlayan ve 2003 yılında da devam eden ekonomik canlanmanın kaynakları incelendiğinde büyümenin temelde stok ve ihracat artışlarından kaynaklandığı görülmektedir (Tablo III.1.1). Şüphesiz ki, nihai mallara yönelik bir iç talep artışının yaratacağı büyüme ile stok birikimi kaynaklı büyümenin fiyatlar üzerindeki etkisi aynı değildir. Ekonomideki üretim kapasitesinin sınırlarını zorlayan iç talep kaynaklı büyüme enflasyon üzerinde baskı yaratırken, stok artışından kaynaklanan büyümenin fiyat artışları üzerindeki etkisi sınırlıdır. Nitekim, 2002 yılında ve 2003 yılının ilk yarısında toplam nihai yurtiçi talebin sınırlı bir oranda artması ve artış hızının GSYİH büyümesinin altında kalması, tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı olmamasını sağlayarak fiyat artış hızının yavaşlamasını mümkün kılmıştır (Grafik III.1.1).

Toplam nihai yurtiçi talebin sınırlı bir oranda artması ve artış hızının GSYİH büyümesinin altında kalması, tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı olmamasını sağlayarak fiyat artış hızının sınırlanmıştır.

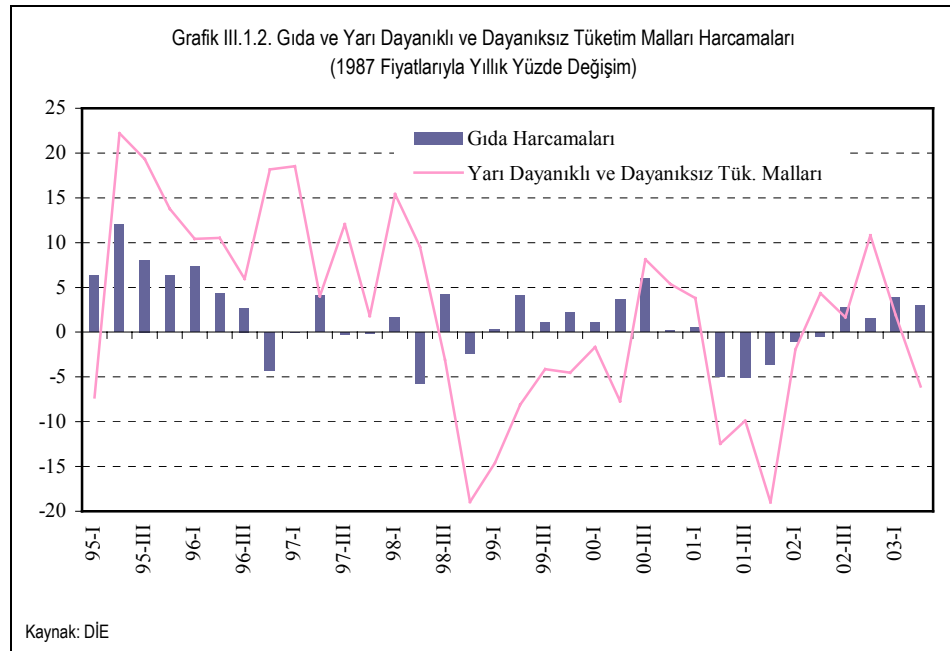


Toplam nihai yurtiçi talebin unsurlarından tüketim harcamaları alt gruplar itibarıyla incelendiğinde, temelde dayanıklı tüketim mallarına ve hizmetlere yönelik harcamaların 2003 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 15,6 ve yüzde 8,2 oranlarında yükseldiği gözlenmektedir (Tablo III.1.1). Aynı dönemde, iç talebin düzeyi açısından önemli bir gösterge olan gıda harcamaları düşük bir oranda artarken, yarı dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar ise azalmıştır (Grafik III.1.2).

Tablo III.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri (Yıllık Yüzde Değişim)

	2002					2003		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	Altı Aylık
1-Tüketim Harcamaları	-1,5	3,1	3,4	4,3	2,4	5,6	1,9	3,7
Kamu	2,2	2,6	12,0	4,5	5,4	-3,0	-2,9	-2,9
Özel	-1,8	3,2	2,5	4,2	2,0	6,5	2,5	4,5
Dayanıklı Tüketim Mal.	-7,0	8,7	1,8	6,2	2,1	20,4	10,7	15,6
Hizmetler	2,4	11,1	9,1	10,9	8,7	10,9	6,1	8,2
2-Sabit Sermaye Yatırımları	-28,8	-2,3	5,9	22,2	-0,8	9,3	5,5	7,1
Kamu	-18,1	3,0	29,8	22,7	14,5	-37,8	-11,3	-19,8
Özel	-30,9	-4,2	-3,7	21,8	-7,2	20,4	11,9	15,5
3- Stok Değişimi*	6,7	12,2	3,9	6,0	7,0	5,6	4,2	4,8
4-Mal ve Hizmet İhracatı	10,4	5,0	15,8	12,3	11,0	14,5	12,5	13,4
5-Mal ve Hizmet İthalatı	2,1	20,3	19,3	22,1	15,7	23,9	20,2	21,9
6-Toplam Yurtiçi Talep	-1,0	14,9	8,2	14,7	9,2	11,6	6,7	9,0
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	-7,5	1,9	3,9	8,1	1,7	6,3	2,7	4,4
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	2,1	8,9	7,9	11,4	7,8	8,1	3,9	5,8

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde
Kaynak: DİE



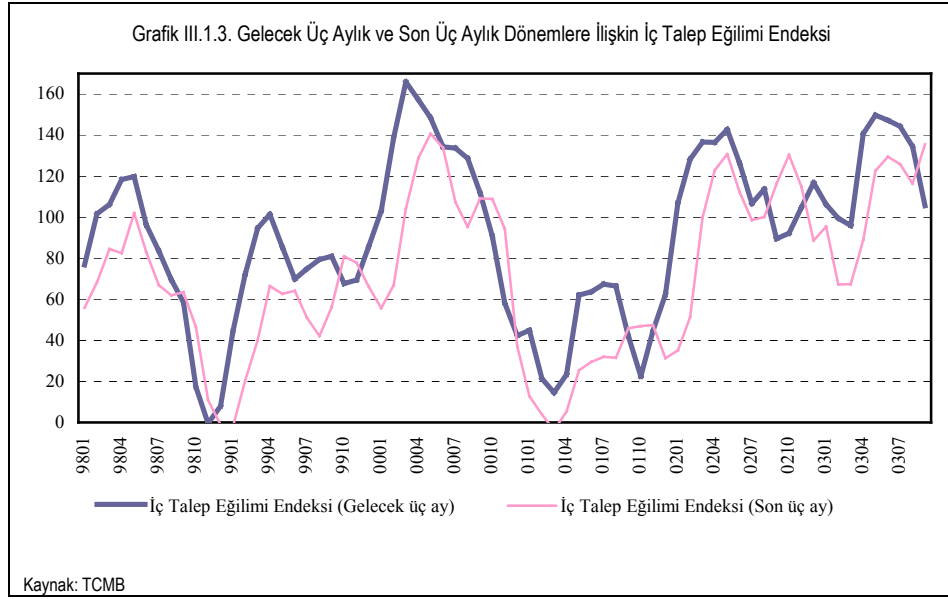
2002 yılından sonra 2003 yılında da tüketim harcamalarının artmasını kısıtlayan temel faktör, reel ücret ve gelirlerin gerilemesini sürdürmesidir. Ayrıca, Türk lirasının 2003 yılı Nisan ayından itibaren yüksek oranda değer kazanması, hanehalkının döviz cinsinden olan tasarruflarının erimesine neden olmuş ve tüketim harcamalarının ertelenmesine yol açmıştır. Bunlara ek olarak, istihdamın önemli bir kısmını oluşturan tarım sektöründe üretimin ve dolayısıyla tarım sektöründe çalışan işçilerin ücretlerinin gerilemesi, tüketim harcamalarını olumsuz etkileyen diğer bir faktördür.

Diğer taraftan, uygulanmakta olan sıkı maliye politikası çerçevesinde belirlenen faiz dışı bütçe fazlası hedefi nedeniyle artırılan tasarruf tedbirleri de kamu sektörü tüketim ve yatırım harcamalarının düşük bir seviyede kalmasına neden olmaktadır. Ancak, burada unutulmaması gereken önemli konu, faiz dışı bütçe fazlası verilmesinin içerdiği sinyal etkisidir. Nitekim, faiz dışı fazla hedefine bağlı olarak sağlanan mali disiplin, reel faizlerin düşmesini ve döviz kurunun istikrar kazanmasını, dolayısıyla, hem tüketici hem de yatırımcı güveninin artarak özel tüketim ve yatırım harcamalarının uyarılmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, 2003 yılının Mart ayında başlayan Irak Savaşı'nın beklentilerin aksine kısa sürmesi ve ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi piyasalarda belirsizliklerin azalmasını, dolayısıyla, geleceğe yönelik güveni olumlu yönde etkileyerek enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesini, döviz kurunun istikrar kazanmasını ve faiz oranlarının düşmesini sağlamıştır. Nitekim, Nisan-Ekim 2003 döneminde, Türk lirası kur sepeti karşısında nominal olarak yüzde 9,5 civarında değerlenmiş, Hazine iç borçlanma faiz oranları ise 28,2 puan gerilemiştir. Ancak, mevcut dönemdeki reel faiz seviyesinin henüz özel tüketim harcamalarını önemli ölçüde uyaracak kadar düşük olmadığı düşünülmektedir. Reel ücretler ve istihdamdaki gerilemenin yarattığı gelir etkisi, kredi kanalındaki gelişmelerin özel tüketim harcamaları açısından etkinliğini sınırlayan en önemli faktördür.

Sıkı maliye politikası çerçevesinde belirlenen tasarruf tedbirleri, kamu sektörü tüketim ve yatırım harcamalarının düşük bir seviyede kalmasına neden olmaktadır.

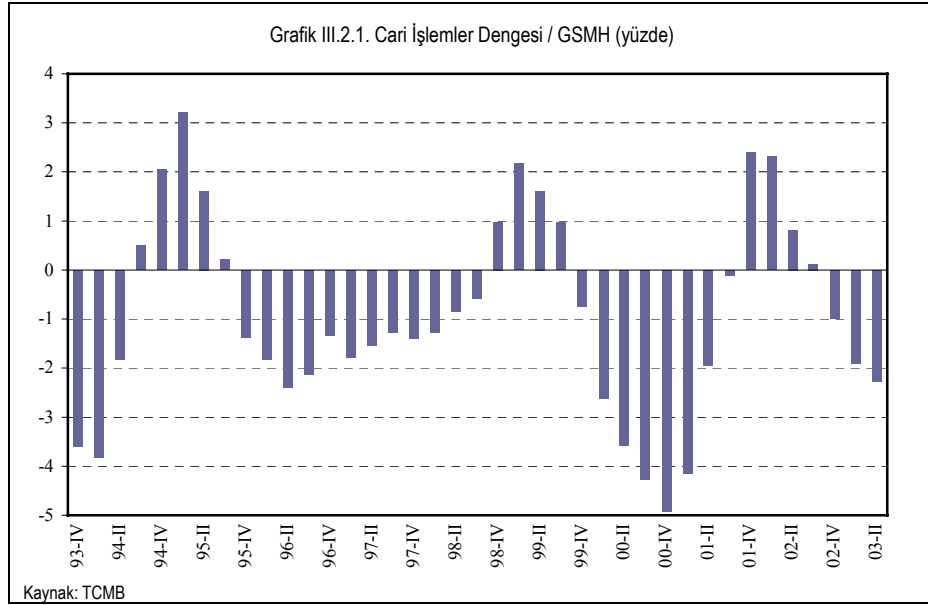
Toplam nihai yurtiçi talebin belirleyicilerinden yatırım harcamaları incelendiğinde ise, 2003 yılının ilk yarısında toplam sabit sermaye yatırım harcamalarının özel sektör kaynaklı olarak artış gösterdiği görülmektedir. Bu dönemde, sanayi üretiminin ihracat pazarlarına yönelik olarak artması ve kapasite kullanım oranlarının yüksek seviyelere ulaşması, mali piyasalardaki istikrar ortamında üretim kapasitelerini genişletmek isteyen özel firmaların makine-teçhizat yatırımlarını gerçekleştirmelerini mümkün kılmıştır. Kamu sektörü yatırım harcamaları ise daha önceden de bahsedildiği gibi uygulanmakta olan sıkı maliye politikası çerçevesinde düşük bir seviyede kalmıştır.

Yukarıda belirtilenlere ek olarak, TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergelerinden yararlanarak hazırlanan gelecek ve son üç aylık dönemler için iç talep eğilimi endekslerine göre de, iç talepteki sınırlı canlanmaya karşın, yıl sonu itibarıyla enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek bir talep artışı beklenmemektedir (Grafik III.1.3).



III.2. Dış Talep

2003 yılı Ocak-Eylül döneminde cari işlemler 4 milyar ABD doları açık vermiştir (Grafik III.2.1). Söz konusu açık, temelde dış ticaret açığındaki genişleme ve yatırım giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır.



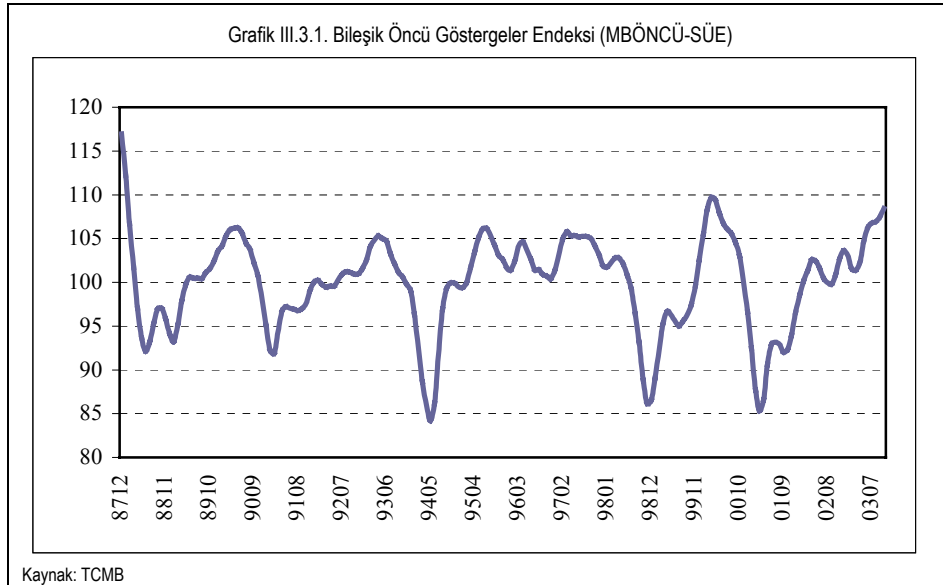
Bu dönemde ihracatta meydana gelen yüzde 30,4'lük artış, toplam ihracatın yaklaşık yüzde 94'ünü oluşturan imalat sanayi ürünlerinden kaynaklanmıştır. Sınırlı iç talep, sanayi üretimindeki artışın büyük ölçüde yurtdışına yönelmesine yol açmıştır. 2003 yılında Türk lirasının güçlenmesine rağmen, birim ücretlerin halen düşük düzeylerde seyrediyor olması ihracatı olumlu etkilemiştir. Toplam ithalatta meydana

gelen artış, ithalatın yaklaşık yüzde 90'ını oluşturan ara malı ve yatırım malı ithalatındaki artıştan kaynaklanmıştır. Sanayi üretiminde gözlenen yüksek oranlı artışlar ara malı ithalatını, makroekonomik istikrara paralel olarak oluşan güven ortamı ve olumlu beklentiler ise yatırım malı ithalatını hızlandırmıştır. Ayrıca, reel kurlardaki yükselme eğilimi bu dönemde ithalat artışını desteklemiştir.

Türkiye İhracatçılar Meclisi verileri, ihracatta sanayi ürünleri ihracatı kaynaklı artışın Eylül ayından sonra da devam ettiğini göstermektedir. Diğer taraftan, ithalde alınan KDV'deki artış eğilimi ise ithalattaki yükselişin devam ettiğine işaret etmektedir. Dış ticaret verilerinde mevcut eğilimin sürmesi durumunda, cari işlemler dengesinin yıl sonunda GSMH'nin yüzde 3,2'si oranında açık vereceği tahmin edilmektedir. Ancak söz konusu açığın, Hazine'nin ve bankaların borçlanma olanaklarının artması ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin oldukça yüksek bir seviyede olması nedenleriyle, döviz kuru, dolayısıyla maliyetler yoluyla enflasyon üzerinde baskı yaratacak bir potansiyele sahip olmadığı düşünülmektedir.

III.3. Arz Gelişmeleri

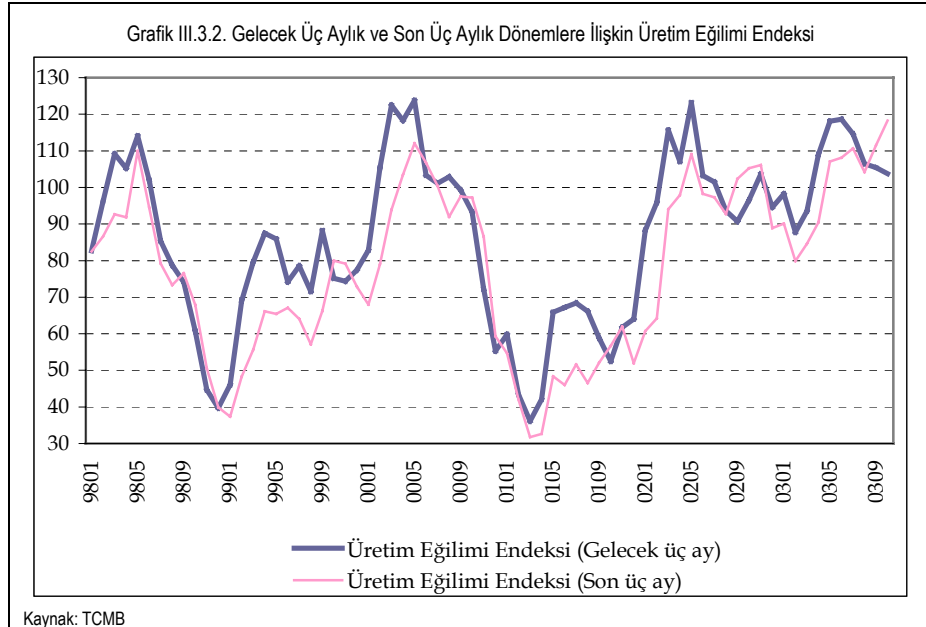
DİE Aylık Sanayi Üretim Endeksi sonuçları toplam sanayi üretiminin 2003 yılının Ocak-Eylül döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8,4 oranında arttığını göstermektedir. İmalat sanayii üretimi ise aynı dönemde yüzde 9,1 oranında artarak sanayi üretiminin büyümesine yüksek bir oranda katkı sağlamıştır.



2003 yılının Nisan ayından bu yana mali piyasalarda görülen istikrar ve ekonomideki güven ortamı firmaların üretime ve fiyatlara ilişkin beklentilerini olumlu etkilemektedir. Buna paralel olarak bu dönemde

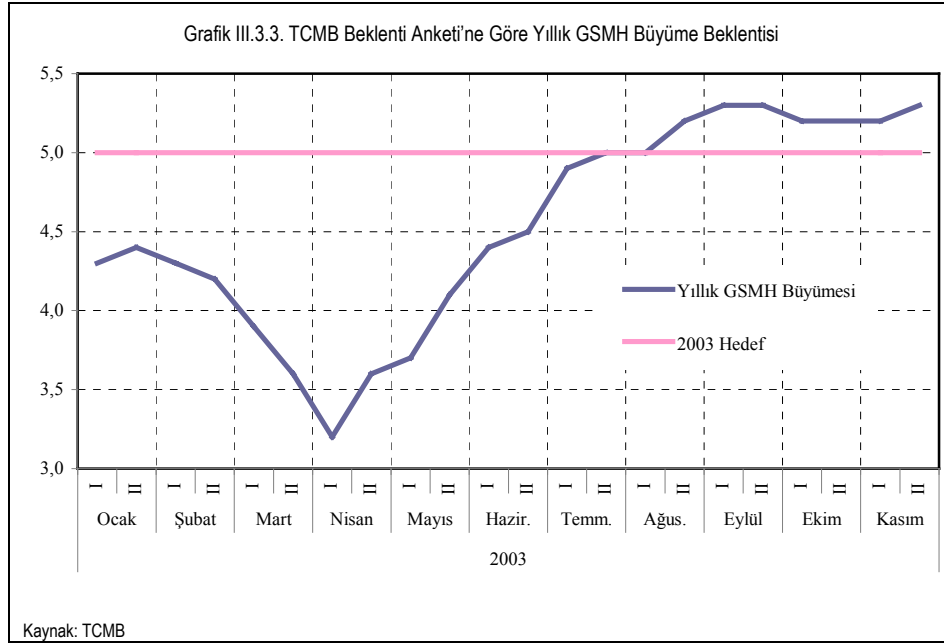
faiz oranları da gerileme göstermiştir. Ayrıca, Ekim ayı enflasyon rakamlarının yıl sonu TÜFE hedefine ulaşılacağına dair öngörülerini daha da güçlendirmesi ekonominin gidişatına ilişkin iyimser beklentilerin artmasına katkıda bulunmaktadır (Grafik III.3.1).

İmalat sanayi kapasite kullanım oranlarında 2002 yılının Mart ayından itibaren gözlenen artış eğilimi 2003 yılının Ocak-Eylül döneminde devam etmiş, Ekim ayında ise yüksek seviyesini korumuştur. DİE tarafından açıklanan verilere göre toplam imalat sanayii sektöründe kapasite kullanım oranı 2003 yılının Ekim ayında yüzde 80,8 olarak gerçekleşmiştir. Toplam imalat sanayi kapasite kullanım oranlarındaki Eylül ayına kıyasla gözlenen azalma daha çok kamu sektörü kaynaklı olmuştur. Buna karşın, özel imalat sanayii kapasite kullanım oranlarının yükselmeye devam etmesi üretim artışlarının sürmesi konusunda olumlu bir gelişmedir. Ancak, bazı sektörlerde kapasite kullanım oranlarının oldukça yüksek bir seviyeye ulaşması, hızlı üretim artışlarının önümüzdeki dönemlerde de sürmesi için kapasite artırımına ve verimliliği artırmaya yönelik yatırım harcamalarında artışı gerekli kılmaktadır. Bu doğrultuda, yatırım malları üreten makine-teçhizat sektörü ile bu sektöre en çok ara girdiyi sağlayan ana metal sektöründe gözlenen yüksek kapasite kullanım oranlarının, yatırım mallarına yönelik harcamalardaki artışa işaret ettiği düşünülmektedir.



Ayrıca, TCMB İYA göstergelerinden yararlanarak hazırlanan gelecek ve son üç aylık dönemler için üretim eğilimi endekslerine göre de, gerek son üç aylık gerekse gelecek üç aylık endekslerin yüksek seviyelerini koruması nedeniyle önümüzdeki aylarda hızlı üretim artışının devam

edeceği düşünülmektedir (Grafik III.3.2). Sonuç olarak, bu durum, imalat sanayii üretiminin 2003 yılının son üç aylık döneminde de hızlı bir biçimde büyüyeceği ve yıl sonu büyüme hedefine ulaşılabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan GSMH artışı beklentisi, Kasım ayının ikinci anket döneminde bir önceki döneme göre artış göstererek yüzde 5,3 olmuştur (Grafik III.3.3).



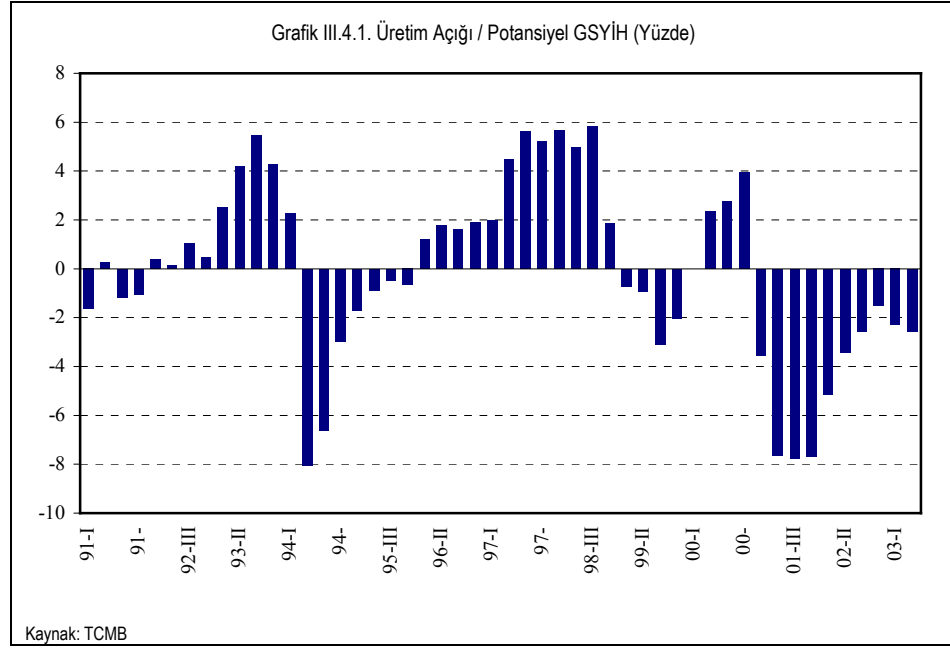
III.4. Öngörülen Kapasite Baskısı

Ekonomik büyüme ile enflasyon arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki, iktisat kuramında, mevcut üretim miktarı ile ekonominin üretim potansiyeli arasındaki farkın enflasyonist etkisi olarak yer almaktadır. Bir ekonomide mevcut bulunan emek, sermaye ve teknoloji ile ulaşılması mümkün olan en yüksek üretim seviyesi olarak tanımlanan “potansiyel çıktı” ile mevcut üretim düzeyi arasındaki fark “çıktı açığı” olarak adlandırılmaktadır. Çıktı açığı, ekonomideki kapasite fazlasını veya kapasite açığını ifade ettiği için, enflasyon üzerindeki talep yönlü baskıların önemli bir göstergesidir. Çeşitli yöntemlerle hesaplanabilen çıktı açığı, özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları tarafından fiyatların gelecek dönemdeki seyrini öngörebilmek amacıyla takip edilen göstergelerden biridir.

Çıktı açığının hesaplanmasında yukarıda bahsedilen yöntemlerden bir tanesi Kalman filtrelemesi tekniğine dayanır. Bu yöntemle, TCMB tarafından hesaplanan çıktı açığına ilişkin ölçümler, Türkiye ekonomisinin cari dönemde potansiyel üretim düzeyinin altında olduğunu göstermektedir (Grafik III.4.1). Dolayısıyla, 2003 yılında yaşanan canlanmanın talep yönlü bir baskı oluşturmadığı, bu nedenle fiyatları

TCMB tarafından hesaplanan çıktı açığına ilişkin ölçümler, Türkiye ekonomisinin cari dönemde potansiyel üretim düzeyinin altında olduğunu göstermektedir.

olumsuz etkilemeyeceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, 2003 yılı için belirlenen GSMH büyüme öngörüsünün ve tüketici fiyatları enflasyonu hedefinin uyumlu ve ulaşılabilir olduğu düşünülmektedir.



III.5. Maliyet Baskısı

2003 yılının ilk yarısında çalışılan saat başına reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 3,2 oranında azalmış, buna karşılık çalışılan saat başına verimlilik aynı dönemde yüzde 4,4 oranında artış göstermiştir (Tablo III.5.1).

Tablo III.5.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2002					2003		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	Altı Aylık
İstihdam⁽¹⁾	-6,9	0,1	3,4	6,0	0,6	5,0	1,6	3,2
Kamu	-11,4	-12,0	-8,0	-5,1	-9,1	-4,1	-6,5	-5,3
Özel	-6,1	2,3	5,5	7,8	2,3	6,2	2,7	4,4
Ücret⁽²⁾	-15,9	-4,2	-2,7	-0,5	-5,4	-1,0	-5,4	-3,2
Kamu	-12,6	5,9	4,1	6,9	1,4	-2,5	-8,9	-5,7
Özel	-15,1	-3,2	-1,1	1,1	-4,2	0,8	-2,8	-1,0
Verimlilik⁽³⁾	10,3	10,4	7,0	6,6	8,6	4,6	4,1	4,4
Kamu	15,7	22,4	20,7	8,0	16,4	4,7	8,2	6,4
Özel	9,6	9,0	5,0	7,9	7,8	5,5	4,1	4,8
Kazanç⁽⁴⁾	-17,4	-4,5	-6,5	-2,2	-8,0	-5,5	-10,7	-8,1
Kamu	-14,7	4,4	-2,3	7,0	-2,1	-3,5	-12,3	-7,9
Özel	-16,4	-3,6	-4,3	-1,6	-6,8	-4,5	-8,7	-6,6

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

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

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

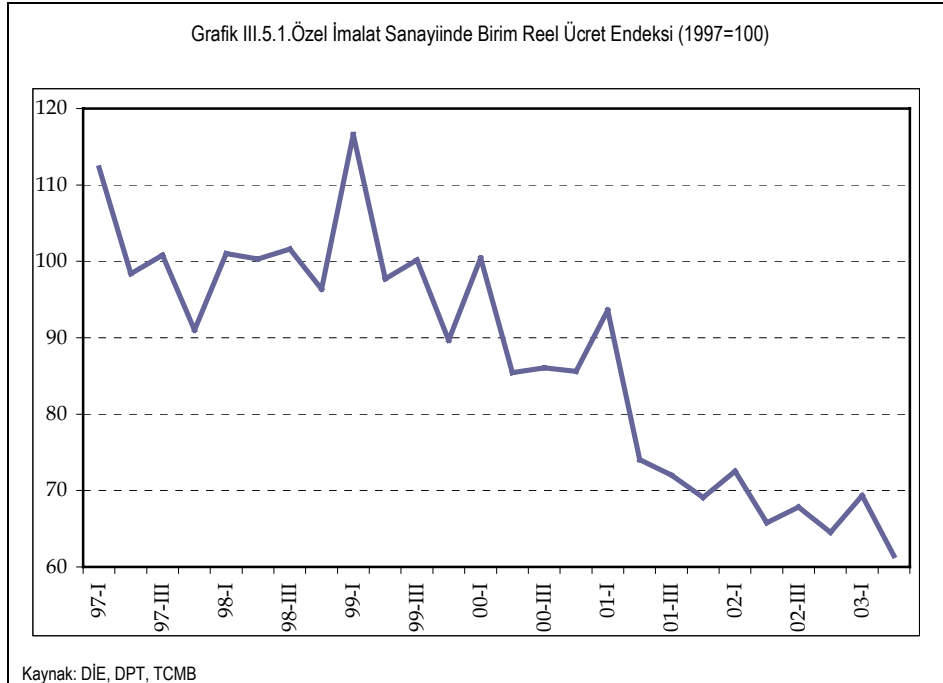
(4) DİE Dönemler İtibariyle Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100

2002 yılının ardından 2003 yılında da üretimde gözlenen verimlilik artışlarının reel ücretlere yansımaması, özel firmaların birim maliyetlerinin düşüşünü hızlandırmaktadır (Grafik III.5.1). Arz yönlü ekonomik gelişmeler çerçevesinde incelendiğinde, maliyet rekabeti göstergesi olarak da kullanılan birim ücretlerdeki olumlu seyir, özel firmaların üretim maliyetlerinin azalmasını sağlayarak fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmaktadır.

Birim ücretlerdeki düşüş özel firmaların üretim maliyetlerinin azalmasını sağlayarak fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmaktadır.

2003 yılına ilişkin olarak kamu kesiminde çalışan memur maaş ve işçi ücret artışları enflasyon hedefiyle uyumlu olarak belirlenmiştir. Kamu işçilerine 2003 yılı birinci yarısı için 55 milyon TL tutarında seyyanen¹, yılın ikinci yarısında ise yüzde 9 oranında zam yapılmıştır. Memur maaşları ise 2003 yılının birinci yarısında yüzde 5, ikinci yarısında ise yüzde 7,8² oranında artırılmıştır. Özel sektör ücret artışlarında da kamu kesimi gelirler politikasının temel alınması nedeniyle, 2003 yılı ücret artışlarının maliyet yönlü bir baskı yaratması beklenmemektedir.

Bunun yanı sıra, Irak Savaşı sonrasında gerek ham petrol fiyatlarının gerilemesi gerekse Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında değer kazanması, üretim maliyetlerini düşürerek fiyat artışlarını sınırlamış ve enflasyondaki düşüş sürecinde önemli rol oynamıştır.



¹ Toplu iş sözleşmelerinin on üçüncü ayının sonunda ödenmesi kararlaştırılmıştır.

² 2003 yılının ikinci yarısı için verilmesi kararlaştırılan memur maaş zammı seyyanen olup ortalama artış yüzde 7,8'e tekabül etmektedir.

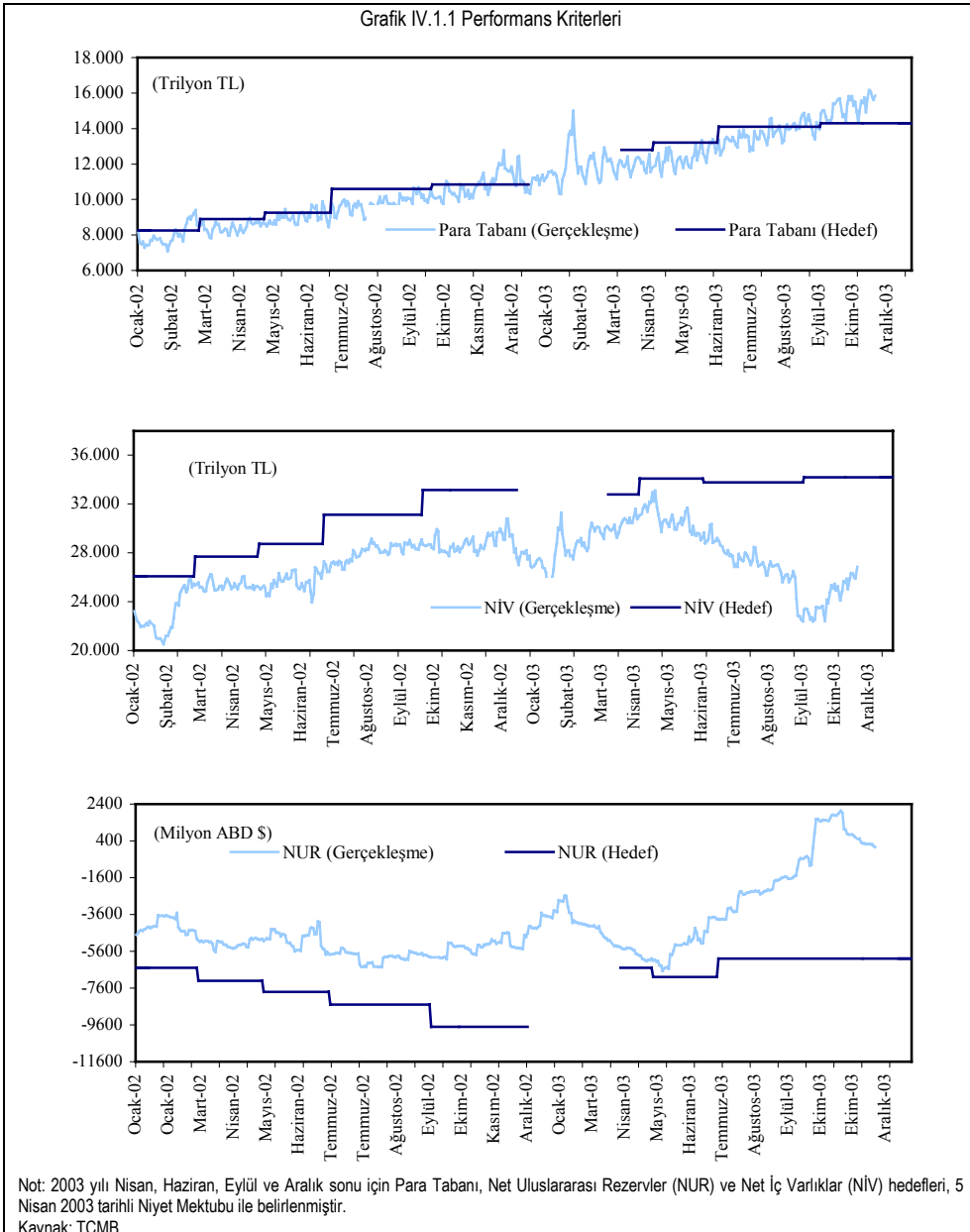
(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

IV. Mali Piyasalardaki Gelişmeler

IV.1. TCMB Para ve Kur Politikası Gelişmeleri

2002 yılında uygulanmaya başlanan “örtük enflasyon hedeflemesi” politikasına 2003 yılında da devam edilmektedir. Bu politika uyarınca, TCMB dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmakta, diğer yandan, IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmektedir. 2003 yılı Nisan, Haziran ve Eylül ayları ilişkin tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır (Grafik IV.1.1). Bununla beraber, Ekim ve Kasım aylarında yaşanan gelişmeler yıl sonu para tabanı üst sınırının aşılabileceğini gündeme getirmiştir (Kutu IV.1).

2003 yılı Nisan, Haziran ve Eylül ayları sonuna ilişkin tüm performans kriterleri tutturulmuş ve gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmıştır.



KUTU IV.1. 2003 YILI EKİM-KASIM DÖNEMİ PARA TABANI GELİŞMELERİ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası para politikası öncelikli olarak enflasyonun gelecekte alacağı seyir hedefle uyumuna bağlı olarak şekillenmektedir. Bu çerçevede, kısa vadeli faizler temel araç olarak kullanılmaktadır. Diğer yandan, uygulanmakta olan program çerçevesinde bazı parasal büyüklükler de performans kriteri olarak izlenmektedir. Ancak, iktisat literatüründe özellikle son on yıl içinde sıkça işlendiği gibi, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki korelasyon uzun vadede yaklaşık bire yakınken, kısa vadede bu ilişki zaman zaman kopabilmektedir. Özellikle yeni finansal araçların gündeme geldiği ve/veya enflasyon ve faizlerde hızlı düşüş yaşandığı dönemlerde bu ilişkideki kopma belirginleşmektedir. Nitekim, mevcut durumda uygulanmakta olan para politikası stratejisi çerçevesinde, 2003 yıl sonu para tabanına ilişkin 14.300 trilyon Türk lirası olan performans kriteri niteliğindeki rakam yüzde 20 enflasyon hedefi ve yüzde 5 büyüme projeksiyonu doğrultusunda belirlenmesine karşın, Ekim ve Kasım aylarında yaşanan gelişmeler yıl sonu para tabanı üst sınırının aşılma olasılığını gündeme getirmiştir.

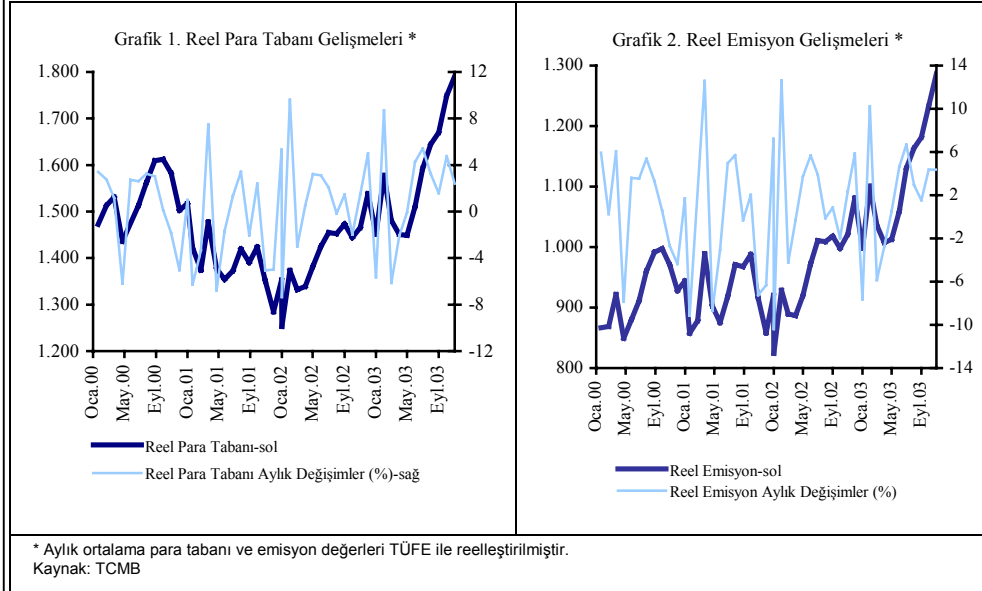
2003 yılı Ocak-Kasım dönemi para tabanı alt kalemlerinin para tabanına katkıları değerlendirildiğinde, para tabanının düzeyine yönelik olarak belirleyici hareketin, emisyon gelişmelerinden kaynaklandığı görülmektedir (Tablo 1). Nitekim, Ekim ve Kasım aylarında para tabanında öngörülenin üzerinde gerçekleşen artışın esas olarak emisyon artışından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Tablo 1. Para Tabanı Alt Kalemlerinin Para Tabanı Değişimine Katkıları (Yüzde)

	Ocak-Haziran 2003	Temmuz-Eylül 2003	Ekim-Kasım 2003
Para Tabanı	100,0	100,0	100,0
<i>Emisyon</i>	68,7	75,7	81,7
<i>TL Zorunlu Karşılıklar</i>	17,8	14,9	8,9
<i>Serbest Tevdiat</i>	13,5	9,3	9,5

Kaynak: TCMB

Ocak 2000-Kasım 2003 döneminde reel para tabanı ve reel emisyon gelişmeleri incelendiğinde, para tabanı ve emisyonunda, 2002 yılında başlayan ve 2003 yılı Mayıs ayından itibaren daha belirgin hale gelen reel artış dikkat çekmektedir.



Ocak 2000-Kasım 2003 dönemindeki aylık emisyon gelişmeleri incelendiğinde, Ekim-Kasım döneminde 2000 ve 2001 yıllarında reel emisyon artışının negatif olduğu görülmektedir. 2002 yılında reel emisyon artışı pozitif dönmüş; fakat bu eğilim 2002 yıl sonu para tabanı hedefinin tutturulması açısından bir sorun yaratmamıştır. Reel emisyon artışı 2003 yılında daha belirgin hale gelerek söz konusu dönemde yüzde 8,9 artış göstermiştir. Yıllar itibarıyla Ekim ve Kasım aylarında emisyonun son beş iş günü ortalamalarının aylık ortalamalarına oranları incelendiğinde ise, emisyonda 2000 ve 2001 yıllarında, ay ortalarında iktisadi birimlerin işlem amaçlı para taleplerindeki artıştan kaynaklanan olağan artıştan sonra geri dönüş hareketi gözlenirken; 2002 ve özellikle 2003 yılında bu hareket gerçekleşmemiştir (Tablo 2). Bu gelişmeler, 2003 yılı Ekim ve Kasım aylarında para tabanında emisyon kaynaklı olan bu artışın kalıcı olabileceğine işaret etmektedir.

Tablo 2. Emisyon (Aylık Ortalama) *

	2000			2001			2002			2003		
	Değişim %	Reel Değ. %	Son Beş İş Günü Ort./ Aylık Ort.	Değişim %	Reel Değ. %	Son Beş İş Günü Ort./ Aylık Ort.	Değişim %	Reel Değ. %	Son Beş İş Günü Ort./ Aylık Ort.	Değişim %	Reel Değ. %	Son Beş İş Günü Ort./ Aylık Ort.
Temmuz	7,7	5,4	1,00	8,2	5,7	0,98	5,4	3,9	0,98	6,3	6,7	1,02
Ağustos	5,5	3,3	1,00	2,6	-0,3	1,02	2,0	-0,1	1,00	3,1	3,0	1,00
Eylül	3,7	0,6	0,97	8,1	2,0	1,01	4,4	0,9	0,99	3,5	1,5	1,01
Ekim	0,3	-2,7	0,97	-1,6	-7,2	0,96	1,3	-2,0	1,00	5,9	4,4	1,02
Kasım	-0,8	-4,4	0,96	-2,4	-6,3	0,99	5,3	2,4	1,02	6,8	4,4	1,09
Tem. Eylül	17,9	9,5		20,0	7,5		12,3	4,7		13,4	11,5	
Ekim-Kasım	-0,5	-6,9		-3,9	-13,1		6,7	0,3		13,0	8,9	

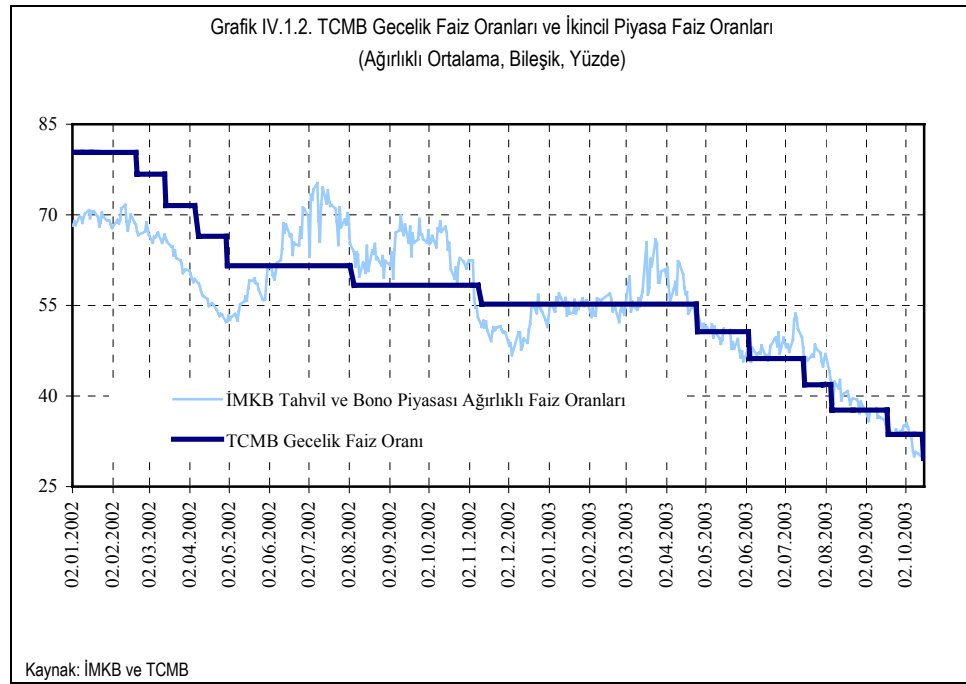
*Yüzde değişimler her ay için bir önceki aya göre yüzde değişim, her dönem için de belirtilen dönem aralığındaki yüzde değişim olarak hesaplanmıştır.
Kaynak: TCMB

Ekim-Kasım 2003 döneminde emisyonda gözlenen genişlemenin en önemli nedeninin iç talepteki artış olduğu düşünülmektedir. Son aylarda iç talepteki görece canlanma tüketici kredileri ve kredi kartlarındaki reel artış eğilimini de beraberinde getirmiş, sonuç olarak para tabanındaki genişleme hızlanmıştır.

Para talebindeki artışta enflasyonist beklentilerdeki iyileşmeyle birlikte yılın ikinci çeyreğinden itibaren istikrarlı bir şekilde düşmekte olan yıllık enflasyon oranları ile yıl sonu enflasyon hedefinin rahatlıkla tutturulacağı görüşünün ekonomik birimlerce benimsenmesi de etkili olmuştur. Ayrıca, Irak savaşının beklenenden kısa sürmesi ve belirsizliklerin nispeten ortadan kalkmasıyla birlikte risk algılamalarının azalması yoluyla faiz oranlarında gözlenen aşağı doğru hareketin ve güçlenen Türk lirasının para talebindeki artışın diğer önemli nedenleri olduğu düşünülmektedir.

Sonuç olarak, söz konusu gelişmeler doğrultusunda programda öngörülen yıl sonu para tabanı rakamlarının tutturulmasında zorluklar yaşanabileceği, ancak 2003 yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılma olasılığının son derece yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumda, birincil amacı fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olan TCMB açısından, yıl sonu para tabanının program projeksiyonlarının üzerine çıkması sorun yaratmayacaktır. Bir diğer deyişle, uygulanmakta olan para politikası stratejisine aynı şekilde devam edilerek, kısa vadeli faiz oranları sadece enflasyonun gelecekte alacağı değerler doğrultusunda belirlenecektir.

TCMB faiz oranlarına ilişkin kararlarını verirken gelecek dönem enflasyonunu belirleyen temel değişkenleri göz önünde bulundurmaktadır. Bu çerçevede, döviz kurlarında ve petrol fiyatlarında Irak savaşının arkasından yaşanan düşmeye bağlı olarak maliyet yönlü enflasyonist baskının ortadan kalkması, oluşmaya başlayan güven ortamıyla birlikte enflasyon beklentilerinin iyileşmesi, ekonomik programda öngörülen yapısal reformlarla ilgili kararların ve bütçe disiplinine ilişkin önlemlerin alınmaya başlanmış olması, TCMB'nin Nisan ayından itibaren altı kez faiz indiriminde bulunmasının arkasında yatan temel faktörler olarak ortaya çıkmaktadır (Grafik IV.2).



Irak savaşının bitmesiyle birlikte Nisan ayı ortalarından itibaren ikincil piyasa faiz oranlarında genel bir düşme eğilimi gözlenmektedir.

Irak savaşının bitmesiyle birlikte Nisan ayı ortalarından itibaren ikincil piyasa faiz oranlarında genel bir düşme eğilimi gözlenmektedir. ABD'den gelmesi beklenen kredi ile ilgili olumlu gelişmeler ve enflasyondaki düşüşün devam etmesi de bu eğilimi desteklemiştir. Bununla beraber, yine Irak'taki durum ile ilgili olarak yaşanan gerginliklere ve politik tartışmalara bağlı olarak faiz oranlarının yönü zaman zaman tersine dönmüştür. Ayrıca, IMF gözden geçirmeleri öncesi ve sonrasındaki günlerde, görüşmelere ilişkin yaşanan gelişmelerin de piyasanın beklentilerini etkileyen bir unsur olduğu bilinmektedir. Bu çerçevede, ikincil piyasa faiz oranları Haziran ayının ikinci yarısından 16 Temmuz 2003 tarihli faiz indirimine kadar yükselme eğilimi göstermiştir. Bu noktada, ikincil piyasadaki işlemlerin daha uzun vadeli DİBS'lere kayması ve tüm vadelerde gerçekleşen faiz oranlarının işlem hacmi ile ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanan ortalama faiz oranlarının, uzun

vadeli DİBS faizlerindeki artışa bağlı olarak yükseldiği de göz önünde bulundurulmalıdır. 16 Temmuz tarihli faiz indiriminden sonra ikincil piyasa faiz oranları düşme eğilimini devam ettirmiştir (Grafik IV.1.2).

Enflasyon hedeflemesi uygulanan ekonomilerde, merkez bankalarının belirlediği kısa vadeli faiz oranı temel para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Bu politika aracının kendinden beklenen işlevleri yerine getirebilmesi için, ilk olarak kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin diğer faiz oranlarını da değiştirmesi, ikinci olarak da, tüm bu değişikliklerin doğrudan ve dolaylı yollarla (kredi miktarı, döviz kuru, bekleyişler gibi) toplam talebi ve toplam arzı etkilemeleri gerekmektedir. Bu çerçevede sorulması gereken ilk soru, TCMB'nin faiz oranlarında yaptığı değişikliklerin piyasa faizlerinin seyri üzerindeki etkilerinin hangi unsurlara bağlı olduğudur.

Ana amacı fiyat istikrarını sağlamak olan bir merkez bankasının, enflasyon hedeflemesi uygulaması çerçevesinde faiz oranlarını, enflasyonun ileride izleyeceği yol hakkındaki öngörüsünün enflasyon hedefine ne ölçüde uygun olduğuna bağlı olarak belirlemesi gerekmektedir. Enflasyonun gelecekte alacağı değerler hedef ile uyumlu ise, bu merkez bankası kısa vadeli faiz oranını düşürecektir. Bu durumda, faiz oranındaki düşüş, "işlerin yolunda gitmekte olduğu" hakkında piyasalara kuvvetli bir sinyal olacak ve bekleyişleri olumlu yönde etkileyecektir. Ayrıca, söz konusu ekonomide geçmişte uygulanan yanlış iktisat politikalarının doğurduğu yüksek bir borç stoku varsa, bu sinyal, borçların sürdürülebilirliği hakkındaki kuşkuları da azaltacak ve reel faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesinin nedenlerinden birisinin etkisini hafifletecek, diğer bir deyişle risk primini düşürecektir.

Bu mekanizmanın aksaksız çalışması, birinci olarak, söz konusu merkez bankasının kredibilitésinin yüksek olmasına; söylemi ile eyleminin örtüşmesine, ikinci olarak ise, verdiği sinyallerin diğer yetkili birimlerce verilen farklı mesajlar içinde kaybolmamasına bağlıdır. Söz gelimi, merkez bankası dışında kalan yetkili birimlerce herhangi bir makroekonomik göstergedeki gidişattan şikayet edilerek, merkez bankasının faiz oranlarını düşürmesi gerektiğinin beyan edilmesi, bu tür bir sinyal karıştırıcı unsurdur. Zira, o merkez bankasının sadece ve sadece enflasyonun ileride alacağı değerlere bakarak alacağı yeni bir faiz kararının, geçmişteki bozuk makroekonomik uygulamaların etkileri hala hafızalarında taze olarak duran ekonomik birimlerce, yetkili kesimlerin istekleri hatta baskıları sonucu alındığı gibi algılanabilecektir. Bu durumda, "işlerin yolunda gittiği" hakkında verilmek istenen sinyalin etkisi tümünden silinecek ve para otoritesi hiç hak etmediği halde kredibilite kaybına uğrayacaktır. Sonuç; uygulanan makro politikalara

olan güvenin sarsılması, risk priminin ve faizler genel düzeyinin yükselmesi olacaktır.

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına başladığı 2002 yılının başından itibaren gecelik faiz oranları ile ikincil piyasa faiz oranlarının hareketleri incelendiğinde şu çıkarımları yapmak mümkündür: Her iki faiz oranının ana eğilimi ortaktır. Ancak, iki faiz oranı arasında, aslında olması gereken aynı yönde kuvvetli ilişki henüz tam olarak tesis edilememiştir. Genellikle ikincil piyasa faiz oranları TCMB'nin gecelik faiz oranının oldukça üzerine çıkabilmektedir. Bu yukarı yönlü sapmaların hemen hemen hepsini, borcun sürdürülebilirliğinin olmaz ise olmaz koşulu olan mevcut programın uygulanmasının risk altında olduğuna dair şüphelerin yaygınlaşmasına yol açan iç ve dış gelişmelere bağlamak mümkündür (Grafik IV.1.2).

KUTU IV.2. GETİRİ EĞRİLERİ

Getiri eğrisi farklı vadelerdeki borçlanma senetlerinin getirilerinin vade yapılarına göre grafik olarak gösterimidir. Diğer bir ifadeyle, getiri eğrisi farklı vadelerdeki faiz oranları arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Getiri eğrisinin düzey, eğim ve eğriliğindeki değişimler ekonomide gerçekleşen şokun faizler üzerindeki etkisi ile ilgili bilgi içerir. Gerçekleşen şok, farklı vadedeki faiz oranlarını aynı miktarda etkilediği takdirde, getiri eğrisinde paralel bir kayma olacak, farklı miktarlarda etkilediği takdirde ise getiri eğrisinin eğimi ve/veya eğriliği değişecektir.

Getiri eğrisinin şekli, özellikle bekleyişleri göstermesi açısından, politika yapıcılar tarafından kullanılabilir önemli bilgiler içermektedir. Literatürde getiri eğrilerinin şeklini açıklamaya yönelik olarak geliştirilen teorilerden biri olan Likidite Primi Teorisi, Türkiye’de getiri eğrilerinin şeklini açıklamakta büyük ölçüde yönlendirici olmaktadır. Likidite Primi Teorisi getiri eğrisinin eğimindeki değişimleri gelecek dönemdeki kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentilerdeki değişim ve vade primindeki hareketlerle açıklamaktadır. Likidite primi teorisinde vade priminin pozitif olduğu kabul edilmektedir. Bunun nedeni yatırımcıların daha likit olduğu için kısa vadeli yatırımı uzun vadeli yatırıma tercih ettikleri düşüncesidir. Likidite Primi Teorisinde vade primi, yatırımcıların likidite tercihine ek olarak faizlerin gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizlikten kaynaklanan riski (faiz riski) de içermektedir. Geleceğe ilişkin belirsizliklerin arttığı dönemlerde artan faiz riskine bağlı olarak vade primi artacak, belirsizliklerin azaldığı dönemlerde ise düşecektir.

Farklı vadelerdeki faiz oranları arasındaki ilişki matematiksel olarak aşağıdaki denklemle ifade edilmektedir.

$$R_t^n = \left[\frac{1}{n} \right] E_t [r_t + r_{t+1} + r_{t+2} + \dots + r_{t+n-1}] + \Phi_t^n$$

Yukarıdaki ifadede,

R_t^n = t dönemindeki n dönem vadeli yatırım aracının faiz oranını;

r_{t+i} = (t+i) dönemindeki bir dönemlik faiz oranını; i = 1, 2, ..., n-1

E_t = Değişkenlerin gelecekte alabileceği değerlere ilişkin (t) dönemindeki bilgi setiyle oluşturulan beklentileri;

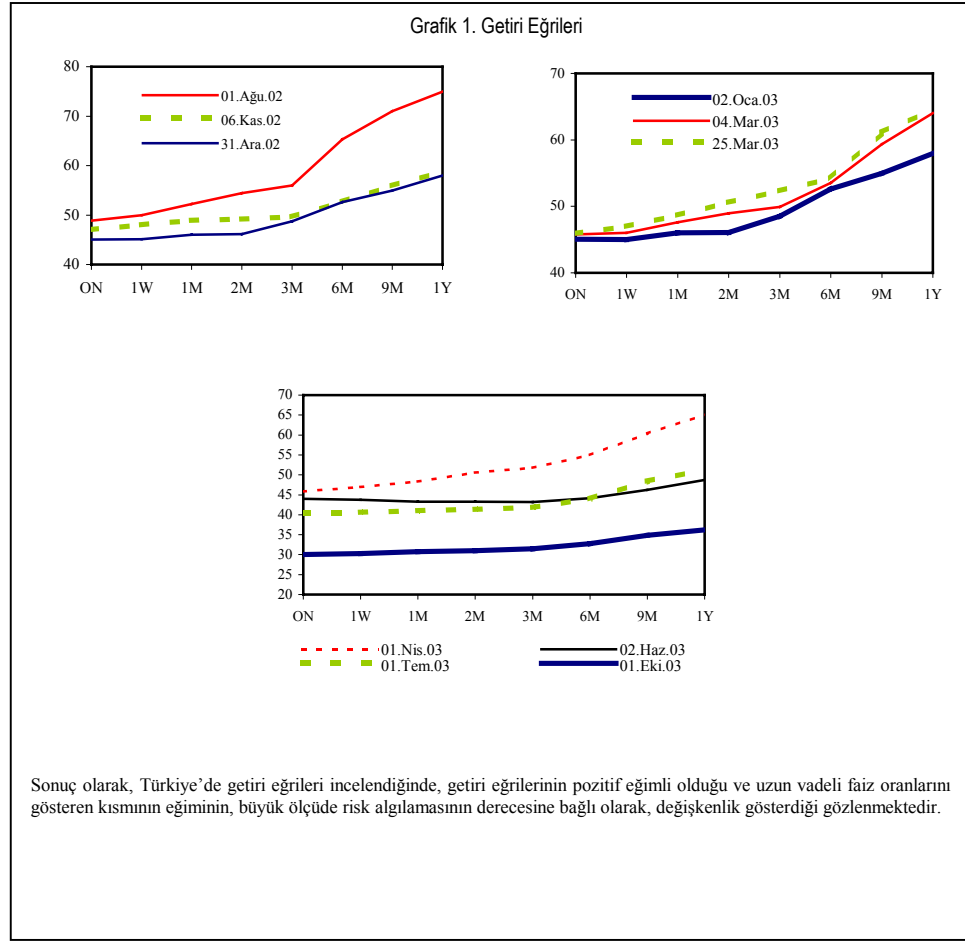
Φ_t^n = (t) döneminde n dönem vadeli yatırım aracının vade primini ifade etmektedir.

2002 Ağustos – 2003 Ekim⁽¹⁾ dönemini kapsayacak şekilde getiri eğrileri analizi yapıldığında, Türkiye’de getiri eğrilerinin pozitif eğimli olduğu ve kısa vadeli faiz oranlarını gösteren kısmının eğiminin, uzun vadeli faiz oranlarını gösteren kısmının eğiminden farklı olduğu gözlenmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarını gösteren kısmı daha yatayken uzun vadede eğim belirsizliklerin ve risk algılamalarının derecesine bağlı olarak dikleşmektedir. Bir başka deyişle, vade arttıkça faiz oranı da artmaktadır. Türkiye’de getiri eğrilerinin eğiminin değiştiği vadenin ise (kıvrılma noktası) genelde üç ay olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum Türkiye’de risk priminin üç ay ve sonrası için oldukça yüksek olduğunu göstermektedir. Piyasa aktörleri, üç ay sonrası netlikle göremediklerinden dolayı, üç aydan uzun vadeli borçlanma araçlarına yatırım yaptıkları takdirde, faizlerde oluşması muhtemel dalgalanmalara karşı daha kırılgan hale gelmektedirler. Bu durumda tasarruf sahipleri ellerindeki atıl fonları daha likit ve kısa vadeli varlıklara yatırmayı tercih etmektedirler. Bu nedenle, enflasyon beklentilerinin değişmediği bir ortamda, belirsizliklerin ve risk algılamalarının mevcut olduğu dönemlerde, kısa vadeli yatırım araçlarının getirileri, uzun vadeli yatırım araçlarının getirilerine oranla düşmektedir. Getiri eğrilerinin uzun vadeli faiz oranlarını gösteren kısmı incelendiğinde, Türkiye’de uzun dönem faiz oranlarının seyrinde zaman içinde özellikle iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların seyrine göre değişkenlik gösteren vade priminin etkili olduğu göze çarpmaktadır. Türkiye’de getiri eğrilerinin konumu ise büyük ölçüde ekonomide yaşanan şoklar tarafından belirlenmektedir.⁽²⁾

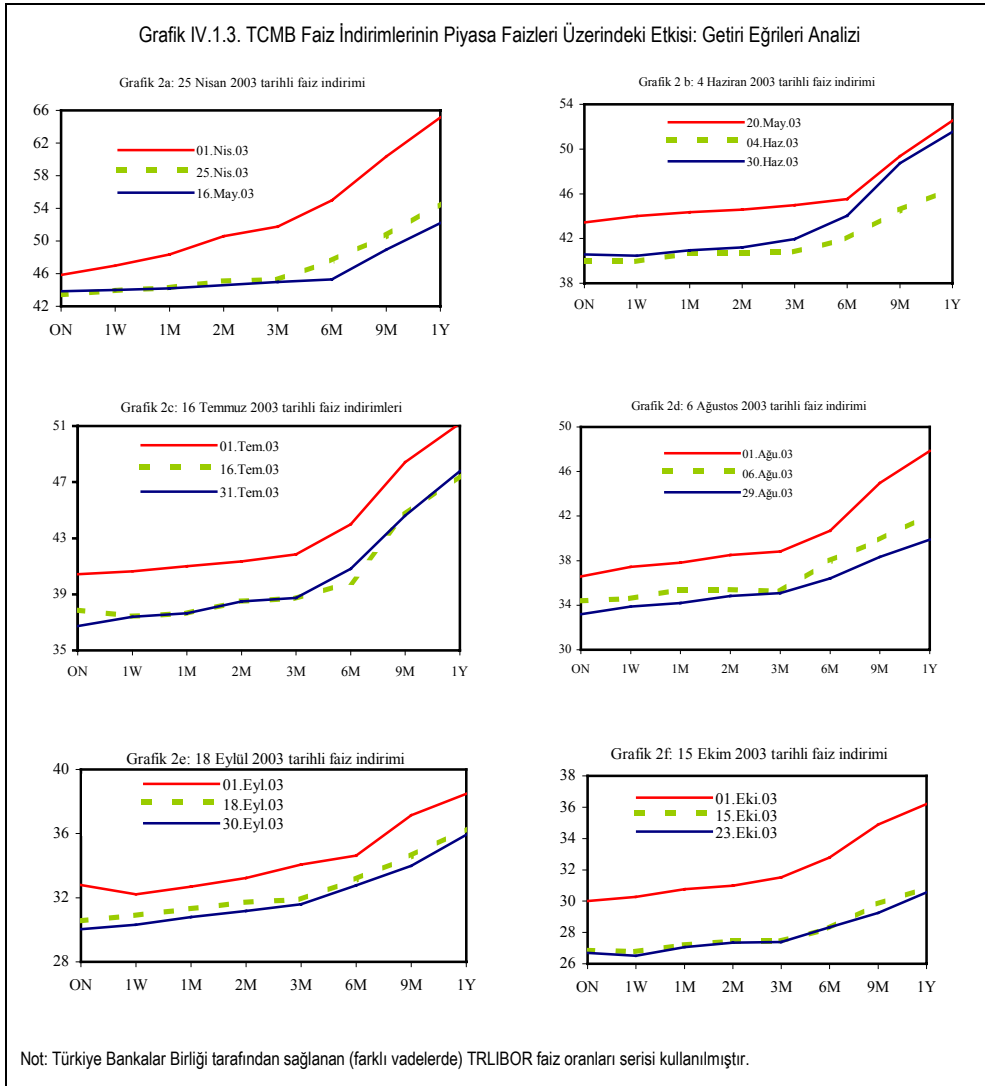
3 Kasım 2002 tarihinde yapılan seçimler sonrasında sağlanan siyasi istikrar faiz oranlarının her vadede aşağı yönde hareket etmesini sağlamıştır. Bununla birlikte, 2003 yılı mart ayında ABD’nin Irak’a yönelik olarak başlattığı askeri müdahalenin ülkemizde yarattığı belirsizlik ortamı tüm faiz oranlarının artmasına neden olmuş ve getiri eğrilerinin her vadede yukarı kaymasıyla sonuçlanmıştır.

(1) Belirtilen dönem aralığında bazı tarihler belirlenmiş ve bu tarihlere ilişkin getiri eğrileri çizilmiştir. Tarihlerin belirlenmesinde 3 Kasım 2002 tarihinde yapılan seçimlerin öncesinde yaşanan gelişmeler (1 Ağustos 2002) ve sonrası günlerde sağlanan siyasi istikrarın yansması (6 Kasım 2002), 2002 yılı sonunda bütçenin tamamlanması ve IMF 4. gözden geçirmenin gecikmesi nedeniyle ortaya çıkan siyasi/ekonomik belirsizlik (31 Aralık 2002- 4 Mart 2003), 2003 yılının Mart ayında ABD’nin Irak’a yönelik olarak başlattığı askeri müdahalenin ülkemiz üzerinde yarattığı siyasi/ekonomik belirsizlik (25 Mart 2003) durumları dikkate alınmıştır.

(2) Merkez Bankası’nın faiz politikası da getiri eğrilerinin konumu üzerinde belirleyici olabilmektedir (Bu argüman rapor içinde geniş bir şekilde Grafik IV.1.3 yardımıyla açıklanmıştır).



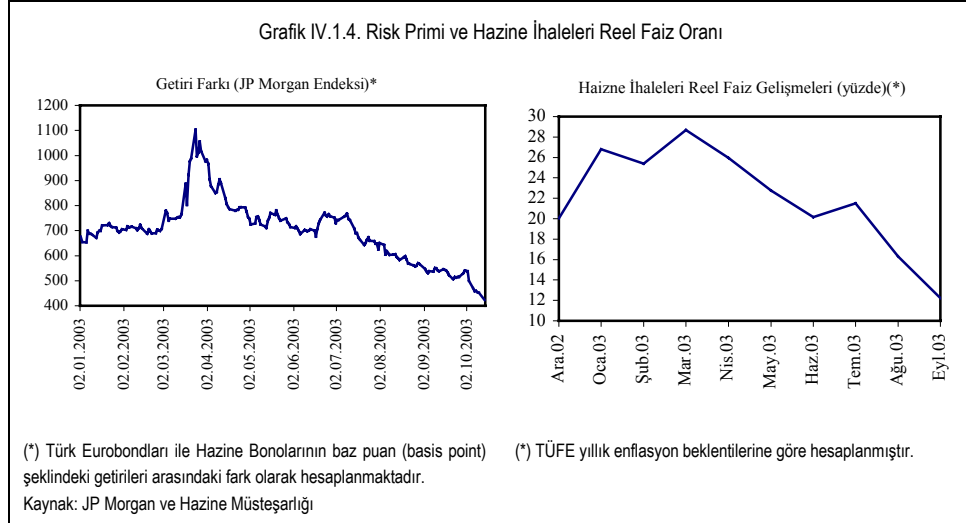
Merkez Bankası bütün faiz indirimlerinde en azından kısa dönemde herhangi bir belirsizlik ya da istikrarsızlık olmayacağı öngörüsünün kısmen netleşmesinden sonra hareket etmiş, bu çerçevede, faiz indirimlerinin yapıldığı günlerde faiz oranlarının düştüğü, takip eden günlerde ise faizlerin düştüğü seviyeleri koruduğu gözlenmiştir. Ancak, 4 Haziran tarihli faiz indiriminden sonra IMF programının sürdürülmesine ve döviz kurlarının seviyesine ilişkin söylemlerin yarattığı “gürültü etkisi” nedeniyle söz konusu mekanizmanın işlemediği ve dolayısıyla piyasa faizlerinin Merkez Bankası faizlerine eşlik etmediği dikkat çekmektedir. Nitekim, 10 Haziran tarihi itibarıyla 1 yıllık, 9 aylık ve 6 aylık faizler faiz indirimi öncesi seviyelerine yükselirken, 3 ay ve daha kısa vadeli faizler yükselmiş, ancak faiz indirimi öncesinden daha düşük seviyelerde kalmıştır (Grafik IV.1.3).



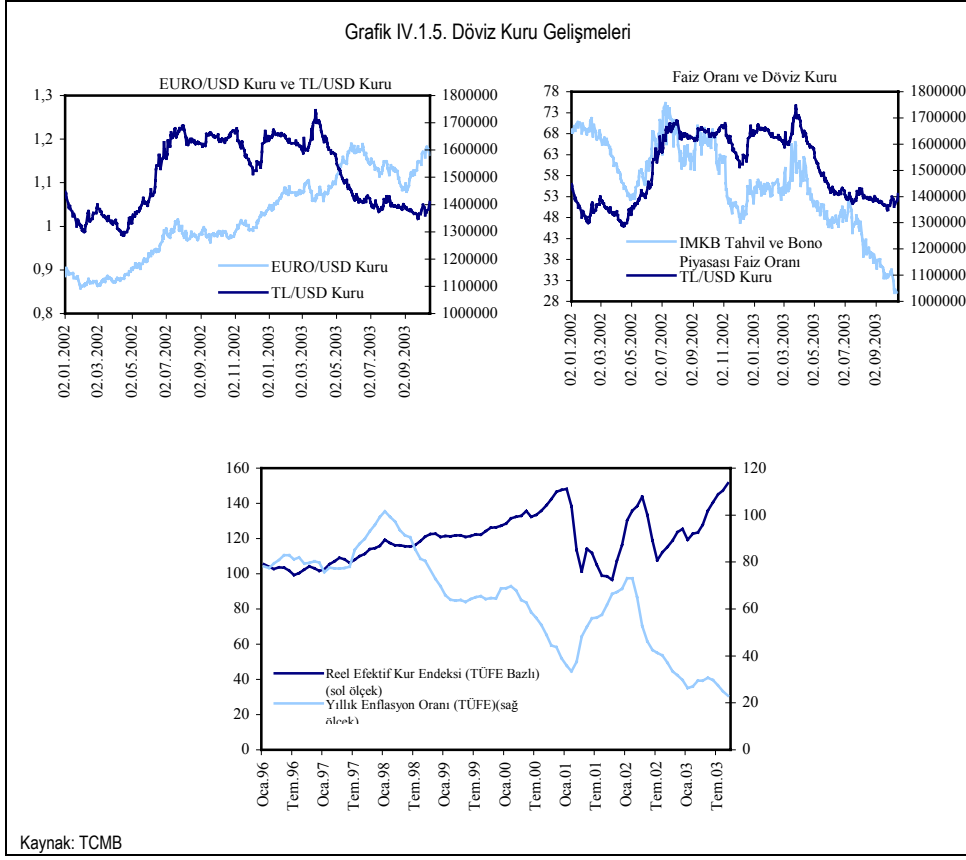
Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz indirimleri sonuçları açısından incelendiğinde, indirimin gerçekleştiği dönemdeki risk algılamasının düzeyinin önemli olduğu göze çarpmaktadır. Risk algılamasının düşük olduğu durumlarda, her vadedeki faiz oranlarının düzeyinde azalma gerçekleşirken, risk algılamasının yüksek olduğu durumda kısa dönemli faiz oranları sınırlı miktarda düşerken uzun vadeli faiz oranlarının azalmadığı gözlenmektedir.

Hazine ihalelerinde gerçekleşen ağırlıklı ortalama bileşik faiz oranları da, ikincil piyasa faiz oranlarına paralel olarak Nisan ayından itibaren daha düşük düzeylerde gerçekleşmiştir. Buna bağlı olarak, reel faizler düşmeye başlasa da hala yüksek seviyelerdedir. Genellikle ülke için risk primini ölçmede başvurulan ve uluslararası piyasalarda ihraç edilen uzun vadeli devlet tahvilleri ile aynı vadeli referans tahvillerinin faiz oranı arasındaki fark şeklinde hesaplanan faiz marjı da (spread), Nisan ayında

girdiği düşüş eğilimini Haziran sonu ve Temmuz başı arasındaki dönemde görülen yükselme dışında devam ettirmiştir (Grafik IV.1.4).



Faiz oranlarının seyirini belirlemede etkili olan risk algılamaları kuşkusuz döviz kurlarına da yansımaktadır. 2003 yılının ilk yarısında Irak savaşına ilişkin belirsizlikler döviz kurlarının dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Savaşın bitmesi ve belirsizliklerin azalması ile birlikte başlayan ters para ikamesi ve oluşan döviz arz fazlası, ABD dolarının euro karşısında önemli oranda değer kaybetmesinin de etkisiyle, Türk lirasının hızlı bir değer kazanma sürecine girmesine neden olmuştur. Haziran ayından itibaren ise döviz kurlarındaki düşüş hızı yavaşlamış ve döviz kurları daha istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu dönemde, programda açıklanan kur politikası ile tutarlı olarak, TCMB Mayıs ayından itibaren aşırı oynaklığı önlemeye yönelik beş kez doğrudan döviz alım müdahalesinde bulunmuş, döviz rezervlerini artırmaya yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları gerçekleştirmeye başlamıştır. Mayıs-Ekim döneminde Merkez Bankası'nca alımı yapılan toplam döviz tutarı 9,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Eylül ayı sonundan itibaren ise, gerek döviz arz fazlasındaki azalma gerekse bazı bankaların yıl sonu nedeniyle hesaplarını düzenlemeye yönelik döviz talepleri nedeniyle döviz kurlarında bir yükselme eğilimi başlamıştır. Rusya'daki gelişmeler de bu eğilimi hızlandıran bir etki yapmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde son olarak Merkez Bankası 22 Ekim 2003 itibarıyla döviz alım ihalelerine ara vermiştir (Grafik IV.1.5).



Enflasyon dinamikleri açısından faiz oranları ve döviz kurunun önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, döviz kurlarının son dönemlerdeki seyrinin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı düşünülmektedir. Ödemeler dengesi Ağustos ayı verilerine göre, cari açığın TCMB rezervleri üzerinde bir baskı yaratmadığı gözlenmektedir. 2003 yılı ikinci yarısında ise Hazine ve bankaların uluslararası piyasalardan borçlanma imkanlarının, artan ithalatın yarattığı talep yönlü baskıyı sınırlandırması beklenmektedir. Ekim ayı başı itibarıyla BDDK tarafından yayınlanan bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonu rakamları da döviz kurları üzerine baskı oluşturacak bir yapı göstermemektedir.

TCMB Beklenti Anketi verilerine göre, Ekim ayının ikinci yarısı itibarıyla, yıl sonunda para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranına ilişkin yüzde 24,1 seviyesi ve üç aylık Hazine ihalesinde gerçekleşecek yıllık bileşik faiz oranına ilişkin yüzde 25 seviyesi söz konusu değişkenlerin cari gerçekleştirmelerinin altındadır. Öte yandan, önümüzdeki günlerde, Irak'a asker gönderilmesine ilişkin gelişmeler, yıl sonu bütçe performansı açısından IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesindeki hedeften sapma olasılığına dair kaygılar risk priminin hala belli bir seviyede kalacağını düşündürmektedir. Bununla birlikte, bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve kamu

Enflasyon dinamikleri açısından döviz kurlarının son dönemlerdeki seyrinin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı düşünülmektedir.

maliyesinde kalıcı ve etkin önlemlerin alınması ile bütçe disiplininin devam ettirilmesi, geçmiş dönemlerde uygulanan yanlış politikaların psikolojik etkisini de ortadan kaldırarak, risk priminin düşmesinde etkili olacaktır. Bu çerçevede ilerideki dönemlerde reel faizlerin düşüş eğiliminin daha uzun vadeye yayılarak devam etmesi beklenmektedir. Söz konusu gelişmeler döviz kurunun seyri üzerinde de etkili olabilmektedir. Ancak, kur-faiz ilişkisinin deterministik bir yapı göstermediği, TCMB'nin politika kararlarının anlaşılması ve doğru sinyallerin alınabilmesi açısından iyi algılanmalıdır (Kutu IV.3).

KUTU IV.3. FAİZ ORANLARI VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir dünyada, ülke parasının fiyatı olan faiz oranı ile yabancı ülke paralarının fiyatı olan döviz kuru birbirinden bağımsız davranmamaktadır. Bu bağımlılık, genellikle satın alma gücü paritesi ve faiz paritesi ile formüle edilmektedir.

Teorik olarak faiz oranları ile döviz kuru arasındaki etkileşim başlıca üç kanaldan gerçekleşmektedir.

Birinci kanal: Döviz, getirisi olan finansal bir araç olup faiz getirisi olan diğer araçlara bir alternatiftir. Faiz getirisinin daha yüksek olması, başka şeyler sabitken, yerli para cinsinden finansal varlıklara olan talebi artırır. Bu durum, yatırımcıların ellerindeki dövizleri satarak arz fazlası yaratmalarına ve yerli paranın değerlendirilmesine neden olur. Aynı sonuç, yutici faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından daha yüksek olması durumunda, yabancı yatırımcıların faiz oranları paritesi sağlanıncaya kadar ulusal para cinsinden finansal varlıklara talep göstermesi şeklinde de gözlenir.

İkinci kanal: Faiz oranlarının yükselmesi aynı anda hem hanehalklarının faiz kazancını hem de firmaların ve bankaların faiz yükünü artırır. Faaliyetlerini bankalardan sağladıkları krediler ile finanse eden firmaların üretim maliyetleri yükseldiği için karlılıkları azalacağından ilk etapta üretimi kısma yoluna giderler. Firmalara olan nakit akımlarının yavaşlaması, firmaların borç yükünü artırırken, geri ödenemeyen krediler nedeniyle bankacılık kesiminin bilançosu ve dolayısıyla finansal sistemin istikrarı bozulur. Yüksek faiz ortamında asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki çöküntü de, borç verme faaliyetlerini kısıtlamak (kredi tayinlaması) ya da riskli kredi verilmesine neden olmak (geri ödenemeyen borçlar) yoluyla bu mekanizmaya katkıda bulunur. Sonuç olarak, yüksek faiz oranları firma ve banka bilançolarını bozmak yoluyla ekonomik aktivitenin yavaşlamasına, finansal istikrarın bozulmasına ve böylece kötümser beklentileri güçlendirerek ülke parasının değer kaybetmesine (döviz kurunun yükselmesine) neden olur.

Üçüncü kanal: Paranın değerini ve çeşitli risk primlerini içeren faiz oranı aynı zamanda o ülke ekonomisine olan güvenin bir göstergesidir. Ekonomi kötü (iyi) durumda olduğunda ya da gelecekle ilgili beklentiler kötümser (iyimser) olduğunda hem döviz kurlarının hem de faiz oranlarının yükselmesi (düşmesi) beklenir. Bu etki tipik olarak maliye politikası tarafından belirlenir: Yüksek faiz oranları kamu borç servisinin faiz yükünü artırarak, enflasyon beklentilerinin yükselmesine, yerli para cinsinden varlıkların riskinin artmasına ve ülke parasının zayıflamasına (döviz kurunun yükselmesine) neden olur. Ülke parasının beklenen değeri ile risk primi arasında negatif bir korelasyonun öngörüldüğü bu mekanizma, aynı zamanda yukarıda sözünü ettiğimiz faiz oranı paritesinin ampirik sınamalarda çoğunlukla neden sağlanmadığını açıklamaktadır.

Bu üç kanalı birbirinden tamamen bağımsız düşünmek mümkün değildir. Dolayısıyla, faiz oranlarındaki değişimin döviz kurları üzerindeki etkisi, bu üç kanalı etkileşimine ve hangisinin görece olarak daha baskın olduğuna bağlıdır. Kurun öngörülebilir olduğu ekonomilerde, döviz kuru ve faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişkinin olması beklenir; beklenen döviz kuru değişimine göre elde edilebilecek maksimum faiz kazançlarını elde etme motivasyonu geçerlidir, dolayısıyla, yatırımcılar ellerindeki dövizleri satmak yoluyla arz fazlası yaratarak, yerli paranın değerlendirilmesine neden olabilir. Serbest kur rejiminde ise faiz oranları ve kurlar arasındaki ilişkide ikinci ve/veya üçüncü kanal daha baskın olarak düşünülebilir; yüksek faiz oranları gerek ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemek gerekse kamu borç yükünün sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri artırmak yoluyla ülke parasının değerini düşürebilir. Bu noktada belirtilmesi gereken bir diğer unsur da, döviz kurunun döviz likiditesindeki gelişmelere bağlı olarak ekonomik temellerden kopuk hareket edebileceği gerçeğidir.

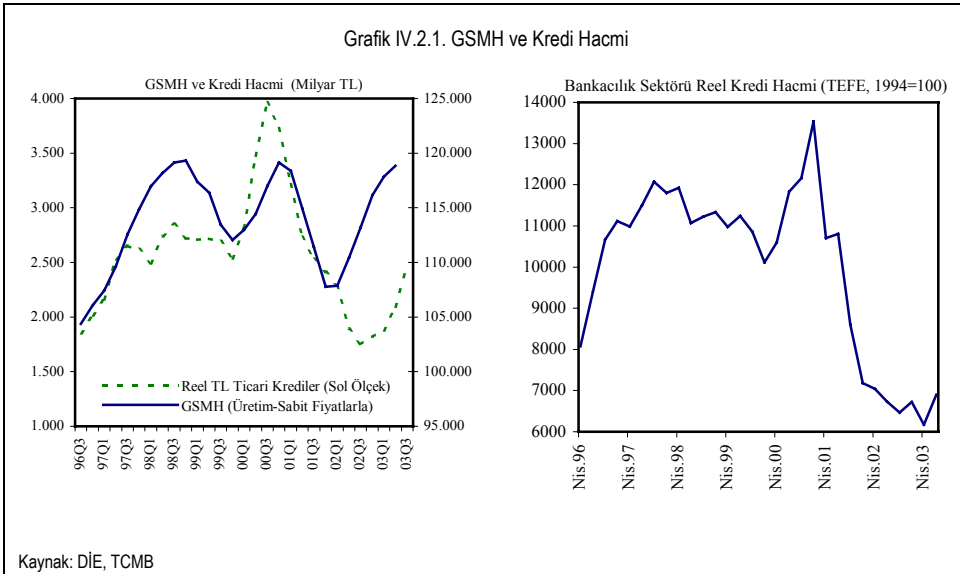
Türkiye'de de özellikle Nisan 2003 tarihinden sonra yurtdışı faiz oranları düşerken ulusal paranın değer kazanması faiz-kur ilişkisinin sorgulanmasına neden olmuştur. Yukarıda özetlenmeye çalışılan teorik çerçeve göz önünde bulundurulduğunda, faiz oranları ve döviz kurları arasında, her dönemde önceden öngörülebilir bir ilişki beklemek doğru olmayabilir. Nitekim, kurun öngörülebilir olduğu 2001 krizi öncesi dönemde, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ters yönlü ilişkiye, rağmen 2001 sonrası serbest kur rejimi döneminde bu ilişki aynı yönlü olmuştur.

IV.2. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri

Bankacılık sektörünün yapısı, yeniden yapılandırma programı çerçevesinde önemli ölçüde güçlendirilmiştir. Ancak, bu sürecin henüz tamamlanmadığı da gözden kaçırılmamalıdır. Irak'ta savaşın bittiği Mayıs ayından itibaren iktisadi birimlerin bekleme durumuna dönüşmesi ile, faiz ve döviz kurunda yaşanan düşüşler bankacılık sektörünün mali yapısının daha sağlıklı olmasına yol açmıştır.

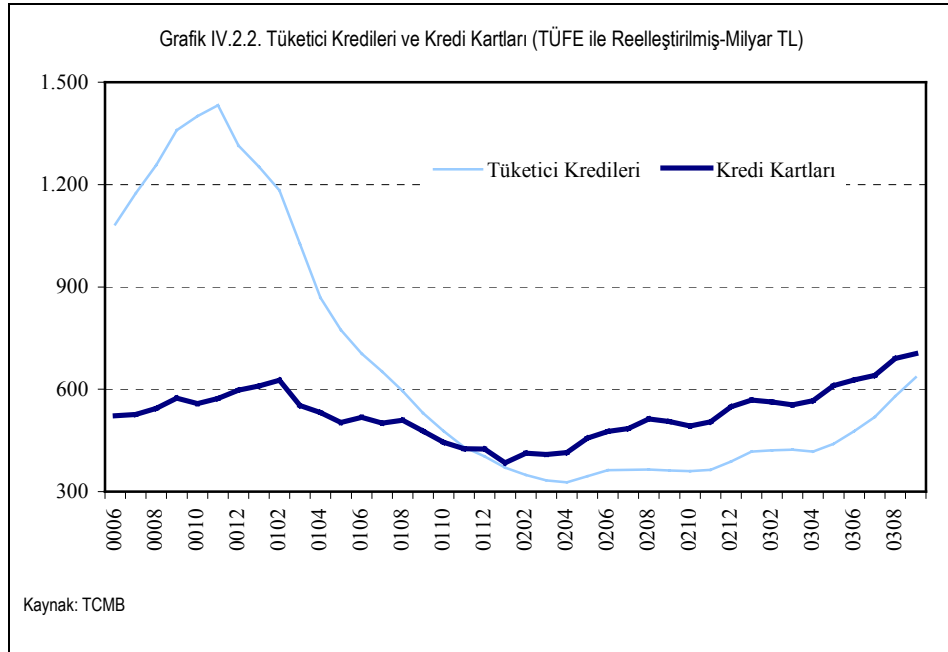
Faiz ve döviz kurunda yaşanan düşüşler bankacılık sektörünün mali yapısının daha sağlıklı olmasına yol açmıştır.

Bankacılık sektörünün reel sektöre finansmanında oynadığı rol son dönemde sınırlı ölçüde artmış olmasına karşın, hala dünya ölçeğinde küçüktür. (Grafik IV.2.1). Mali yapısı düzelmeye başlayan bankacılık sektörü, Nisan ayından itibaren tekrar reel sektöre kredi açmaya başlamıştır. Önümüzdeki dönemde ticari kredilerdeki artışın ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin olması beklenmektedir. Fakat, gerek kamu kesiminin borçlanma gereğinin yüksek olması, gerekse yüksek aracılık maliyetleri nedeniyle reel sektöre açılan kredilerin GSMH içindeki payı oldukça düşüktür.



Aracılık maliyetlerinin yüksek olması, kredilerin firmalara olan maliyetlerini artırarak ve açılmış olan kredilerin geri dönme kapasitesini azaltarak, bankacılık sektörünün reel sektöre finanse etme gücünü sınırlandırmaktadır. Bu nedenle, büyük ve mali yapısı sağlam firmalar daha düşük faiz ile yurtdışından borçlanmaya gitmektedirler. Yurtdışından borçlanma imkanı olmayan küçük ve orta boy işletmeler ise yüksek faizle yurtiçi bankalardan borçlanmak zorunda kalmaktadır. Bu nedenle, küçük ve orta boy işletmeler kredi hacmindeki daralmadan en fazla etkilenen sektörler olmaktadır.

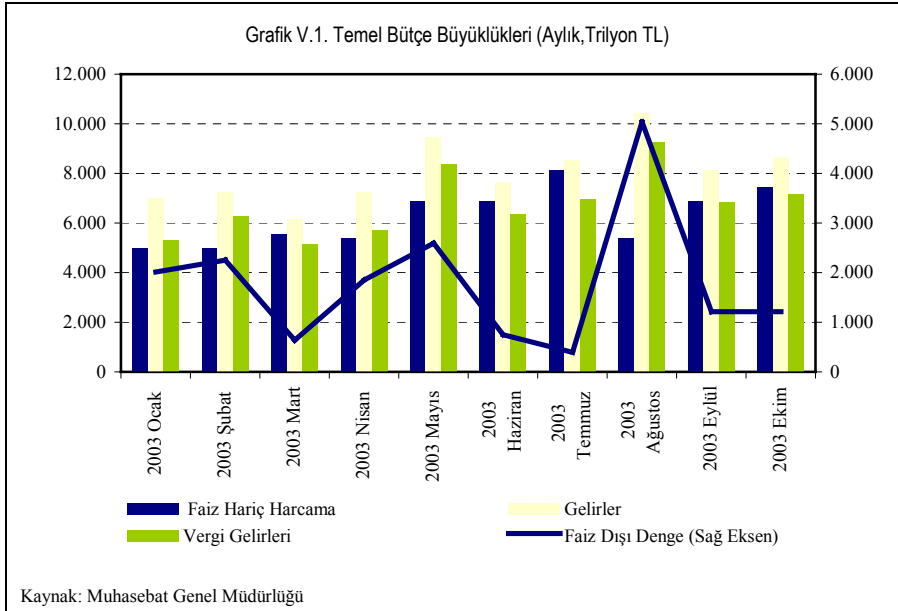
Tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımının Irak krizinden kaynaklanan belirsizliklerin azalmasından sonra artış eğilimine girmiş olmasının önümüzdeki dönemde iç talep canlanmasına katkıda bulunması düşünülebilir (Grafik IV.2.2). Ancak, üretimin henüz potansiyel üretimin üzerine çıkmaması ve özel tüketim harcamalarındaki canlanmanın yavaş olması nedeniyle iç talepten kaynaklanacak enflasyonist bir baskı beklenmemektedir. Ayrıca, tüketici kredilerinde geri dönmeme oranının oldukça düşük olması nedeniyle, kredi riskini artırıcı bir etki yapması da beklenmemektedir. Diğer taraftan, banka dışı kesimin DİBS portföyünün artması, bu kesimin harcama tercihlerini ertelemesine neden olmaktadır. Bu durum, iç talepte olası bir canlanmayı engelleyici bir unsurdur.



V. Kamu Maliyesi

Borç stokunun zaman içerisinde azaltılması, kabul edilebilir ve istikrarlı bir seviyeye ulaşabilmesi için faiz dışı bütçe fazlası önem taşımaktadır. Maliye politikası tarafından belirlenen faiz dışı bütçe fazlası, borç ödemeleri için finansman kaynağı olmakla birlikte, Hükümetin, uygulanan ekonomik programın yürütülmesi konusundaki kararlılığının da bir göstergesidir. Bu bağlamda, faiz dışı bütçe fazlasının büyüklüğü ve nasıl elde edildiği, gerek enflasyon gerekse borç stokuna ilişkin beklentilerin şekillenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Beklentilerin seyri ise reel faizler ve döviz kuru üzerinde etkili olarak özel tüketim ve yatırım harcamaları yoluyla büyümeyi etkilemektedir (Bölüm III.1).

IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde konsolide kamu kesimi faiz dışı bütçe fazlası, kamu maliyesi için performans kriteri oluşturmaktadır. 2003 yılı için konsolide bütçe faiz dışı fazlasının GSMH'ye oranı, IMF 5. gözden geçirmeye ilişkin niyet mektubunda yüzde 5 olarak hedeflenmiştir. Bu hedef 2003 yılı temel makroekonomik büyüklüklere ilişkin tahminler ve faiz dışı fazla hedefinin gerçekleşmesine yönelik ek tedbirler çerçevesinde belirlenmiştir. Dolayısıyla, bu iki unsura ilişkin gelişmeler, 2003 yılı faiz dışı bütçe performansının değerlendirilmesinde önemli rol oynamaktadır.



Bu noktada belirtilmesi gereken bir husus, faiz dışı fazla performansının gelecekte de sürdürülebilmesi açısından, kayıtdışı ekonominin kayda alınması, vergi reformu gibi, yapısal reformların hayata geçirilmesi gerekliliğidir.

Faiz dışı bütçe fazlası 2003 yılının ilk on ayında olumlu bir performans göstermiştir.

Faiz dışı bütçe fazlası 2003 yılının ilk on ayında olumlu bir performans göstermiştir (Grafik V.1). Bu gelişmenin sağlanmasında, vergi gelirlerindeki olumlu performans ve izlenen sıkı maliye politikası etkili olmuştur. İlk dokuz aylık dönemde bütçe harcamalarının seyri göz önüne alındığında, bazı alt kalemlerin yıl sonu gerçekleştirmelerinin belirlenen hedefleri aşması, bazı alt kalemlerde ise tasarruf edilmesi beklenmektedir. Bu çerçevede ödenekler arası kaydırma yoluyla ek finansman ihtiyacı yaratmayacak ek bütçe çıkartılmıştır.

Tablo V.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri

	2003 Ocak-Ekim Gerçekleşme (Katrilyon TL)	2003 Hedef (Katrilyon TL)	Gerçekleşmelerin Hedef İçindeki Payı (Yüzde)
Gelirler	80,4	100,8	79,7
Vergi Gelirleri	67,3	86,0	78,3
Dahilde Alınan KDV	12,2	16,0	76,4
ÖTV	18,3	22,4	81,7
İthalde Alınan KDV	9,3	11,7	79,8
Harcamalar	112,4	145,9	77,1
Faiz Dışı Harcamalar	62,4	80,5	77,6
<i>Personel</i>	24,8	28,0	88,4
Diğer Cari	4,9	9,3	52,8
Yatırım	4,0	8,0	49,6
<i>Vergi İadeleri</i>	6,8	6,8	99,7
<i>S.G.K'na Yapılan Ödemeler</i>	14,1	14,9	94,9
Faiz Harcamaları	50,0	65,5	76,4
Faiz Dışı Fazla	18,0	20,3	88,4

Kaynak: Muhasebat Genel Müdürlüğü

Faiz dışı fazla tutarının öngörülen hedefin altında gerçekleşme olasılığına karşı Temmuz ve Eylül aylarında ek tedbirlerin, fiyatlara yansımaları durumunda dahi, 2003 yıl sonu enflasyonuna etkisinin sınırlı olacağı düşünülmektedir.

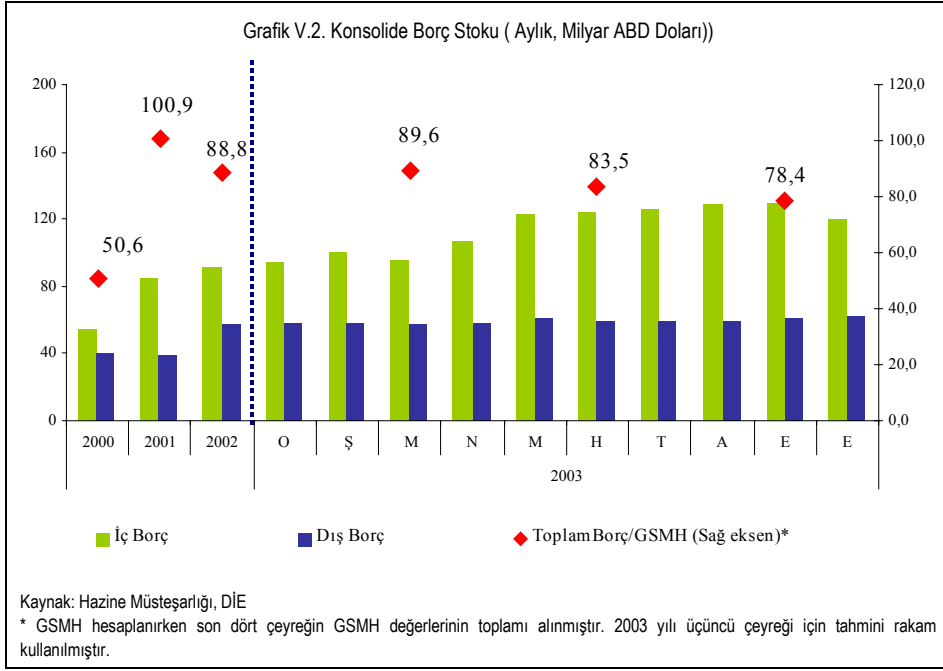
2003 yıl sonu faiz dışı fazla tutarının öngörülen hedefin altında gerçekleşme olasılığına karşı Temmuz ve Eylül aylarında ek önlemler alınmıştır. Bütçe gelirlerine ilişkin ek önlemler alkollü içecekler ile motorlu taşıtlara uygulanan ÖTV'nin arttırılmasını içermektedir. Bu önlemlerin, fiyatlara yansımaları durumunda dahi, 2003 yıl sonu enflasyonuna etkisinin sınırlı olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, 2003 yıl sonu faiz dışı bütçe fazlası hedefinin tutturulması amacıyla alınan ek önlemler neticesinde, maliye politikasının beklentileri olumsuz yönde etkilemesi önlenmiştir.

V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam borç stokundaki gelişmeler borçlanmanın sürdürülebilirliğine dair beklentişlerin şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır.

2003 yılı Ekim ayında konsolide bütçe toplam borç stoku 2002 yıl sonuna göre ABD doları bazında yüzde 22,9 artarak 182,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış borç stoku sınırlı miktarda artış gösterirken, iç borç stoku yüzde 31,8 oranında artarak 120,8 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır. İç borç stokundaki artış özellikle 2003 yılı Nisan ayında gerçekleşmiş, takip eden aylarda iç borç stoku görece

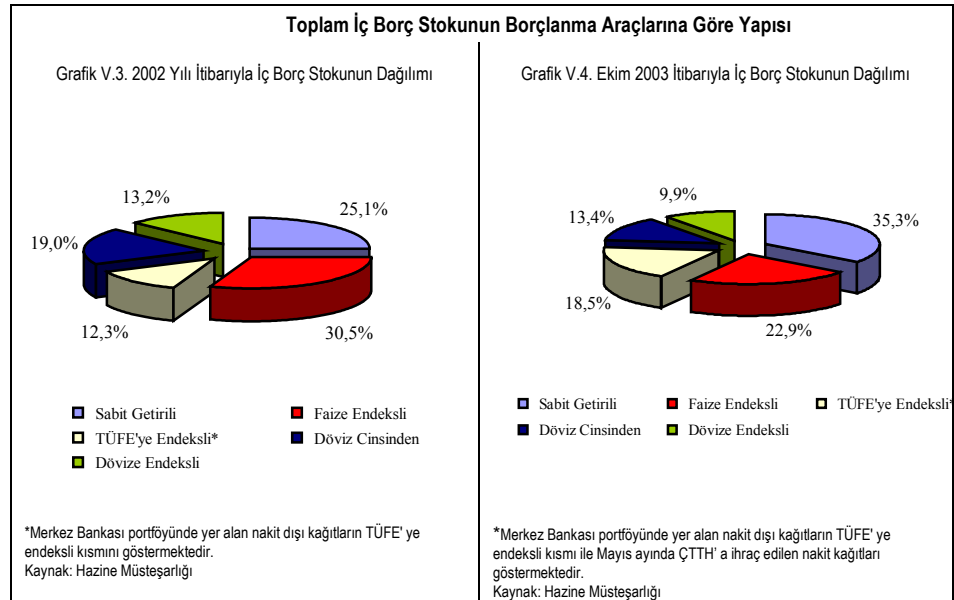
olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Nisan ayında gözlenen iç borç stokundaki artışa, Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı (ÇTTH)'nda biriken ana para ödemeleri ve belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle Hazine'nin ihtiyatlı davranarak takip eden borç servisinde kullanmak amacıyla ihtiyacının üzerinde borçlanması neden olmuştur. Ağustos ve Eylül aylarında ABD doları cinsinden iç borç stokundaki artış, Türk lirasının değer kazanmasından kaynaklanmıştır. Ancak, burada vurgulanması gereken nokta, 2003 yılında toplam borç stokunun milli gelire olan oranında gerçekleşen çarpıcı azalmadır. Bu azalışta; (i) Türk lirasının ABD doları karşısında değer kazanmasına bağlı olarak TL cinsi dış borç stokunun azalması, (ii) Milli Gelirdeki yüksek oranlı artış ve (iii) borçlanma koşullarının iyileşmesi ve buna bağlı olarak yıl içi borçlanma ihtiyacının azalması etkili olmuştur.



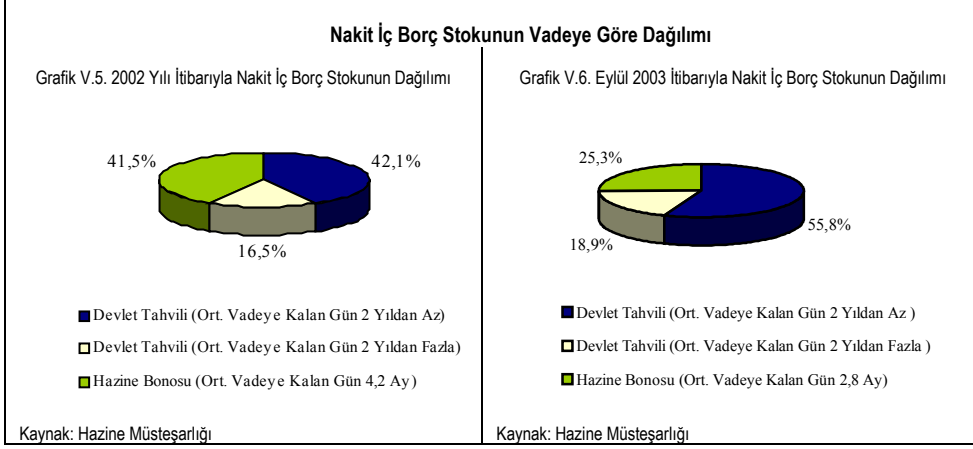
2003 yılı Ocak-Ekim döneminde, seçim sonrası oluşan siyasi istikrar ve programın sürdürülmesine dair ortaya çıkan olumlu hava Türkiye'nin yurtdışı göstergelerini de olumlu etkilemiştir. Bu gelişmeyi Türk Eurobond faiz marjından (spread) takip etmek mümkün gözükmemektedir (Grafik IV.4). Ağustos 2001'den sonra düşme eğilimine giren faiz marjı uygulanan ekonomik programın sürdürülebilirliği hakkında kuşku uyandıran iç ve dış gelişmelere bağlı olarak bazı dönemlerde artış göstermiştir. Ocak-Ekim dönemde yurtdışından borçlanma imkanı da artmıştır. 2003 yılında piyasalara 1.250 milyon Euro ve 3.850 milyon ABD doları tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir.

2003 yılı Ocak-Ekim döneminde, seçim sonrası oluşan siyasi istikrar ve programın sürdürülmesine dair ortaya çıkan olumlu hava Türkiye'nin yurtdışı göstergelerini de olumlu etkilemiştir.

İç borç stokunun beklentileri şekillendirmesinde stokun seviyesi ile birlikte borçlanma araçlarına göre dağılımı ve vade yapısı etkili olmaktadır. İç borç stokunun ihale faizi, döviz kuru ve enflasyona endeksli kısmının toplam stok içerisindeki payının yüksek ve sabit faizli kısmının vadesinin kısa olması, kısa dönemli borç servis yükünün yüksek olmasına yol açan en önemli unsurdur. Ortaya çıkan iç ve dış ekonomik belirsizlikler veya siyasi istikrarsızlıklar ihale faiz oranı ve döviz kurunun yükselmesine yol açmakta, kısa dönemde iç borç stokunun çevrilebilirliği, orta dönemde ise sürdürülebilirliği sorununu gündeme getirmektedir. Ekim ayı itibarıyla, iç borç stokunun yüzde 65'lik kısmının döviz cinsinden, dövize endeksli ve değişken faizli borçlanma araçlarından oluştuğu görülmektedir (Grafik V.4).

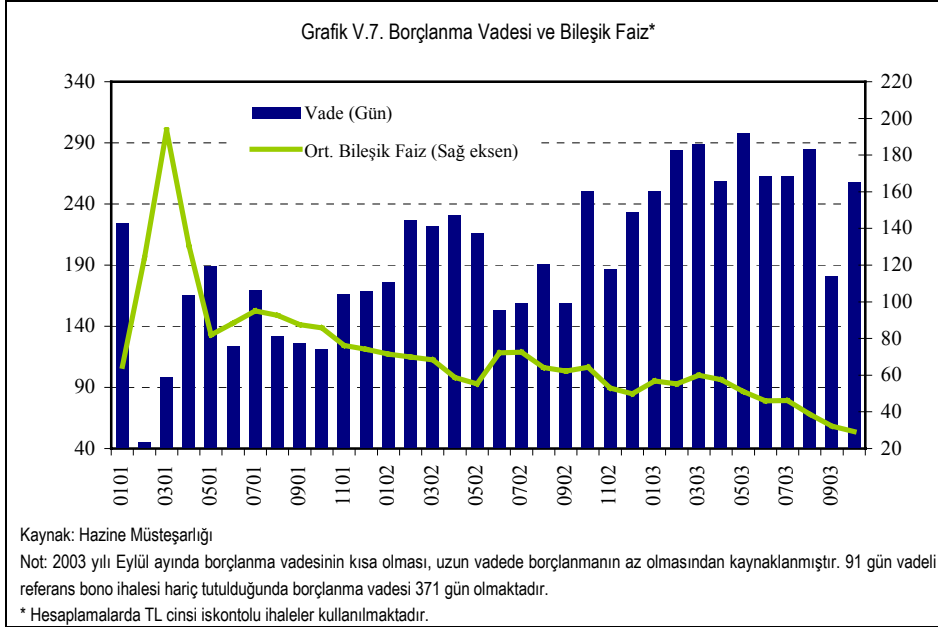


Borç vadesinin kısa olması ise faiz ve döviz kurunda ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin borçlanma maliyetine kısa sürede yansımaya neden olmaktadır. Ekim ayı itibarıyla nakit iç borç stokunun yüzde 55,8'lik kısmının ortalama vadeye kalan süresinin 12 ay, yüzde 25,3'lük kısmının ise 2,8 ay olduğu gözlenmektedir (Grafik V.6).



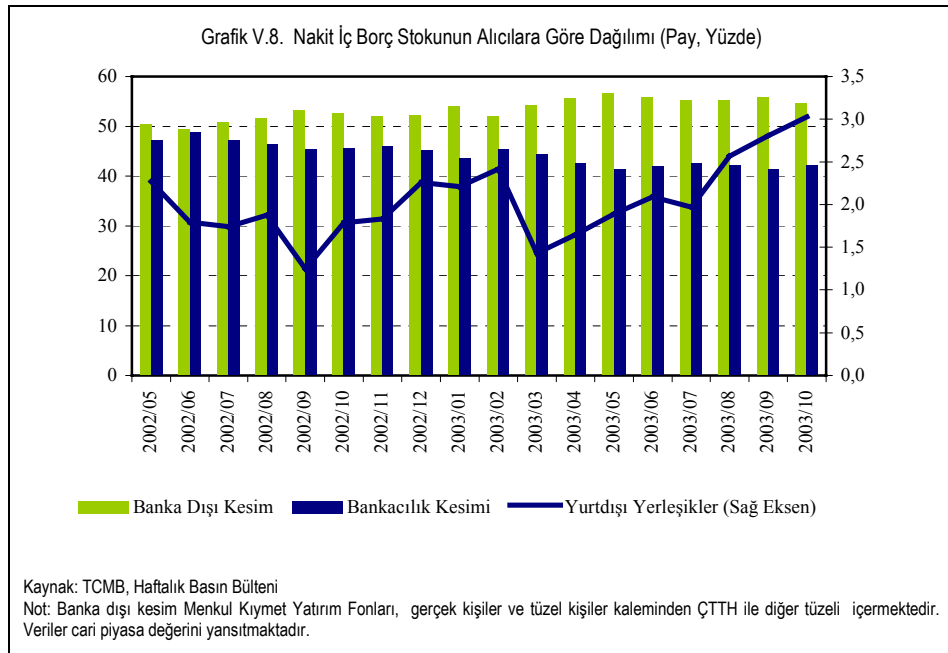
2002 yıl sonuna göre toplam iç borç stokunun yapısındaki gelişim incelendiğinde, sabit getirili kısmın payı artarken, döviz cinsinden, dövize endeksli ve değişken faizli kısmın payının azaldığı görülmektedir. Bununla birlikte nakit borç stokunun vadeye kalan gün sayısı 2002 yıl sonuna göre sınırlı miktarda azalmıştır. Bu çerçevede, borç stokunun yapısında görülen iyileşmeye karşın, halen mevcut olan kırılğan yapı, ekonomide istikrarsızlıkların uzun süreli olması durumunda enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkileyebilecektir.

2002 yıl sonuna göre, borç stokunun yapısında görülen iyileşmeye karşın, halen mevcut olan kırılğan yapı, ekonomide istikrarsızlıkların uzun süreli olması durumunda enflasyon beklentisini olumsuz yönde etkileyebilecektir.

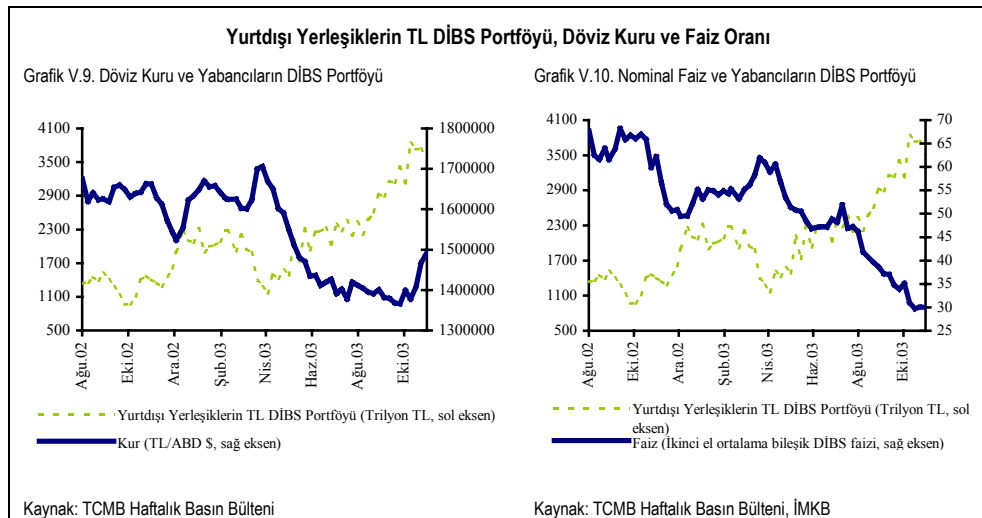


İç borçlanmaya ilişkin gelişmeler, iç borç stokunun gelecekteki yapısı üzerinde etkili olmaktadır. İç borçlanma, iç borç stokunun seyrini belirlemekle birlikte, yatırımcıların beklentilerindeki değişimleri de yansıtmaktadır. 2003 yılı Ocak-Ekim döneminde borçlanmanın vadesinin uzaması ve maliyetinin düşmesi, yatırımcıların olumlu beklentiler içerisinde olduğuna işaret etmektedir (Grafik V.7).

İç borç stokunun alıcılara göre dağılımı ile ilgili gelişmelerin enflasyon üzerindeki olası etkileri değerlendirilirken, banka dışı kesim ve yurtdışı yerleşiklerin elindeki devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) portföyünün büyüklüğü önemli olmaktadır. Toplam iç borç stoku içinde banka dışı kesim altında yer alan hanehalkı ve firmaların payının yüksek olması, reel faiz oranlarındaki gelişmeye paralel olarak gönenç etkisi yoluyla toplam tüketim ve yatırım harcamalarının belirlenmesinde etkili olabilmektedir (Grafik V.8).



Yurtdışı yerleşiklerin TL cinsi DİBS portföyündeki hareketlerin faiz oranı ve döviz kuru üzerinde etkisi olmaktadır. Ekim ayı sonu itibarıyla yurtdışı yerleşiklerin tuttukları TL cinsi DİBS portföyü 3,5 katrilyon TL düzeyine ulaşmıştır (Grafik V.8, V.9, V.10).



VI. GÖRÜNÜM

Önümüzdeki döneme ilişkin enflasyondaki olası gelişmeler ve riskler dört ana başlık altında incelenebilir. Bunlar iç talep ve üretim öngörütleri, maliyet unsurları, parasal ve mali disiplin ile enflasyon beklentileridir.

VI.1. Talep ve Arz Unsurları

2003 yılı son çeyreği itibarıyla ekonominin üretim kapasitesini aşan ve enflasyon hedefinin gerçekleşmesini riske sokacak bir iç talep baskısı öngörülmemektedir. 2002 yılı başından bu yana gözlenen enflasyondaki düşüş sürecine olumlu katkısı dikkate alındığında, 2004 yılı enflasyon hedefine ulaşılabilmesi açısından da iç talep gelişmeleri büyük önem taşımaktadır. İç talep bileşenleri itibarıyla incelendiğinde aşağıdaki noktalar göze çarpmaktadır.

VI.1.i. Özel Tüketim Harcamaları

Mevcut dönemdeki düşük istihdam düzeyi, gelir dağılımının olumsuz etkilenmesine ve tüketim harcamalarının dengesiz dağılmasına neden olmuştur. Kamu kesiminde 2004 yılı için belirlenen maaş ve ücret artışları, önümüzdeki yıl reel gelir artışlarının oldukça sınırlı düzeyde kalacağını ve bu durumun iç tüketim harcamalarını kısıtlayacağını göstermektedir. Kamu kesiminde yapılan ücret ve maaş artışlarının özel kesimde gösterge niteliğinde kullanıldığı dikkate alındığında, özel kesimde çalışanların reel gelir artışlarının da sınırlı bir düzeyde kalması olasıdır. Ayrıca, tarımsal gelirlerde de önemli bir artış beklenmemektedir. 2004 yılında tarım üretiminin artış hızı yükselirken tarım ürünleri fiyatlarının artış hızının yavaşlaması beklenmektedir.

Özel tüketim harcamalarının belirleyicilerinden olan faiz oranlarında 2003 yılının Nisan ayından bu yana görülen düşüşün özel tüketim harcamalarını olası iki yolla etkilemesi beklenebilir. Bunlardan ilki, ekonomideki olumlu gidişatın etkisiyle reel faizlerin gerilemesi ve bu durumun tüketici kredilerine olan talebi artırarak özel tüketim harcamalarını yükseltmesidir. Ancak, faizlerde gözlenen gerilemeye karşın reel ücret ve gelirlerdeki düşük seviyenin iç talebi sınırlandıracağı öngörülmektedir. İkinci olası etki ise, faizlerdeki düşüşün devam etmesi durumunda uzun dönemde biriktirilen faiz gelirlerinin (gönenç etkisi) tüketim harcamalarına yönelmesidir. Bu kanalın 2004 yılında tüketim harcamaları üzerinde enflasyon hedefinden sapmaya yol açabilecek ölçüde önemli bir etkisinin olması beklenmemektedir. Birincisi, düşme eğilimini sürdürmekle birlikte, 2004 yılında reel faizlerin görece olarak yüksek seviyelerde seyretmesi olasıdır. İkincisi, 2003

yılında toplam tasarrufların yarıya yakınına oluşturan yabancı para cinsinden tasarruflar reel olarak değer kaybetmiştir. Bu durum, 2004 yılındaki sınırlı gelir artışlarının tüketimden çok, servetlerdeki söz konusu reel kaybı telafi etmek için yeniden tasarrufa yönelmesi sonucunu doğurabilir. Bu iki etkiye rağmen, 2004 yılında özel tüketim harcamalarının enflasyondaki düşüş sürecine olumlu katkısının 2003 yılına göre azalacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, tüketici kredilerindeki gelişmeler ve iç talebe ilişkin diğer göstergeler Merkez Bankası tarafından yakından izlenecektir.

VI.1.ii. Özel Yatırım Harcamaları

2003 yılında yakalanan olumlu ihracat performansının 2004 yılında da devam etmesi durumunda firmaların kapasite artırımına yöneleceği ve bu durumun özel yatırım harcamalarını olumlu etkileyeceği düşünülmektedir. 2003 yılı ilk dokuz ayında özellikle yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malı ile ara malı üretimindeki kapasite kullanım oranları uzun dönem ortalamalarının üzerine çıkmış, diğer sektörlerde ise uzun dönem ortalamalara yaklaşmıştır. 2003 yılındaki ihracat pazarlarının 2004 yılında da korunabileceği varsayımı altında, özel imalat sanayiinde yeni yatırım yapma zorunluluğu doğmaktadır. Ekonomik istikrar programının kesintisiz uygulanmasına bağlı olarak azalan belirsizlikler ve mali istikrarın sürdürülmesinin yatırımcı güvenini güçlendireceği ve yatırım talebini artıracacağı düşünülmektedir.

Tablo VI.1. Toplaştırılmış Kapasite Kullanım Oranları (Özel Sektör)

	Yarı-		Yatırım Malı	Ara Malı
	Dayanıklı	dayanıklı		
Ocak-03	64.0	82.8	71.7	80.0
Şubat-03	58.5	77.0	66.9	75.5
Mart-03	68.8	82.6	75.0	80.2
Nisan-03	66.6	79.2	71.4	84.0
Mayıs-03	67.3	83.6	73.2	84.8
Haziran-03	73.8	79.7	72.7	88.3
Temmuz-03	71.3	83.2	68.8	84.8
Ağustos-03	51.3	79.6	69.9	81.5
Eylül-03	75.6	82.3	75.6	83.0
2003 Ortalama	66.4	81.1	71.7	82.5
Ortalama ⁽¹⁾	66.9	80.9	71.3	78.4
Ortalama ⁽²⁾	68.6	81.3	71.8	79.9

(1) 1991-2002 dönemini kapsamaktadır.

(2) Kriz yılları olan 1994 ve 2001 yılları dışarıda bırakılarak 1991-2002 dönemi için hesaplanmıştır.
Kaynak DİE

VI.1.iii. Kamu Tüketim ve Yatırım Harcamaları

Mali disiplinin ve kamu kesiminin yeniden yapılandırılarak daha sağlıklı ve verimli bir yapıya kavuşturulmasını hedefleyen önlemlerin

uygulanmaya devam edilmesi durumunda, 2004 yılında kamu tüketim ve kamu yatırım harcamalarının artış hızının oldukça düşük olması beklenmektedir. 2004 yılına ilişkin bütçe hedeflerinde kamu kesimi tüketim harcamalarının yüzde 2,8 gibi oldukça sınırlı bir düzeyde kalması hedeflenmiştir. Yatırım harcamalarının ise, 2003 yılındaki yüzde 22'lik gerilemenin ardından yüzde 5,9 oranında artacağı öngörülmüştür.

VI.1.iv. Üretime İlişkin Bekleyişler

Üretim yönünden incelendiğinde ise, önümüzdeki dönemlerde büyüme-enflasyon ilişkisi açısından tarım sektöründeki gelişmeler önem taşımaktadır. Tarım üretiminde gözlenen devresel hareketler açısından 2004 yılının "iyi" bir yıla karşılık gelmesi nedeniyle, tarımsal üretimin artacağı ve dolayısıyla tarım fiyatlarının enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin devam edeceği düşünülmektedir. Sanayi sektöründe ise, 2004 yılında üretim artışlarının temel belirleyicisinin ihracat artışı olması beklenmektedir. 2004 yılında yurtiçi talebin önemli ölçüde artmayacağı öngörüsü, üretimin ihracata yönelik olarak artmaya devam edeceği düşüncesini desteklemektedir.

VI.2. Maliyet Unsurları

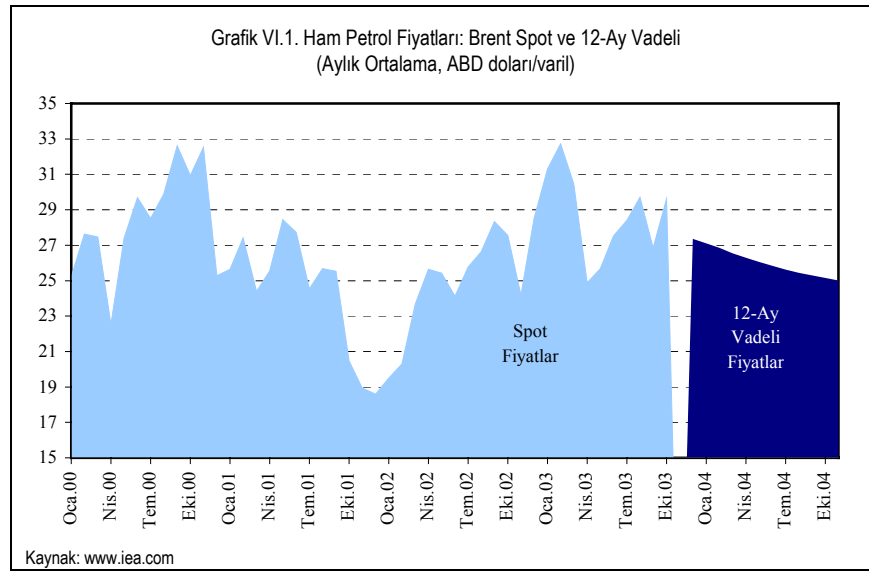
VI.2.i. Döviz Kurları

Enflasyon dinamikleri açısından faiz oranları ve döviz kurunun önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, döviz kurlarının son dönemlerdeki seyri enflasyon açısından olumsuz sinyaller vermemektedir. TCMB ödemeler dengesi verilerine göre, Eylül ayı sonu itibarıyla cari açık TCMB rezervleri üzerinde bir baskı yaratmamıştır. 2003 yılı ikinci yarısında ise Hazine ve bankaların uluslararası piyasalardan borçlanma imkanlarının artan ithalatın döviz kurları üzerinde yarattığı talep yönlü baskıyı sınırlandırması beklenmektedir. Ekim ayı sonu itibarıyla BDDK tarafından yayınlanan bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonu rakamları da döviz kurları üzerine baskı oluşturacak bir yapı göstermemektedir.

Faiz oranları gibi döviz kurlarının izleyeceği seyir de programın kesintisiz uygulanması ile yakından ilgilidir. Mali ve parasal disiplin ile yapısal reformların 2004 yılında da sürdürülmesi durumunda, döviz kurlarında enflasyon hedefini tehlikeye sokacak bir gelişme beklenmemesi gerektiği açıktır. Kamu kesiminde mali disiplini orta ve uzun dönemde daha da sağlamlaştıracak yüksek kalitede yapısal reformlar gerçekleştirildikçe, bu öngörü çok daha kuvvetlenecektir.

VI.2.ii. Ham Petrol Fiyatları

Önemli bir maliyet unsuru olan ham petrol fiyatları, başta kamu imalat sanayi sektöründe olmak üzere, bir çok sektörde fiyatlar üzerinde etkili olmaktadır. Ocak–Mart döneminde Irak’a yönelik operasyonla ilgili gelişmelere bağlı olarak yüksek oranlarda artan uluslararası ham petrol fiyatları, Nisan ve Mayıs aylarında önemli ölçüde geriledikten sonra, tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Ancak, Eylül ayı itibarıyla ham petrol fiyatlarının seviye olarak Ocak–Mart dönemindeki değerlerinden oldukça düşük olduğu görülmektedir.



Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) tarafından yapılan analizlerde, ham petrol fiyatlarının yıl sonuna kadar şu anki seviyelerinde seyredeceği ve Irak tarafından arz edilen petrol miktarında artış olmayacağı beklenmektedir. Ayrıca, OECD ülkelerinde ticari petrol stoklarının düşük olması ve OPEC'in önümüzdeki dönemde piyasadaki arzı sınırlayıcı önlemler alacağını açıklaması, uluslararası ham petrol fiyatlarında düşüş beklentisini zayıflatmaktadır. Bununla birlikte, ham petrol fiyatlarına ilişkin beklentileri gösteren vadeli piyasa fiyatlarına bakıldığında, 2004 yılında olağan dışı bir gelişme olmadığı takdirde ham petrol fiyatlarının enflasyon açısından bir risk oluşturmadığı düşünülmektedir.

VI.2.iii. Kamu Kontrolündeki Fiyatlar

2003 yılı Mart ayından sonra kamu fiyat artışları enflasyon hedefiyle uyumlu bir seyir izlemiştir. Ancak, bu dönemde petrol dışı kamu kesimi fiyatları TEFİ artışının üzerinde kalmış, Irak savaşı sonrası ham petrol fiyatlarında gözlenen gerileme ve döviz kurlarının aşağı yönlü hareketi kamu fiyat artışını sınırlamıştır. 2003 yılı son

çeyreğinde kamu fiyatlarının enflasyon hedefi açısından risk oluşturmadığı düşünülmektedir.

2004 yılına ilişkin olarak elektrik ve doğalgaz fiyatlarında artış yapılmayacağı Hükümet tarafından açıklanmıştır. 2004 yılında ham petrol fiyatları ve döviz kurunda olağan dışı sıçramalar olmadığı sürece, kamu kesiminde mali disiplini ve enflasyon hedefini tehlikeye atmayacak bir fiyatlandırma davranışının sürdürülmesi olasılığı yüksektir. Bu türden dışsal şoklar, bütçe hedeflerine ulaşılabilmesi için kamu kesiminde fiyat ayarlamalarına gidilmesi gereğini doğurabilir. Dolayısıyla, orta ve uzun dönemde, söz konusu şokların mali disiplin ve enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini en aza indirebilmek, ancak kamu kesiminde verimliliğin artırılmasına yönelik yapısal reformlar ve düzenlemelerin hayata geçirilmesiyle mümkündür.

VI.2.iv. İşgücü Maliyetleri

2004 yılına ilişkin olarak kamu kesiminde çalışan memur maaş ve işçi ücret artışları enflasyon hedefiyle uyumlu olarak belirlenmiştir. Memur maaşlarının 2004 yılının birinci ve ikinci yarısında yüzde 6, kamu işçi ücretlerinin ise yine aynı dönemlerde yüzde 5 oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Ayrıca, artışların gerçekleşen enflasyon oranının altında kalması durumunda oluşacak farklar gecikmeli olarak ödenecektir. Dolayısıyla, 2004 yılı ortalama enflasyon hedefi gözönüne alındığında, kamu kesimindeki maaş ve ücretlerde önemli bir artış beklenmemektedir. Daha önce de belirtildiği gibi kamu kesimi gelirler politikası özel sektör ücret artışlarının belirlenmesinde gösterge niteliğindedir. Ayrıca, işsizlik oranı oldukça yüksek bir seviyededir. Bu nedenlerle, istihdam artışı olduğu durumda bile, 2004 yılında özel sektör ücret artışlarının da maliyet yönlü bir baskı yaratması beklenmemektedir.

VI.3. Parasal ve Mali Disiplin

2002 yılında uygulanmaya başlayan “örtük enflasyon hedeflemesi” 2003 yılında da devam ettirilmekte ve TCMB dalgalı kur rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmaktadır. Söz konusu para politikası ana hatlarıyla 2004 yılında da uygulanmaya devam edecektir.

2003 yılının son çeyreğinde mali politikalar açısından enflasyon hedefininin gerçekleşmesini riske sokacak bir gelişmenin yaşanması beklenmemektedir. IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde 5. gözden geçirme imzalanmış ve 6. gözden geçirme çalışmaları tamamlanmıştır. 2004 yılına ilişkin maliye politikaları yüzde 5 oranındaki büyüme ve yüzde 12 oranındaki enflasyon hedefiyle uyumlu olarak

oluşturulmuştur. Buna göre, toplam kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranının 2003 yılında yüzde 8,7'den 2004 yılında yüzde 8,1'e düşmesi ve performans kriteri olan toplam kamu kesimi faiz dışı bütçe fazlasının GSMH'ye oranının 2003 ve 2004 yılları için yüzde 6,5 olması hedeflenmektedir.

Görelilik olarak iyileşmekle birlikte, borç stokunun kırılğan yapısı sürmektedir. Söz konusu yapı, ekonomide istikrarsızlıkların uzun süreli olması durumunda enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bunun yanında, 2004 yılı Nisan ayında yapılacak yerel seçimler öncesinde kamu yatırımlarının yükselme olasılığı bulunmaktadır. Kamu yatırım harcamalarının programlananın üzerinde artırılması durumunda faiz dışı fazla hedefinden sapılması, piyasanın risk algılamasının artması ve bekleyişlerdeki bozulmanın enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratması olasılığı doğacaktır. Dolayısıyla, bu türden bir uygulama ile yatırımlarda sağlanacak geçici bir artış, gelecek dönemlerde kamu sektörünün bütçe imkanlarının daralması ve yatırım yapma potansiyelinin azalması sonucunu doğuracaktır. Dahası, güven ortamındaki her bozulma, özel kesim yatırımlarına darbe vuracaktır. Merkez Bankası, geçmiş seçim dönemlerinde sıklıkla karşılaşılan bu uygulamanın uzun dönemde yarattığı sonuçlardan ders alınması ve bu tür politikaların artık gündemden düşmesi gerektiğini düşünmektedir.

VI.4. Enflasyon Bekleyişleri ve Diğer Riskler

2002 yılı enflasyonu öngörülen hedefin altında gerçekleşmiştir. TCMB Beklenti Anketi Kasım ayı ikinci dönem sonuçları, 2003 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentilerinin de yıl sonu hedefi olan yüzde 20'nin altına düştüğünü göstermektedir. Her iki gelişme de 2004 yılı enflasyon hedefinin kamuoyu nezdindeki güvenilirliğini artırıcı unsurlardır. Nitekim, gelecek 12 aylık dönem enflasyon beklentileri enflasyondaki düşüş eğilimi paralelinde gerilemeyi sürdürmektedir. Kasım ayı ikinci dönem anketinde gelecek 12 aylık dönem enflasyon beklentisi yüzde 14,7 düzeyine düşmüştür. 2002 yılı başından itibaren genel beklenti eğiliminin tutarlı bir şekilde aşağı yönlü olması, ekonomik birimlerin enflasyondaki düşüş eğiliminin süreceğini tahmin ettiklerini göstermektedir (Kutu II.1).

Enflasyonda önemli bir düşüş eğilimi yakalanmış ve 2004 yılında enflasyon hedefine ulaşılacağı yönündeki beklentiler güçlenmiş olmakla birlikte önümüzdeki yıl için enflasyon açısından altı çizilmesi gerekli bazı ek riskler de bulunmaktadır. Bu risklerden ilki gıda ve tarım fiyatlarının 2004 yılındaki olası seyridir. Bu gruplarda fiyat artışlarındaki yavaşlamanın 2003 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde enflasyondaki

düşüş sürecine olumlu katkı yaptıkları gözlenmiştir. Bu eğilimin 2004 yılında devam etmeme olasılığı enflasyon açısından risk oluşturmaktadır.

Bekleyişlerdeki gelişmeler, enflasyondaki ataletin kırılması yolunda önemli mesafe kaydedildiğine işaret etmekle birlikte, eğitim ve sağlık gibi bazı sektörlerde geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama davranışlarının etkisini sürdürdüğü görülmektedir. Bu ve benzeri sektörlerin fiyatlarındaki katılık da 2004 yılı enflasyonu açısından bir başka risk unsuru olarak değerlendirilebilir.

Burada vurgulanması gereken bir nokta, ekonomik birimlerin 2004 yılına ilişkin ücret ve fiyatlama kararlarını verirken enflasyon hedefine uygun davranmalarının, hedefin gerçekleşmesi açısından büyük önem taşıdığıdır. 2004 yılına ilişkin kamu kesimi fiyat ayarlamaları ve gelirler politikası enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde oluşturulmuştur. Kamu kesimi dışındaki ekonomik birimlerin de kararlarını enflasyon hedefini gözeterek almaları enflasyondaki düşüş sürecine önemli katkıda bulunacaktır. Bu şekilde, uzun yıllar sonra enflasyonun tek haneli rakamlara indirilerek, yeniden sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sürecine girilmesi fırsatı doğacaktır.