



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

PARA POLİTİKASI RAPORU

2004-III

İÇİNDEKİLER

| | | |
|-----|---|----|
| I | GİRİŞ | 1 |
| II | ENFLASYON GELİŞMELERİ | 3 |
| III | ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ | 11 |
| | III.1. Arz-Talep Dengesi | 11 |
| | III.2. Dış Talep | 17 |
| | III.3. Maliyetler | 19 |
| IV | MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER | 23 |
| | IV.1. TCMB Para ve Kur Politikası Gelişmeleri | 23 |
| | IV.2. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri | 30 |
| V | KAMU MALİYESİ | 33 |
| | V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler | 33 |
| VI | GÖRÜNÜM | 39 |
| | VI.1. Talep ve Arz Unsurları | 39 |
| | VI.2. Maliyet Unsurları | 40 |
| | VI.3. Enflasyon Bekleyişleri | 42 |
| | VI.4. Riskler | 42 |

(Sayfa Düzeni Nedeni ile Boş Bırakılmıştır)

I. Giriş*

Enflasyon 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde de gerilemeye devam etmiş ve Eylül ayı sonunda yüzde 9 seviyesine gelmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) beklenti anketi Ekim ayı sonuçları da ortalama yıl sonu enflasyon beklentisinin yüzde 9,5 oranına gerilediğine işaret etmektedir. Eylül ayı itibarıyla birikimli fiyat artışlarının sadece yüzde 4,8 oranında gerçekleşmesi, yılın geri kalan döneminde kamu fiyat ayarlamalarının söz konusu olması halinde dahi yıl sonu enflasyonu hedefinin aşılma ihtimalinin çok düşük olduğunu göstermektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, önümüzdeki yıllarda uygulanacak olan iktisat politikalarının belirginleşmeye başladığı gözlenmektedir. Avrupa Birliği'nden (AB) üyelik müzakereleri için yıl sonunda tarih alınacağı ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yeni bir stand-by anlaşması imzalanacağı beklentilerinin güçlenmesi makroekonomik istikrarın daha da derinleştirileceği yolundaki beklentileri artırmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, bekleyişlerdeki iyimser eğilim, 2004 yılının ikinci yarısında da devam etmiştir. Diğer yandan, bu dönemde izlenen sıkı maliye politikaları bütçe disiplininin devam ettirilmesini sağlamış ve faiz dışı bütçe fazlası olumlu bir performans göstermiştir. Dahası, yılın ikinci yarısında ortaya çıkan maliyet yönlü baskıların enflasyon üzerindeki etkileri sınırlı kalmıştır. Söz konusu gelişmeler sonucunda, TCMB gecelik borç alma faiz oranı da 8 Eylül itibarıyla yüzde 20 seviyesine düşürülmüştür.

Türkiye ekonomisinin 2002 yılından itibaren başlayan büyüme eğilimi, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde de devam etmiştir. Bu dönemde verimlilik artışları ve birim ücretlerin düşük seviyesine bağlı olarak ihracat performansı devam ederken büyüme sürecine iç talep unsurlarının katkısının da güçlenmekte olduğu göze çarpmaktadır. Söz konusu dönemde, önceki dönemlerin aksine iç talep canlanmasının daha geniş bir tüketici grubuna yansıdığı görülmektedir. Dayanıklı tüketim malları ve makine-teçhizat yatırımlarına yönelik olan özel harcamalardaki canlanmaya, bu dönemde yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarına yönelik harcamalardaki artış da eşlik etmiştir. Ancak, zorunlu tüketim mallarına yönelik harcamalar hala düşük bir seviyede bulunmaktadır. Kapasite kullanım oranlarının yükselmeye devam etmesine karşın, yatırım harcamalarının yüksek seyri, verimlilik artışlarının sürmesini sağlamaktadır. Aynı zamanda, istihdam ve ücretlerde gözlenen artışa karşın, reel birim ücretler görece düşük seviyesini devam ettirmektedir. Söz konusu durum enflasyonist olmayan

* Bu raporda 28 Ekim 2004 tarihine kadar olan veriler kullanılmıştır.

sürdürülebilir büyüme açısından önem arz etmekte ve tüketici fiyatları üzerinde oluşabilecek baskının önüne geçmektedir.

Yılın üçüncü üç aylık döneminde, döviz kurlarındaki oynaklık ikinci üç aylık döneme göre yavaşlamıştır. Dalgalı kur rejimine geçişle beraber fiyatların otomatik olarak döviz kuruna endekslenmesi davranışı terkedilmeye başlanmıştır. Ayrıca, kurdaki hareketlerin fiyatlara yansıma eğilimi kur hareketlerinin kalıcı veya geçici olması durumuna daha duyarlı hale gelmiştir. Bu bağlamda, ikinci çeyrekteki dalgalanmaların ardından Türk lirasının tekrar istikrar kazanması, söz konusu dalgalanmaların fiyat artışları üzerindeki yansımalarını sınırlamıştır. Buna karşın, ham petrol ve demir çelik fiyatlarının uluslararası piyasalarda yükselmeye devam etmesi, yurtiçi enerji maliyetlerini artırıcı bir unsurdur. Nitekim, ilk etapta vergi gelirlerinden kısmi olarak vazgeçilmesiyle petrol fiyatlarındaki yükseliş bir süre iç piyasaya yansıtılmamış, ancak, uluslararası piyasalarda fiyat artışlarının devam etmesi, akaryakıt ve doğalgaz fiyatlarında yukarı yönlü ayarlamalara yol açmıştır.

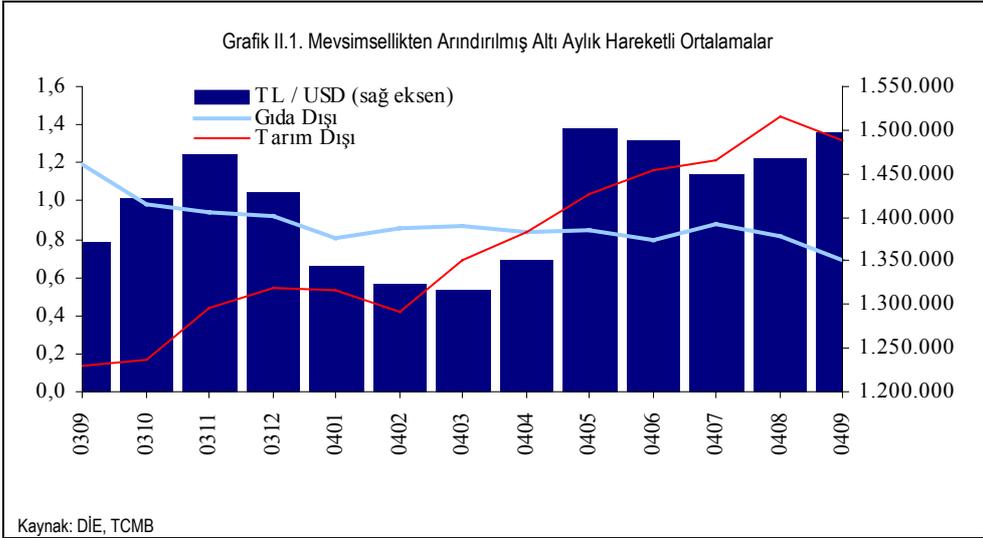
Yaz ayları boyunca tarım fiyatları genel eğilimin çok ötesinde gerileyerek enflasyona olumlu katkı yapmıştır. Ancak, tarım fiyatları genel fiyat eğiliminden sıkça kopabilmekte ve mevsimsel etkilere bağlı olarak fiyatlar üzerinde gerek yukarı gerekse aşağı yönlü çok farklı etkiler yaratabilmektedir. Nitekim, yaz aylarının sona ermesiyle, tarım fiyatlarındaki artış toptan eşya fiyatlarını yukarı çekmeye başlamıştır. Diğer yandan, hizmet sektöründeki fiyatlarda gözlenen katılığın devam ediyor olması da olumsuz bir faktör olarak göze çarpmaktadır.

Önümüzdeki dönemde de petrol fiyatlarındaki gelişmeler, kamu fiyat ayarlamaları ve tarım-gıda fiyatları kısa dönemde enflasyon üzerinde belirleyici olabilecekse de geçici/dışsal faktörlerden arındırılmış temel enflasyon eğiliminin düşüş yönünde olmaya devam edeceği öngörülmektedir.

II. Enflasyon Gelişmeleri

Ocak - Eylül döneminde mevsimsellikten arındırılmış enflasyon tarım dışı TEFE'de yüzde 10,8 iken gıda dışı TÜFE'de yüzde 6,7 olarak gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda görece istikrar sağlanmasıyla, tarım ve gıda dışı sektörlerde fiyat artışları, ortalama TL/dolar kurunun yüzde 13,1 oranında yükseldiği ikinci çeyreğe göre yavaşlamıştır. Bu dönemde, Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri ve ham petrol fiyatlarındaki yükseliş tarım dışı TEFE enflasyonu üzerinde belirleyici olurken, söz konusu maliyet unsurlarının gıda dışı TÜFE enflasyonu üzerindeki etkilerinin sınırlı kaldığı görülmektedir (Grafik II.1). İç talebin üretim kapasitesini zorlayarak fiyat düzeyine baskı yapacak bir düzeye ulaşmaması bu gelişmede etkili olmuştur.

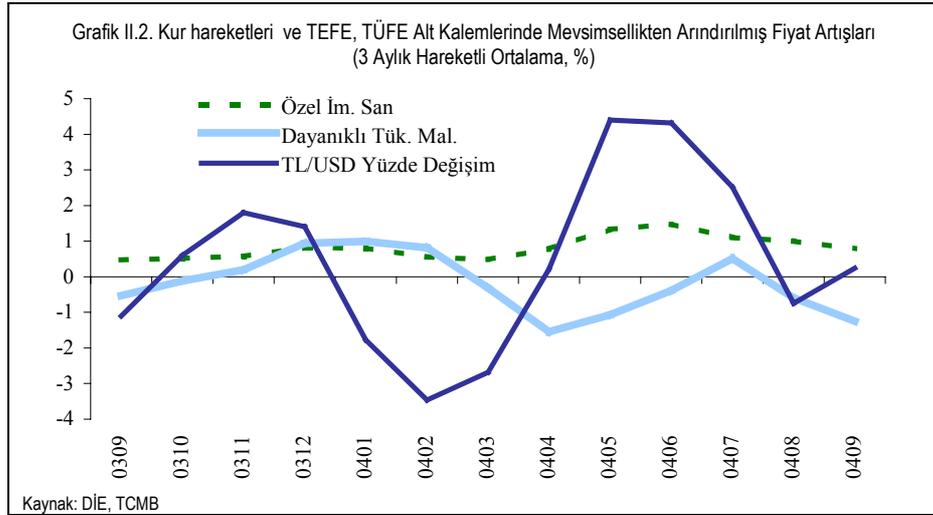
Yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda görece istikrar sağlanmasıyla, tarım ve gıda dışı sektörlerde fiyat artışları ikinci çeyreğe göre yavaşlamıştır.



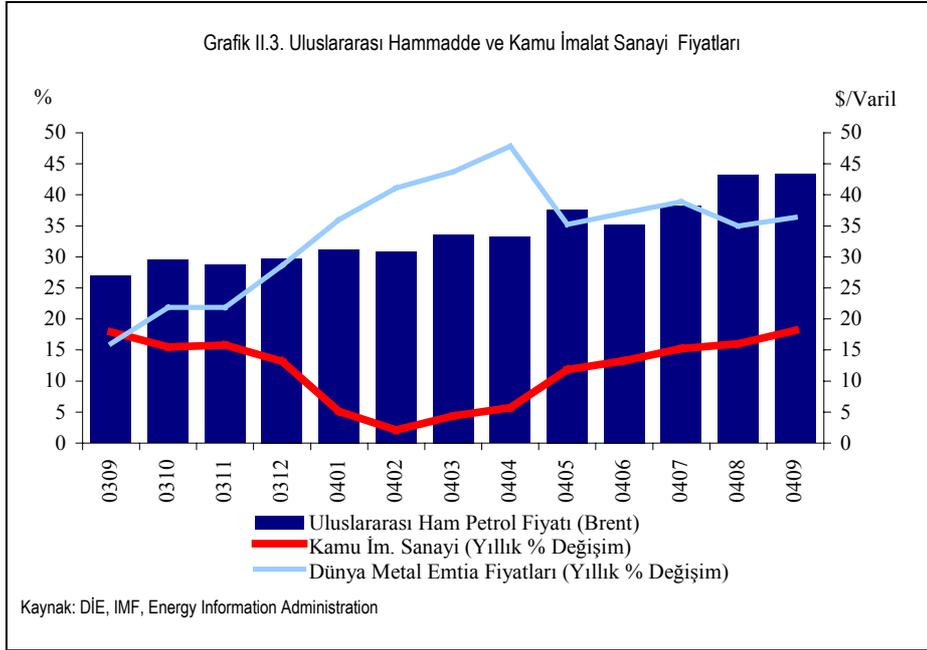
Temmuz-Eylül döneminde enflasyon üzerinde belirleyici olduğu düşünülen temel unsurlar: (i) döviz kurundaki görece istikrarın enflasyon oranları üzerindeki sınırlayıcı etkisi, (ii) uluslararası ham petrol fiyatlarındaki yükseliş paralelinde hızlanan akaryakıt fiyatları (ii) hizmet fiyatlarındaki katılık (iv) iç talepteki canlanmanın kontrollü gerçekleşmesi, (v) tarım ve gıda fiyatlarının seyri olarak özetlenebilir.

Daha önceki raporlarda vurgulandığı gibi, dalgalı kur rejimine geçilmesiyle döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinde belirgin bir yavaşlama ve azalma gözlenmektedir. Dalgalı kur rejiminde, döviz kurlarında kısa süreli ve değişken oranlarda aşağı/yukarı yönlü hareketler görülebilmesi, fiyat yapımcılarının döviz kurundaki hareketlerin sürekliliğinden ve miktarından emin olmadan fiyat ayarlaması yapmasını engellemekte, böylelikle kurdaki değişimin enflasyon üzerindeki

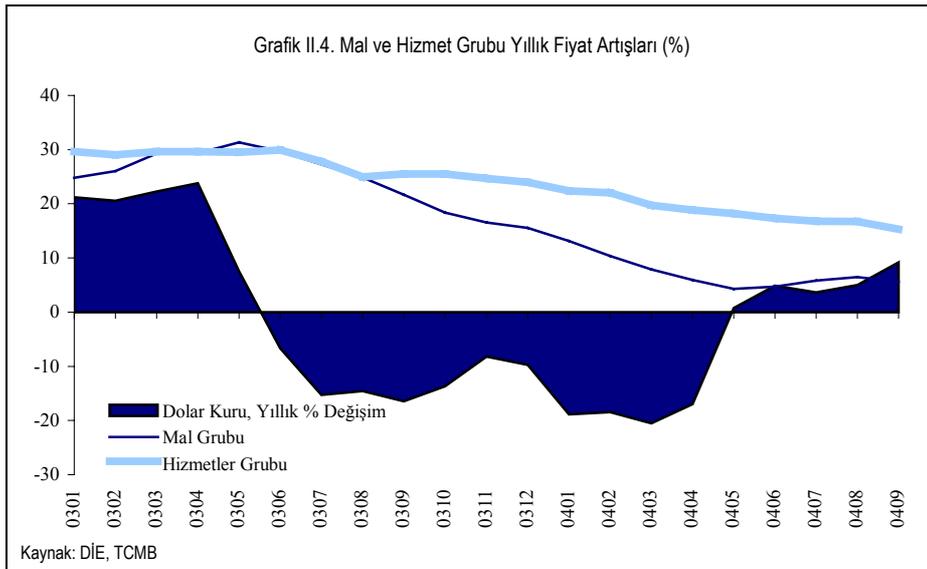
etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, Nisan-Mayıs dönemindeki kur artışının Haziran ayından itibaren görece olarak yavaşlaması, bu artışın tüketici fiyatları (özellikle dayanıklı tüketim malları) üzerindeki olası gecikmeli etkilerini sınırlamıştır. Diğer taraftan, petrol fiyatları başta olmak üzere diğer uluslararası hammadde fiyatlarındaki yükselişin yarattığı maliyet baskısı TEFE (özellikle imalat sanayi) enflasyonundaki hızlanmanın devam etmesine neden olmuştur (Grafik II.2).



Üretim koşullarında oluşan belirsizlik uluslararası ham petrol fiyatlarındaki yükselişin yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmesine neden olmuştur. Söz konusu artışın bir kısmı vergi gelirlerinden feragat edilmesi yoluyla yurtiçi fiyatlara yansıtılmamasına karşın, 2004 yılının üçüncü çeyreğinde TÜFE altındaki akaryakıt fiyatları yüzde 8, TEFE altındaki petrol ürünleri imalatı sektörü fiyatları yüzde 9,4 artmıştır. Uluslararası petrol fiyatlarındaki artışın tamamının yurt içi fiyatlara yansıtılmaması stratejisi orta vadede sürdürülebilir olmadığından, söz konusu artışın devam etmesi, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi enflasyon ve büyüme açısından risk unsuru oluşturmaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde TÜFE altında akaryakıt ve doğalgaz dışındaki kamu zamları sınırlı kalırken, uluslararası demir-çelik fiyatlarındaki artışın sürmesi, TEFE’de kamu imalat sanayi fiyat artışını yükseltici bir rol oynamıştır. Başta Çin olmak üzere, gelişmekte olan ekonomilerdeki hızlı büyümeye dayalı talebe bağlı olarak yükselen dünya demir çelik fiyatları üçüncü çeyrekte ilk iki çeyreğe göre daha düşük oranda artmakla birlikte, imalat sanayi altında demir-çelik ürünlerini üreten ve temel girdi olarak kullanan sektörlerde (özellikle kamu imalat sanayi sektöründe) fiyat artış oranlarını genel TEFE enflasyon eğiliminin üzerine taşımıştır (Grafik II.3).



TÜFE alt grupları açısından bir başka önemli nokta, mal ve hizmet fiyat artışları arasındaki farklılaşmadır. 2003 yılı Ağustos ayından itibaren mal ve hizmet grubu fiyat artış oranları arasındaki farkın giderek açıldığı gözlenmektedir. 2003 yılı Ağustos ayında her iki grupta da yüzde 25 civarında olan yıllık enflasyon oranı, 2004 yılı Eylül ayı itibarıyla mal grubunda yüzde 5,6'ya, hizmet grubunda ise yüzde 15,3'e gerilemiştir (Grafik II.4).*

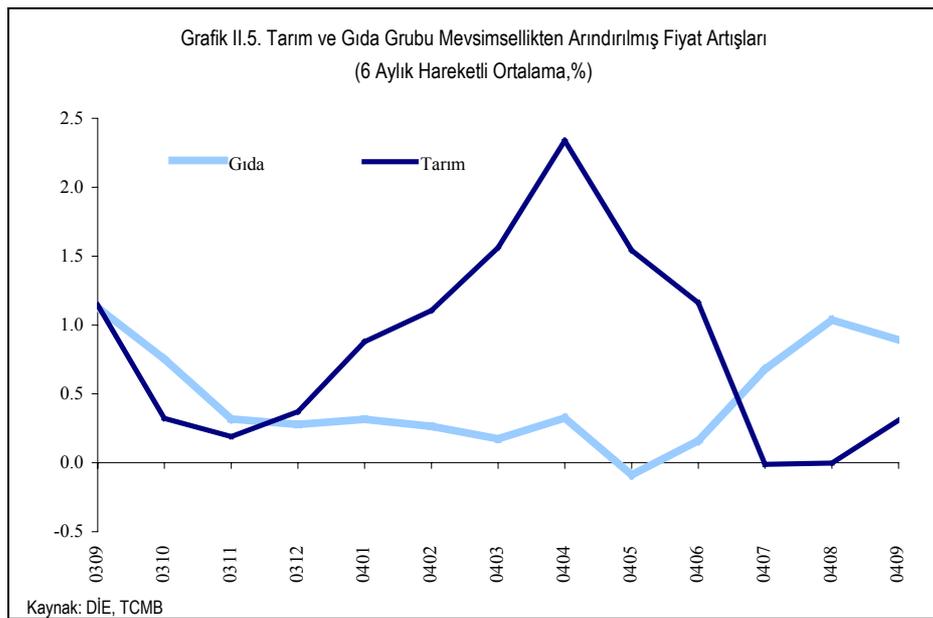


* Farklılaşmaya neden olan unsurlar Kutu II.1'de detaylı olarak incelenmektedir.

Hizmet fiyatlarındaki katılık, iç talepteki canlanmanın kontrollü gerçekleşmesinin önemini artırmaktadır. Şu ana kadar önemli bir maliyet ve talep baskısıyla karşılaşmayan mal fiyatları, oldukça hızlı bir düşüş kaydederek, hizmet fiyatlarındaki katılığı TÜFE genelinde telafi etmiştir. Ancak, mal fiyatları üzerinde maliyet ve talep yönlü baskıların artması durumunda, hizmet fiyatlarındaki katılık enflasyon açısından daha büyük riskler yaratabilecektir.

2004'ün ikinci çeyreği itibarıyla iç talep canlanması daha geniş bir tüketici tabanına yayılmaya başlamasına karşın, TÜFE alt sektörleri genelinde talep kaynaklı bir artış gözlenmemektedir.

Fiyat verilerini geriden takip eden GSMH verilerine göre 2004'ün ikinci çeyreği itibarıyla dayanıklı tüketim malları yanında yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları gruplarındaki harcamalarda da artış gözlenmiştir. Bir diğer deyişle, iç talep canlanması daha geniş bir tüketici tabanına yayılmaya başlamıştır. Buna karşılık, TÜFE alt sektörleri genelinde talep kaynaklı bir artış gözlenmemektedir. Döviz kurunda önemli bir yükseliş olmaması, artan talebin dayanıklı tüketim malları fiyatlarına baskı yapmasını engellemiştir. Diğer taraftan, beyaz eşya gibi dayanıklı mal gruplarına oranla daha az ithal girdi kullanan, dolayısıyla kura karşı daha az duyarlı olan mobilya sektöründeki fiyat artışlarının TÜFE'nin üzerinde seyretmesi (benzer bir durum özel imalat sanayii sektörü altındaki mobilya imalatı sektöründe de görülmektedir), bu sektörde talep baskısı olabileceğine işaret etmektedir. Öte yandan, olumsuz mevsimsel etkilere rağmen Eylül ayında başta gıda ve giyim fiyatlarında olmak üzere tüm mal grubu genelinde mevsimsel eğilimin oldukça altında kalan artışlar görülmesi, genel anlamda önemli bir talep baskısı olmadığını göstermektedir.



Yukarıda bahsedilen unsurların yanında, 2004 yılı üçüncü çeyreğinde enflasyon gelişmeleri üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur tarım ve gıda fiyatlarının seyridir. Tarım fiyatları, çeşitli yapısal ve mevsimsel koşullara bağlı olarak çok yüksek oranlarda artıp azalırken, imalat sanayii fiyatlarının enflasyondaki genel düşüş eğilimi ve kurdan fiyatlara geçiş etkisindeki zayıflamaya bağlı olarak daha düşük oranlarda değişim göstermesi, tarım fiyatlarını TEFE'ye en çok katkı yapan sektör konumuna getirmiştir. Bu gelişmenin en önemli sonucu TEFE'nin değişkenliğinin önemli ölçüde artmasıdır. Tarım fiyatlarındaki yüksek oynaklığın TEFE üzerindeki etkisi çift yönlü olarak ortaya çıkmaktadır. Yaz aylarında tarım fiyatları yüksek oranda gerileyerek, dışsal koşullara bağlı olarak hızlanan imalat sanayii fiyat artışlarını dengeleyebilmiştir. Buna karşılık, yaz aylarının sona ermesiyle tarım fiyatları TEFE enflasyonunu yukarı çekmeye başlamıştır (Grafik II.5). Bu nedenlerle, gelecek dönem enflasyonu açısından genel TEFE'ye göre çok daha fazla bilgi içeren tarım dışı TEFE eğiliminin izlenmesi daha yararlı olacaktır.

Diğer taraftan, 2004 yılı ilk üç çeyreğinde gıda fiyatları tüketici enflasyonundaki düşüş eğilimini destekleyici bir rol oynamıştır. Grafik II.5'den görüldüğü gibi, TÜFE altındaki gıda ile TEFE altındaki tarım fiyat artış oranları önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Gıda fiyatları, TÜFE altındaki en yüksek oynaklığa sahip kalemlerden biri olmasına karşın, tarım fiyatları gibi genel enflasyon eğiliminden büyük sapmalar göstermemektedir. Bu büyük ölçüde, iki fiyat grubunun tanım ve içeriklerinin farklı olmasından kaynaklanmaktadır.

Özetle, 2004 yılı Ocak-Eylül gelişmeleri yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılacağını göstermektedir. Eylül ayı itibarıyla yıllık TÜFE enflasyonu yüzde 9 seviyesine gerilemiştir. Yılın son çeyreğinde, Ekim ayında açıklanan zamların etkisiyle akaryakıt başta olmak üzere kamu fiyatlarında artış beklenmekle birlikte, yılın ilk dokuz ayında birikimli enflasyonun yüzde 4,8 düzeyinde olmasının yarattığı marj göz önüne alındığında, söz konusu zamların enflasyon hedefine ulaşılmasını tehdit etmeyeceği düşünülmektedir.

KUTU II.1. SON DÖNEMDE MAL-HİZMET FİYAT FARKLILAŞMASI

Son dönemde mal-hizmet fiyatları arasındaki farklılaşmada özellikle üç unsurun etkili olduğu düşünülmektedir:

- (i) Mal grubunda kurdan fiyatlara geçiş etkisinin hizmet grubuna göre çok daha güçlü olması;
- (ii) Hizmet fiyatlarındaki katılık;
- (iii) Mal grubunda hizmet grubuna göre daha yüksek rekabet ve verimlilik artışları olması.

2003 yılı Mayıs ayından itibaren döviz kurunda önemli ölçüde gerileme meydana gelmesi kur gelişmelerine karşı hassas olan mal fiyat artışlarının özellikle 2003 yılı ikinci yarısından itibaren hızla düşmesine neden olmuştur. Öte yandan, kurdan fiyatlara geçiş etkisinin oldukça sınırlı olduğu hizmetler sektöründe enflasyondaki düşüşün daha yavaş olduğu görülmüştür (Grafik II.4).

Kurdan fiyatlara geçiş etkisinin mal ve hizmet grubu arasında farklılık göstermesi iktisat teorisiyle uyumlu ve yapısal bir durumdur. Dolayısıyla, kur değişimlerinin enflasyon dinamikleri üzerinde daha belirleyici hale geldiği her durumda, mal ve hizmet fiyat artışlarının bir dereceye kadar farklılaşması beklenebilir. Nitekim, 2001 krizi sonrası döviz kurunda yüksek artışlar yaşandığında da, mal-hizmet fiyatları arasındaki fark – şimdiki tersine – mal fiyatları lehine açılmıştı (Tablo 1).

Ancak, son bir yıldır mal-hizmet fiyat artışlarında yaşanan farklılaşmayı tamamen kurdan fiyatlara geçiş etkisindeki farklılaşmaya bağlamak doğru olmayacaktır. Nitekim, yıl sonu enflasyon hedefinin yüzde 12 olduğu 2004 yılında Eylül ayı itibarıyla yıllık kira artışının yüzde 19,7 (yıllık hizmet fiyatları artışının ise yüzde 15,3 seviyesinde) olması, mal-hizmet grubu farklılaşmasında hizmet fiyatlarındaki katılığın da önemli bir rol oynadığı görüşünü desteklemektedir.

Tablo.1: TÜFE, Mal, Hizmet ve Hizmet Alt Kalemleri Yıllık ve Birikimli Fiyat Artış Oranları

| | YILLIK % ARTIŞ Aralık-Aralık | | | | BİRİKİMLİ % ARTIŞ Ocak-Eylül | | | |
|-------------------------|---------------------------------|------|------|-------|---------------------------------|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004* | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| TÜFE | 68.5 | 29.7 | 18.4 | 9.0 | 47.7 | 20.1 | 13.8 | 4.8 |
| Mallar | 80.9 | 29.7 | 15.5 | 5.6 | 54.5 | 18.2 | 10.9 | 1.3 |
| Hizmetler | 49.2 | 29.8 | 24.0 | 15.3 | 36.5 | 23.9 | 19.8 | 11.4 |
| Kira | 39.7 | 29.0 | 23.7 | 19.7 | 27.7 | 21.5 | 17.8 | 13.9 |
| Ulaşım hizmetleri | 68.6 | 22.5 | 25.3 | 4.8 | 59.3 | 19.5 | 25.4 | 4.9 |
| Dışarıda yenen yemekler | 47.2 | 32.3 | 32.6 | 16.9 | 34.0 | 24.6 | 25.2 | 10.4 |
| Ev bakım ve hizmetleri | 85.7 | 9.8 | 4.0 | -1.9 | 64.0 | 8.6 | 4.5 | -1.4 |
| Haberleşme | 82.0 | 27.7 | 14.8 | 0.1 | 55.6 | 20.0 | 14.8 | 0.1 |
| Sağlık hizmetleri | 43.8 | 37.1 | 30.1 | 11.7 | 39.8 | 36.1 | 28.9 | 10.7 |
| Eğitim hizm. | 56.9 | 54.5 | 22.2 | 13.6 | 56.4 | 54.4 | 22.1 | 13.5 |
| Kültür ve eğlence hizm. | 54.9 | 30.1 | 24.8 | 12.6 | 44.1 | 22.3 | 19.2 | 7.5 |
| Otel hizmetleri | 34.8 | 32.1 | 26.3 | 25.3 | 25.6 | 23.1 | 14.0 | 13.1 |
| Mali hizmetler | 71.7 | 73.0 | 47.0 | 27.9 | 71.7 | 73.0 | 47.0 | 27.9 |
| Diğer hizmetler | 61.8 | 53.1 | 23.8 | 22.3 | 60.2 | 53.1 | 23.7 | 22.3 |

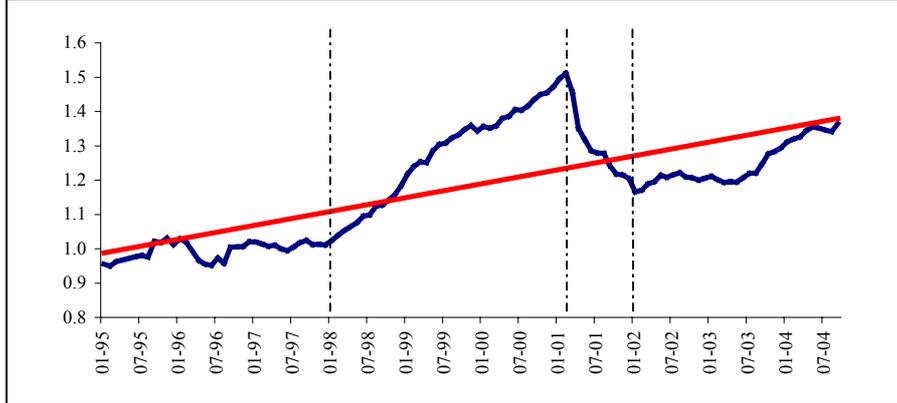
2004 yılı için Eylül-Eylül dönemi yıllık artışı kullanılmıştır.

Hizmet fiyatlarında katılığa neden olan unsurlardan biri **hizmet fiyatlarının büyük kısmının kontrata bağlı olmasıdır**. Genel enflasyon eğiliminde sürekli düşüş olmasına karşın, kira, sağlık ve eğitim hizmetleri gibi kontrata veya dönemlik fiyat ayarlamalarına tabi hizmet sektörlerinde kontrat yenileme dönemine kadar fiyatların değişmemesi, hizmetler grubunda fiyat artışlarının enflasyondaki düşüşe paralel olarak gerilemesini engellemektedir. Enflasyon düşüş sürecinde olduğu için, dönemlik fiyat artışları enflasyon hedefine göre belirlense dahi kontrat katılığı ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, eğitim hizmetlerinde 2004 yılı Eylül ayında gelecek bir yıllık dönem için yıl sonu hedefi olan yüzde 12'yle uyumlu artış yapıldığı bir durumda, bu sektördeki yıllık fiyat artışı 2005 yılı Eylül ayına kadar yüzde 12 civarında seyrederek, 2005 yıl sonu hedefi olan yüzde 8 paralelinde gerileyen enflasyonun üzerinde kalabilecektir.

Geçmişe dönük fiyatlama davranışı söz konusu olduğunda, kontrat katılığı daha da önemli hale gelmektedir. Enflasyonun düşmekte olduğu bir ekonomide, gelecek yıl için kira artışı, geçmiş yıl enflasyonuna göre yapıldığında, kira artışının enflasyonun üzerinde kalması kaçınılmazdır. Ancak, son dönemde başta kira olmak üzere hizmet sektörünün genelinde görülen yüksek artışlarda, geçmişe dönük fiyatlama davranışı yanında, **2001 krizi sonrası görece hizmet fiyatlarında meydana gelen düşüşün telafi edilmesinin** de etkili olduğu düşünülmektedir.

2001 krizini takip eden dönemde mal fiyat artışları hızlanırken, hizmet fiyatları artışının sınırlı kalması bu dönemde görece hizmet fiyatlarının önemli ölçüde gerilemesine neden olmuştur (Tablo 1). 2002 yılı sonrasında hizmet fiyatlarındaki yüksek artışların görece fiyatlardaki bozulmayı bir ölçüde telafi etmekle birlikte, görece hizmet fiyatlarının hala kriz öncesi döneme göre düşük olduğu görülmektedir (Grafik 1). Hizmet sektöründeki fiyat yapıcılarının, görece fiyatların 2001 Şubat krizinden önce buldukları noktayı referans almaları durumunda hata düzeltilmesinin bir süre daha devam etmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, uzun dönemli olarak bakıldığında, hizmet fiyatlarının 1998 yılından itibaren mal fiyatlarının üzerinde olduğu, dolayısıyla hizmet fiyatlarında herhangi bir hata düzeltilmesinden söz edilemeyeceği görülmektedir. Bir başka deyişle, hata düzeltilmesi olup olmadığı ve a nereye kadar süreceği hangi noktaların baz alındığına bağlıdır.

Grafik 1: Görelî Hizmet Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış Hizmet/Mal)



Görelî hizmet fiyatlarının zaman içindeki gelişimini gösteren Grafik 1'e dikkatle bakıldığında, kriz sonrası hata düzeltilmenin yanı sıra, bir başka unsur göze çarpmaktadır: Görelî hizmet fiyatları beklendiği gibi 1 sabiti etrafında değil, pozitif bir eğilim etrafında hareket etmekte ve eğilimden sapmalar kısa sürede düzeltilmemektedir.⁽¹⁾ 1998 yılına kadar mal ve hizmet grubu fiyatlarının birbirine oldukça paralel seyretmesiyle 1 sabiti etrafında hareket eden görelî hizmet fiyatlarının, bu tarihten 2001 yılı Şubat krizine kadar sürekli yükseldiği gözlenmektedir. 2001 krizini takip eden dönemde görelî hizmet fiyatlarında süregelen artış eğilimi kırılmış ve 3 yılın ardından ilk defa görelî hizmet fiyatları artış eğiliminin altına düşmüştür. Ancak, görelî hizmet fiyatlarının kısa sürede tekrar artmaya başladığı görülmektedir.

Hizmet grubu genelinde görelî fiyatlarda yapısal bir artış eğilimi olması, giderek daha çok dış açılan Türkiye ekonomisinde dış ticarete konu olan mallardaki rekabet ve verimlilik artışının dış ticarete konu olmayan hizmetlere göre daha yüksek olmasıyla açıklanabilir. Hizmetler sektörü, genel olarak dış ticarete konu olmadığı için, büyük kısmı dış ticarete konu olan mallar sektörüne göre yurtdışı rekabete daha az etkilenmektedir. Diğer taraftan, uluslararası rekabete maruz kalan mal sektörlerinde firmalar rekabet güçlerini koruyabilmek için verimlilik artışına gitmek durumunda kalmaktadırlar.

Mal sektöründe belli bir oranda verimlilik artışı olduğunda, üreticiler fiyatlarını yükseltmeden çalışanların ücretlerini verimlilik artışı kadar artırabilmektedir. Öte yandan, özellikle sağlık ve eğitim gibi sosyal hizmetler ve saç kesimi gibi kişisel hizmetler, teknolojik gelişmeye fazla açık olmadıkları için hizmetler sektöründe çoğu kez aynı oranda verimlilik artışı, dolayısıyla ücret artışı sağlanamamaktadır. Ancak, hizmet sektöründe ücretlerin mal sektörüne göre düşük olması, bu sektörde işgücü açığı oluşmasına neden olacağından, uzun dönemde sürdürülebilir değildir. Bu nedenle, verimlilik artışlarıyla desteklenmesi de hizmetler sektöründe mal sektöründekine yakın ücret artışları yapılabilmektedir.⁽²⁾ Bu durum, hizmetler sektöründe fiyatların mal sektörüne göre daha hızlı artmasına neden olabilmektedir.⁽³⁾

Sonuç olarak, mal ve hizmet fiyatlarındaki farklılaşma kısmen dış ticarete konu olan mal sektörlerinde rekabet ve verimlilik artışları ile kurdan fiyatlara geçiş etkisinin hizmet sektörlerine göre daha güçlü olması gibi yapısal ve kısa dönemde değişmesi zor olan faktörler tarafından, kısmen hizmet fiyatlarındaki geçmişe dönük fiyatlama davranışından kaynaklanmaktadır. Hizmet fiyatlarındaki katılığın azaltılması açısından, en geniş manevra alanı, geçmişe yönelik fiyatlama davranışı konusunda bulunmaktadır. Geçmişe yönelik fiyatlama davranışının bir parçası olan kriz sonrası hata düzeltilmesinin orta dönemde ortadan kalkacağı düşünülmektedir. Ancak, geçmiş enflasyona göre fiyat belirleme davranışı, kalıcı fiyat istikrarı sağlanana kadar hizmet fiyatlarının mal fiyatlarına göre yüksek artış göstermesine neden olabilecek bir unsurdur. Bu çerçevede, hizmet fiyatlarındaki geçmişe yönelik fiyatlama davranışının kalıcı olarak kırılabilmesi için yasal düzenlemelerden ziyade enflasyondaki düşüşün süreceğine dair güvenin güçlendirilmesi ve enflasyonla ilgili ara hedef ya da tahminlerin açıklanması gibi uygulamalarla şeffaflığın artırılarak enflasyon beklentilerinin daha etkin bir şekilde yönetilmesinin etkili olacağı düşünülmektedir.

Ancak, geçmişe yönelik fiyatlama davranışı kırılma ve/veya kalıcı fiyat istikrarına ulaşılsa dahi, yukarıda bahsedilen diğer yapısal unsurlar nedeniyle mal ve hizmet fiyat artışları arasında her zaman hizmet sektörü lehine fark olabileceği unutulmamalıdır. Önemli olan, bu farkın genel enflasyon eğilimini olumsuz etkileyecek bir boyutta ve süreklilikte olmamasıdır.

⁽¹⁾ Sabit ve trend içeren test denkleminde alınan ADF istatistiği -1.52 ile %10 seviyesindeki kritik değer olan -3.15'in mutlak değeri altında kaldığı için görelî hizmet serisinde birim-kök olduğu hipotezi reddedilememiştir.

⁽²⁾ Baumol, W. 1967. "The Macroeconomics of Unbalanced Growth: The Anatomy of Urban Prices", The American Economic Review 57(3): 415-26

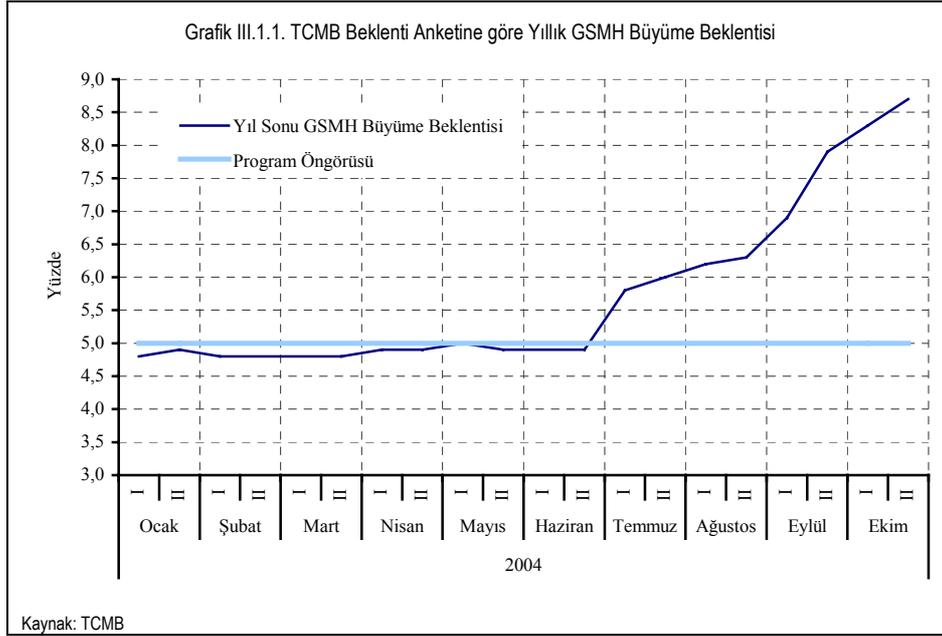
⁽³⁾ Gelişmiş ülkelerin çoğu için Baumol'un bu hipotezinin geçerli olduğu bulunmuştur. Bkz. Gagnon, E., Sabourin, P., Lavoie, S.. 2003. "The Comparative Growth of Goods and Services", Bank of Canada Review, Winter 2003-2004.

(Sayfa Düzeni Nedeni ile Boş Bırakılmıştır)

III. Arz ve Talep Gelişmeleri

III.1. Arz-Talep Dengesi

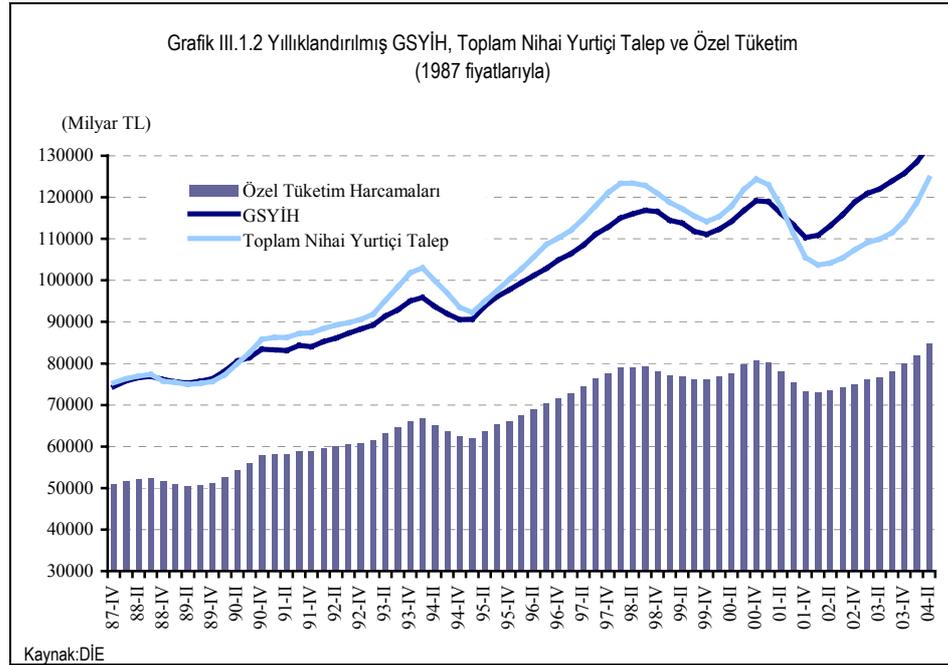
Türkiye ekonomisinde 2002 yılından itibaren başlayan büyüme eğilimi, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde de devam etmiştir. Bu dönemde GSMH geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 14,4 gibi yüksek bir oranda artış göstermiştir. 2004 yılının ilk yarısında büyüme oranlarının beklentilerin oldukça üstünde gerçekleşmesi ve yılın ilk dokuz aylık dönemde enflasyon oranlarının oldukça düşük kalması, iktisadi birimlerin yıl sonuna ilişkin beklentilerini olumlu etkilemiş ve ekonomik programa olan güveni artırmıştır. Bu çerçevede, GSMH büyüme beklentisi, 2004 yılı başından itibaren hızla hedefe yaklaşmış, Temmuz ayından itibaren ise sürekli olarak program hedefinin üzerinde gerçekleşerek Ekim ayının ikinci anket döneminde yüzde 8,7 gibi hedefin oldukça üstünde bir orana ulaşmıştır (Grafik III.1.1).



Ekonominin gidişatına ilişkin iyimser beklentiler çerçevesinde yılın üçüncü üç aylık döneminde de kapasite kullanım oranlarındaki yüksek seviyeler korunmuş ve sanayi üretimindeki hızlı artışlar sürmüştür. Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) Aylık Sanayi Üretim Endeksi sonuçları toplam sanayi üretiminin 2004 yılının Ocak-Ağustos döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 12,6 oranında arttığını göstermektedir. İmalat sanayii üretimi ise aynı dönemde yüzde 13,8 oranında artarak sanayi üretiminin büyümesine yüksek bir oranda katkı sağlamıştır. 2004 yılının Ocak-Eylül döneminde hızlı üretim artışlarına paralel olarak imalat sanayii kapasite kullanım oranları yüksek seviyelerini korumuştur.

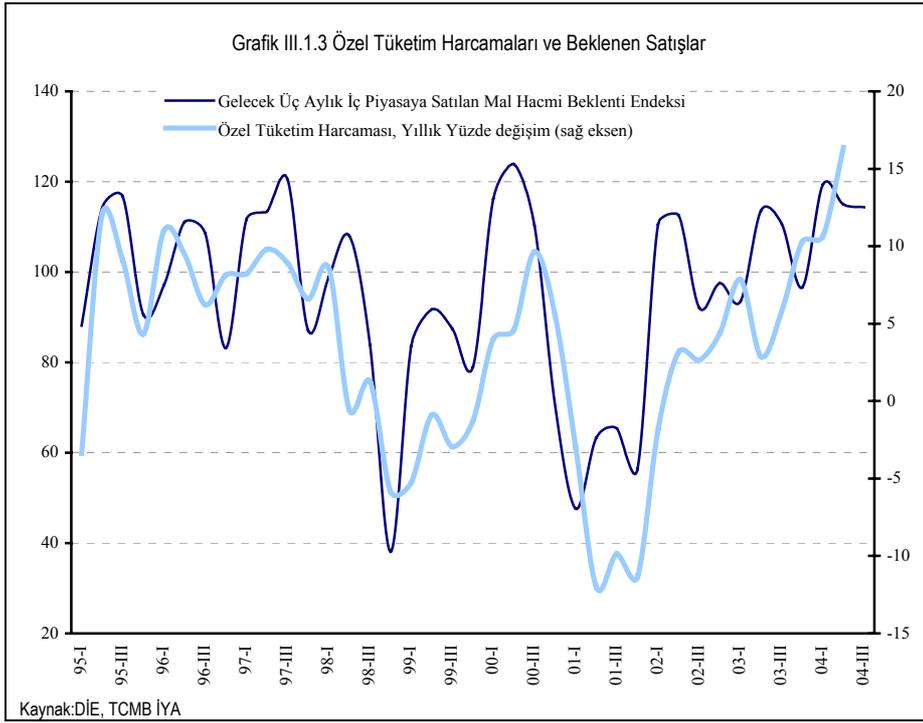
DİE tarafından açıklanan verilere göre, toplam imalat sanayii sektöründe kapasite kullanım oranı 2004 yılının ilk dokuz ayında ortalama yüzde 80,9 gibi oldukça yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Verimlilik artışlarının ve birim ücretlerdeki olumlu seviyelerin getirdiği yüksek ihracat performansı sürerken, ekonomideki hızlı büyüme sürecine iç talep koşullarının da güçlenerek katkı yaptığı görülmektedir. Nitekim, iç talepte gözlenen canlanma 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde hızlanarak devam etmiştir. Bu dönemde, özel harcamalarda gözlenen hızlı artış ekonomideki yüksek oranlı büyümenin temel belirleyicisi olmuştur (Tablo III.1.1). 2003 yılının son üç aylık döneminden itibaren GSYİH büyümesinin üzerinde gerçekleşen toplam nihai yurtiçi talep büyümesi 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde de bu eğilimini sürdürmüştür. Nitekim, yıllıklandırılmış veriler iç talepteki canlanmanın bu dönemde daha da belirginleştiğini göstermektedir. Ancak, seviye itibarıyla hâlâ GSYİH'nin altında bulunan toplam nihai yurt içi talep, ekonomideki talep açığının sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik III.1.2).



Toplam nihai yurtiçi talep bileşenleri incelendiğinde, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde GSYİH büyümesine en yüksek katkıyı özel harcamaların yaptığı görülmektedir. Bu dönemde kamu harcamaları sıkı maliye politikası uygulaması nedeni ile gerilemiştir. Özel harcamalardaki canlanma, başta dayanıklı tüketim mallarına ve makine-teçhizat yatırımlarına yönelik olmuştur. Ayrıca, yarı-dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarına yönelik harcamalar yüzde 31,2 gibi yüksek bir oranda

büyümüştür (Tablo III.1.1). Bu durum, önceki dönemlerin aksine, özel tüketim harcamalarının daha dengeli bir biçimde dağıldığına ve iç talep canlanmasının daha geniş bir tüketici grubuna yansıdığına işaret etmektedir. TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) gelecek üç aylık döneme ilişkin iç piyasaya satılan mal hacmi eğiliminin bulunduğu yüksek seviye, iç talepteki canlılığın yılın ikinci yarısında da sürdüğünü göstermektedir (Grafik III.1.3).



Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu, fiyat artışlarının oldukça sınırlı kalması ve tüketici güveninin artmasının yanı sıra kredi faiz oranlarının düşük seviyelere gerilemesi ve uzayan vadelerde taksitlendirme gibi borçlanma olanaklarının iyileşmesi ile birlikte kredi kanalının canlanması başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere özel tüketim harcamalarının hızla artmasında etkili olmuştur. Nitekim, tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımı 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde hızlanarak artmıştır. TCMB ve CNBC-e Tüketici Güven Endeksleri ile TCMB İYA'da yer alan iç piyasadaki yeni sipariş eğiliminin de 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde olumlu bir seyir izlemesi, bu dönemde tüketici güveninin daha da arttığını göstermektedir. Bu gelişmelerin yanı sıra, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde istihdam ve reel ücretlerde gözlenen artışlar çerçevesinde, ekonomideki hızlı büyüme sürecinin işgücü piyasasında yarattığı olumlu yansımaların da iç talepteki canlılığı desteklediği düşünülmektedir.

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

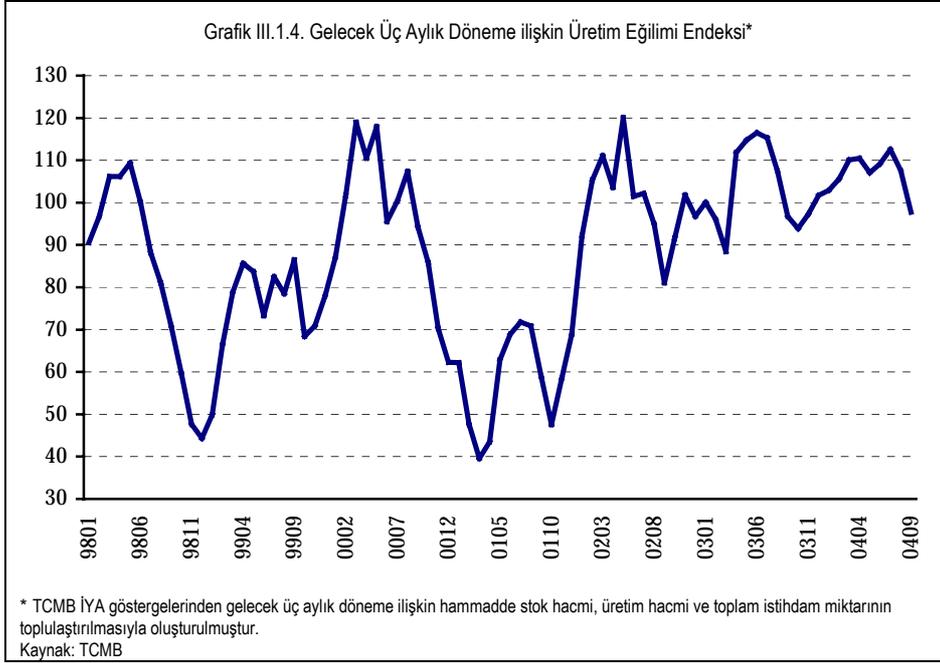
| | 2003 | | | | | 2004 | | |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|--------|-------|------|------------|
| | I | II | III | IV | Yıllık | I | II | Altı Aylık |
| 1-Tüketim Harcamaları | 6,9 | 2,3 | 5,2 | 8,0 | 5,6 | 9,9 | 13,6 | 11,8 |
| Kamu | -2,3 | -2,0 | -0,7 | -4,2 | -2,4 | 2,4 | -7,9 | -3,5 |
| Özel | 7,8 | 2,9 | 5,8 | 10,3 | 6,6 | 10,6 | 16,4 | 13,5 |
| Dayanıklı Tüketim Mal. | 24,7 | 10,6 | 11,4 | 49,5 | 24,0 | 49,7 | 61,7 | 55,3 |
| Hizmetler | 9,6 | 5,1 | 7,6 | 7,9 | 7,5 | 10,1 | 14,3 | 12,4 |
| Gıda | 4,4 | 4,1 | 5,7 | 1,0 | 4,1 | 0,9 | 0,3 | 0,6 |
| Yarı Day. Ve Day.sız Tük. Mal. | 4,7 | -4,5 | 3,7 | 3,8 | 2,1 | 4,9 | 31,2 | 16,0 |
| 2-Sabit Sermaye Yatırımları | 11,7 | 6,4 | 3,0 | 19,2 | 10,0 | 52,6 | 51,7 | 52,1 |
| Kamu | -34,8 | -14,6 | -22,7 | 5,0 | -11,5 | -11,3 | -9,1 | -9,6 |
| Özel | 22,5 | 14,2 | 16,4 | 30,1 | 20,3 | 60,6 | 68,7 | 65,1 |
| 3- Stok Değişimi* | 3,6 | 5,5 | 2,2 | 1,2 | 3,0 | 3,1 | 1,4 | 2,2 |
| 4-Mal ve Hizmet İhracatı | 14,5 | 12,3 | 19,4 | 16,9 | 16,0 | 10,3 | 15,7 | 13,1 |
| 5-Mal ve Hizmet İthalatı | 22,0 | 24,7 | 28,3 | 33,0 | 27,1 | 31,2 | 32,7 | 32,0 |
| 6-Toplam Yurtiçi Talep | 10,9 | 8,5 | 7,0 | 11,3 | 9,3 | 19,1 | 21,1 | 20,2 |
| 7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep | 7,7 | 3,2 | 4,7 | 10,6 | 6,5 | 17,5 | 22,5 | 20,1 |
| 8-GSYİH (Harcama Yoluyla) | 8,1 | 3,9 | 5,5 | 6,1 | 5,8 | 10,1 | 13,4 | 11,8 |

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde

Kaynak: DİE

Ancak, Haziran-Eylül döneminde tüketici kredisi kullanımında gözlenen yavaşlama, yılın üçüncü üç aylık döneminde dayanıklı tüketim mallarına yönelik talebin yılın ilk yarısındaki hızının azalabileceğine işaret etmektedir. Nitekim, bu dönemde kamu bankaları tarafından kredi miktarlarına sınırlama getirilmesi, tüketici kredi faiz oranlarının artırılması ve otomobil hurda indiriminin azaltılması gibi etkenler sonucunda Haziran ayından itibaren yurt içi otomobil satışlarının artış hızı gerilemiştir. Öte yandan, Otomotiv Sanayi Derneği (OSD) verilerine göre aynı dönemde yurtiçi ticari araç ve traktör satışları da belirgin bir şekilde azalmıştır. Özellikle Ağustos ayında makine-teçhizat ve taşıt araçları sektörlerinin sanayi üretimi büyümesine yaptığı katkı önceki aylara kıyasla belirgin bir şekilde azalmıştır. Bu doğrultuda, Temmuz ve Ağustos aylarında, hem toplam sanayi hem de imalat sanayi üretim artışlarında, önceki aylara kıyasla görece bir yavaşlama meydana gelmiştir. Ayrıca, TCMB İYA göstergelerinden yararlanılarak hazırlanan gelecek üç aylık döneme ilişkin üretim eğilim endeksi Temmuz ayından itibaren düşmeye başlayarak Eylül ayında 2004 yılının en düşük seviyesine gerilemiştir (Grafik III.1.4).

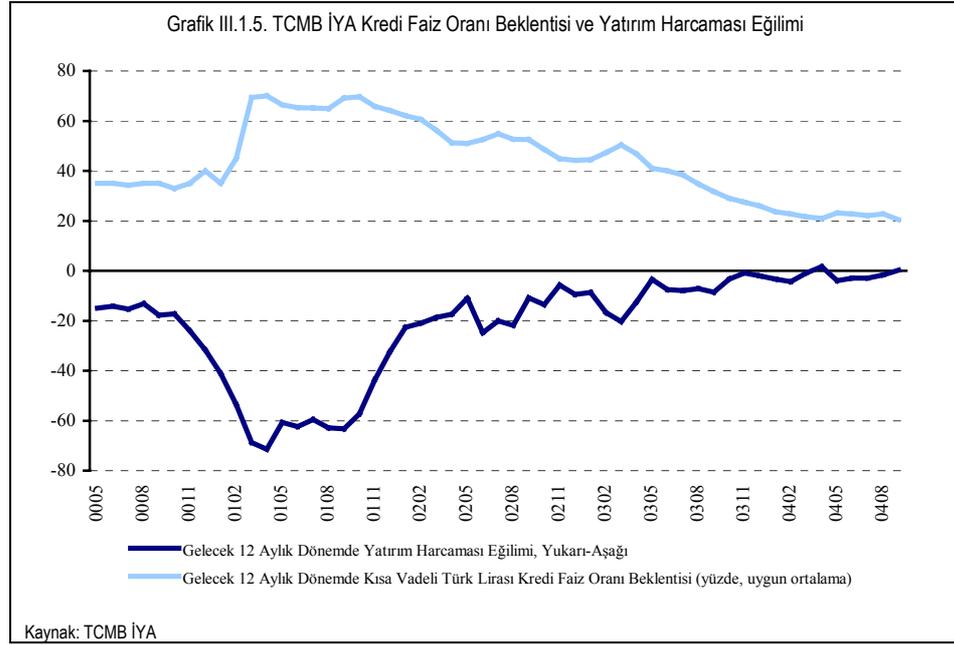
Bu gelişmelere ek olarak 2003 yılının son üç aylık dönemindeki ekonomik canlanmanın yarattığı yüksek baz etkisi de göz önüne alındığında, dayanıklı tüketim mallarının yanı sıra makine-teçhizat yatırımlarına yönelik harcamalardaki yüksek oranlı artışların yılın ikinci yarısında yavaşlayarak sürmesi beklenmektedir.



Kararlılıkla uygulanan makroekonomik program ekonomideki belirsizlikleri ve risk primini azaltarak faiz oranlarının gerilemesini sağlamış ve yatırımlar için uygun bir ortam yaratmıştır. Bu doğrultuda, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde özel yatırım harcamaları, makine-teçhizat yatırımlarında meydana gelen hızlı artıştan kaynaklanarak, yüzde 68,7 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Özel yatırım harcamaları bu dönemde ekonomik büyümeye en yüksek katkı yapan talep bileşeni olmuştur. Daha önceki raporlarda da önemi vurgulanan özel sektör yatırımlarının gerçekleştirilmesi enflasyonist olmayan sürdürülebilir büyüme açısından olumlu bir gelişmedir.

Özel sektör yatırım harcamalarının GSYİH içindeki payının 2004 yılının ilk yarısında hızla artması ekonomik büyümenin sağlıklı ve sürdürülebilir olduğuna işaret etmektedir. TCMB İYA'daki yatırımcı güvenine ilişkin göstergelerden yatırım harcaması eğilimi 2004 yılının Eylül ayında yeniden yukarı diyenler lehine dönerken, kredi faiz oranı beklentisi de düşüş göstermiştir (Grafik III.1.5). Ayrıca, firmaların finansman maliyetlerine ilişkin olumlu beklentileri çerçevesinde “yatırım harcaması düşünülüyor” diyenlerin payı da gerilemeye devam etmiştir. Öte yandan, Ağustos ayı itibarıyla makine-teçhizat üretimi ile sermaye malları ithalatı gelişmelerinin yanı sıra Eylül ayında ana metal ve makine-teçhizat sektörlerinde gözlenen yüksek kapasite kullanım oranları da yatırım harcamalarının hızlı bir şekilde artmaya devam ettiğini göstermektedir.

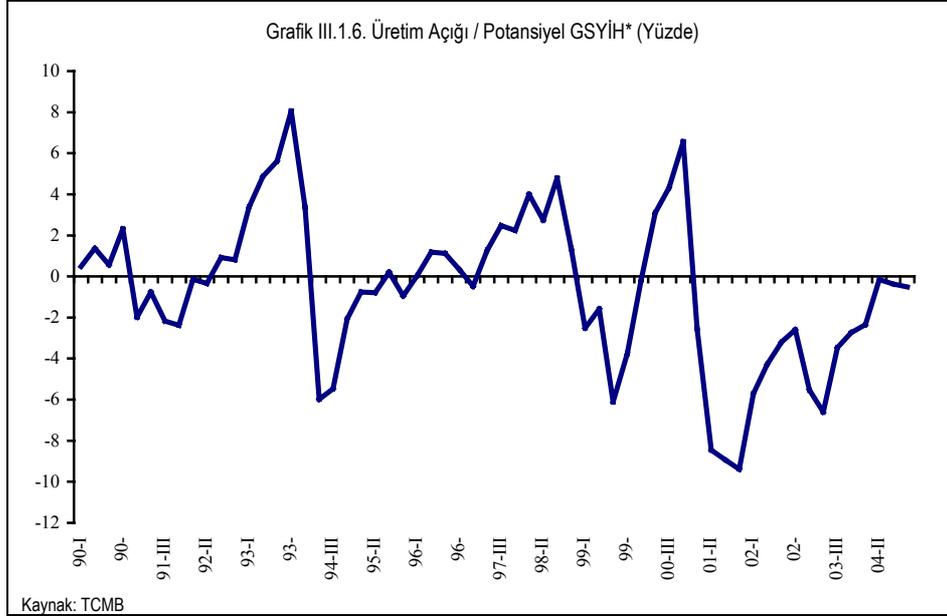
2004 yılının ilk yarısında tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı görülmemesinde, enflasyonist olmayan sürdürülebilir büyüme açısından önem arz eden özel yatırım harcamalarının hızla yükselerek ekonomideki potansiyel üretim düzeyini artırması etkili olmuştur.



Son dönemde kapasite kullanım oranlarının yüksek seviyelere ulaşmasına ve üretim açığının daralmaya başlamasına karşın ekonomideki yüksek oranlı büyümenin fiyatlar üzerinde hızlandırıcı bir etkisi görülmemektedir. Bu gelişmede, enerji fiyatları ve reel kur gibi maliyet unsurlarındaki olumlu gidişatın yanı sıra özellikle birim ücretlerin düşük seviyelerini korumasını sağlayan hızlı verimlilik artışları ve iç talep seviyesinin birçok sektörde halen görece olarak düşük kalması da etkili olmaktadır. Örneğin, 2004 yılının ikinci üç aylık dönemi itibarıyla dayanıklı tüketim mallarının dışında kalan mal ve hizmet grubuna yönelik zorunlu tüketim malları harcamaları halen düşük bir seviyede bulunmaktadır. Öte yandan, yatırım harcamalarında gözlenen hızlı büyüme de gerek verimlilik artışlarının sürmesini sağlayarak gerekse ekonomideki potansiyel üretim seviyesini yukarıya çekerek enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaktadır. Bu çerçevede, iç talebin kısa dönemde fiyatlar üzerinde baskı yaratacak düzeyde olmadığı düşünülmektedir. Ancak, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının geçmiş dönemlerdeki kadar kuvvetli olmayacağı da açıktır. Yılın ikinci yarısında iç talepte yavaşlama beklenmekle birlikte, talep yönlü etkilerin fiyatlar üzerindeki yansımaları konusunda verimlilik gelişmelerinin belirleyici olacağı düşünülmektedir.

Bu etkenler göz önüne alındığında, yatırım harcamalarındaki artışların sürmesi, verimlilik kazanımları ve enflasyondaki düşüş süreciyle istikrarlı büyümenin aynı anda sürdürülebilmesi açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle, ekonomideki güven ortamının kalıcı hale getirilmesine ve yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal

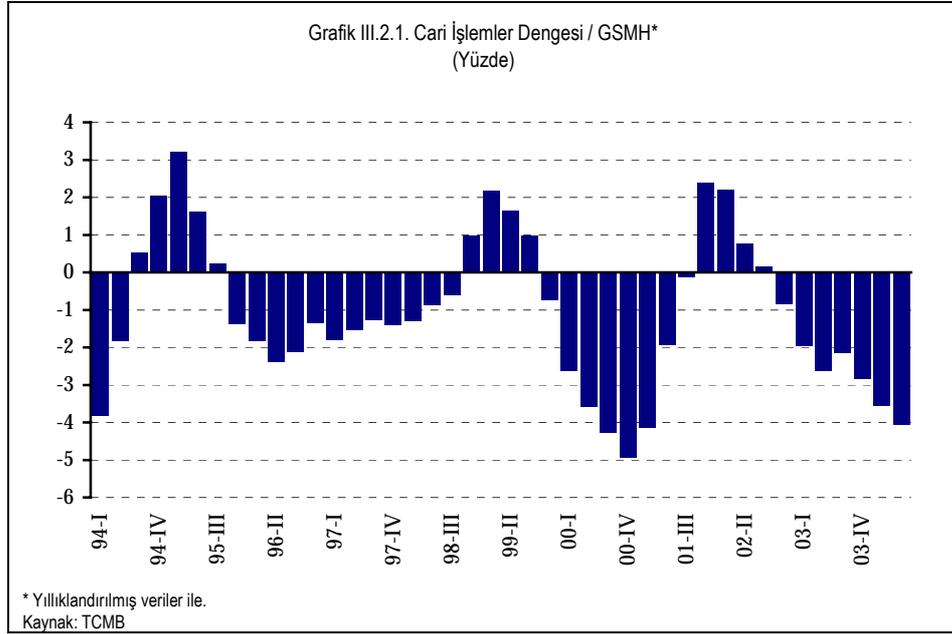
reformların devamlılığı, gerek yerli yatırımlardaki mevcut eğilimin sürmesi gerekse önümüzdeki dönemde doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.



Ekonomideki kaynak kullanımını ve enflasyon üzerindeki üretim kapasitesi yönlü baskıları yansıtan göstergelerden biri olan ve mevcut üretim ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark olarak tanımlanan üretim açığına ilişkin tahminler 2004 yılı ikinci üç aylık dönemi itibarıyla Türkiye ekonomisinin potansiyel üretim düzeyinin altında olduğunu göstermektedir. Bu dönemde gözlenen yüksek oranlı büyümenin yılın ikinci yarısında yavaşlamasıyla birlikte üretim açığının bu seviyesini koruyacağı tahmin edilmektedir (Grafik III.1.6). Özetle, üretim açığına ilişkin ölçümler verimlilik artışlarının yanı sıra döviz kuru ve enerji fiyatları gibi maliyet unsurlarındaki olumlu gidişatın sürdüğü bir ortamda değerlendirildiğinde, ekonomideki mevcut üretim seviyesinin fiyatlar üzerinde henüz baskı yaratacak düzeyde olmadığı düşünülmektedir.

III.2. Dış Talep

2004 yılının Ocak-Eylül döneminde cari işlemler dengesi 10,6 milyar ABD doları açık vermiştir (Grafik III.2.1). Bu dönemde, hizmet gelirlerinin turizm gelirlerindeki hızlı artış sonucunda yükselmesine karşın, yüksek oranda artan dış ticaret açığı cari işlemler dengesinin temel belirleyicisi olmuştur.



DİE tarafından açıklanan verilere göre, ihracat bu dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 32,3 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Enerji fiyatları ve reel kur gelişmelerinin verimlilik kazanımlarına eşlik etmesi sonucunda birim maliyetlerdeki olumlu düzeyin korunması, firmaların uluslararası piyasalardaki rekabetçi konumunun dolayısıyla da ihracat artışlarının sürmesini sağlamıştır.

İhracattaki yüksek performansın yanı sıra iç talep canlanmasının da hızlanmasıyla birlikte sanayi üretiminde gözlenen yüksek oranlı artışlar ithalatın da hızlanmasına neden olmuştur. Söz konusu dönemde, toplam ithalattaki yüzde 42,4'lük artış, öncelikle ara malı ithalatındaki artıştan kaynaklanmıştır. İç talepteki canlılık tüketim malları ithalatının yanı sıra üretime yönelik ara malı ithalatını da uyarırken, kapasite kullanım oranlarının ulaştığı yüksek seviye sermaye malı ithalatını da gerekli kılmıştır. Bu dönemde, Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu taşıt araçları ve dayanıklı tüketim mallarının görece fiyatlarının düşük seviyelerde kalmasına katkıda bulunurken, firmaların üretim ve yatırım maliyetlerini olumlu etkilemiştir.

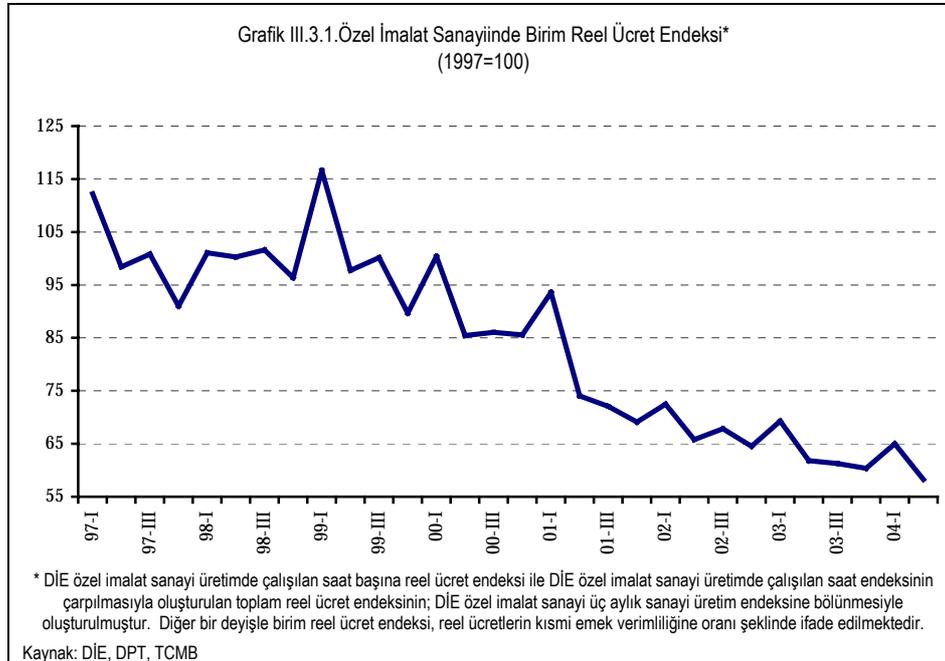
DİE ve Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verileri, ihracatta sanayi ürünleri kaynaklı artışın 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde de devam ettiğini göstermektedir. Diğer taraftan, Maliye Bakanlığının yayınladığı 2004 yılının Eylül ayına ilişkin ithalde alınan KDV'deki artış eğilimi ithalattaki yükselişin sürdüğüne işaret etmektedir.

Dış ticaret verilerinde mevcut eğilimin sürmesi durumunda, artan ithalatın yüksek ihracat performansı ve turizm gelirleri ile kısmen karşılanması beklenmekte, sonuç olarak da cari işlemler dengesinin 2004 yılı sonunda GSMH'nin yüzde 4,9'u oranında açık vereceği tahmin edilmektedir.

III.3. Maliyetler

2004 yılının ikinci üç aylık döneminde imalat sanayiinde istihdam geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2,4 oranında artmıştır. Aynı dönemde, üretimde çalışılan saat başına reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,2 oranında yükselmiş, buna karşılık çalışılan saat başına verimlilik ise aynı dönemde yüzde 13 oranında artış göstermiştir. (Tablo III.3.1).

Reel ücretlerin kısmi emek verimliliğine oranı şeklinde ifade edilen özel imalat sanayi birim reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,7 oranında düşerek 1997 yılından bu yana en düşük seviyede gerçekleşmiştir (Grafik III.3.1). Birim reel ücretlerdeki bu durum, hızlı üretim artışlarının fiyatlar üzerinde oluşturabileceği kapasite yönlü baskıları engellediği gibi yüksek ihracat performansının da en önemli etkenlerinden birisi olmuştur.



2003 yılının son üç aylık döneminden başlayarak reel ücretlerde gözlenen artış eğilimi, verimlilik-reel ücret makasının daralmasına, dolayısıyla reel birim ücretlerdeki gerilemenin yavaşlamasına neden olmaktadır. Bu nedenle, ekonomideki yüksek oranlı büyüme oranlarına

paralel olarak, önümüzdeki dönemde ücret gelişmelerinin firmaların maliyet avantajına son iki yılda olduğu ölçüde katkı yapmayacağı düşünülmektedir. Ancak, reel ücret artışlarının üzerinde seyretmesi beklenen verimlilik kazanımlarının ilerleyen dönemlerde de fiyatlar üzerinde maliyet yönlü baskıların oluşmamasına ve ihracat artışlarının devamına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

2005 yılına ilişkin olarak kamu kesiminde çalışan memur maaşlarına enflasyon hedefi olan yüzde 8 oranının üzerinde, ortalama yüzde 10,7 zam öngörülmüştür. Özel sektördeki ücret artışlarının da kamu kesimi gelirler politikasını temel alması durumunda, imalat sanayiinde gözlenen reel ücret artışları 2005 yılında ekonominin tamamına yayılmış olarak devam edecektir. Ancak, artan yatırım harcamalarının getirdiği verimlilik kazanımlarının reel ücretlerdeki artışın üzerinde kalması fiyatlar üzerindeki olası maliyet yönlü baskıları sınırlayacaktır.

Tablo III.3.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

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

(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 Çalışılan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100

Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu, ulusal para cinsinden ithal hammadde ve yatırım malı fiyatlarını düşürerek fiyatlar üzerindeki maliyet yönlü baskıları engellemiştir. Ancak, ana metal ve petrol ürünleri sektörlerinde temel girdi olarak kullanılan hammaddelerin uluslararası fiyatlarındaki yükseliş, ilerleyen aylarda enflasyon üzerinde maliyet kaynaklı baskıların oluşabileceğine işaret etmektedir. 2004 yılı başından itibaren birikimli artışlar göz önüne alındığında, yılın üçüncü üç aylık dönemi itibarıyla ithalat fiyatlarının yüzde 11,2 oranında, ham petrol ve ana metal fiyatlarının ise sırasıyla yüzde 33,4 ve yüzde 22,1 gibi yüksek oranlarda arttığı görülmektedir (Tablo III.3.2). Nitekim, petrol fiyatlarında uluslararası piyasalardaki yükseliş Temmuz, Ağustos ve Ekim aylarında kısmen iç piyasaya yansıtılmıştır. Bu durum, ekonomiye gelen iç dengelerden bağımsız

dışsal şokların üretim maliyetlerini ve dolayısıyla enflasyonu artırıcı etkileri olabileceğini göstermektedir. Bu çerçevede, dış konjonktürdeki gelişmelere bağlı olarak bu şokların uzun bir süreye yayılması fiyat gelişmeleri açısından bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır.

| | 2003 | | | | | 2004 | | |
|---------------------------------|-------|------|------|-------|--------|-------|-------|----------------------|
| | I | II | III | IV | Yıllık | I | II | III |
| İthalat Fiyat Endeksi | 101,6 | 99,7 | 99,9 | 102,3 | 100,9 | 108,5 | 111,6 | 113,8 ⁽¹⁾ |
| Ham Petrol Fiyatları (\$/Varil) | 28,7 | 24,7 | 26,5 | 28,0 | 27,0 | 30,0 | 32,0 | 37,3 ⁽²⁾ |
| Metal Fiyatları Endeksi | 92,7 | 93,0 | 97,9 | 109,3 | 98,2 | 130,0 | 130,2 | 133,4 ⁽³⁾ |

(1) 2004 yılının üçüncü üç aylık dönemine ilişkin veri Temmuz-Ağustos dönemini yansıtmaktadır.
(2) Ağustos ve Eylül değerleri için tahmin kullanılmıştır.
(3) 2004 yılının üçüncü üç aylık dönemine ilişkin veri Temmuz-Ağustos dönemini yansıtmaktadır.
Kaynak: DIE, DPT, IFS

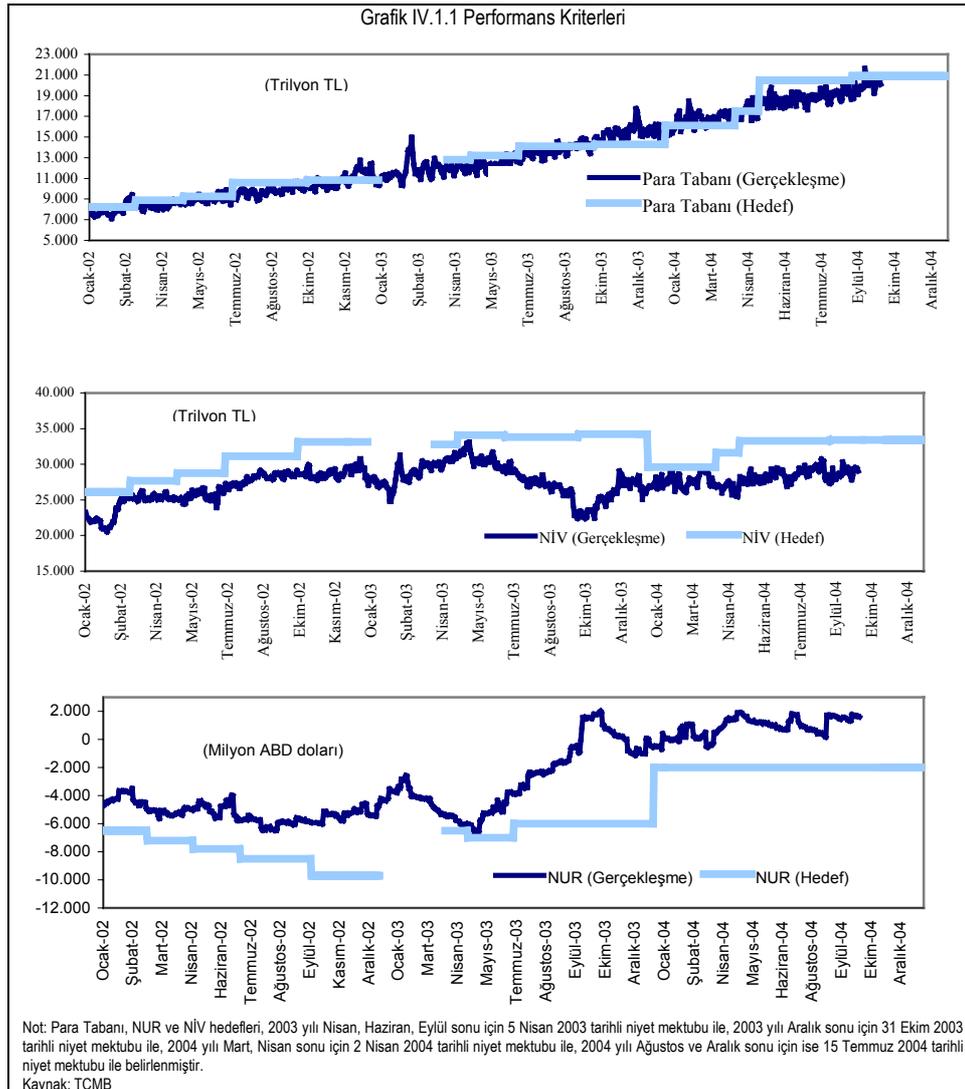
(Sayfa Düzeni Nedeni İle Boş Bırakılmıştır)

IV. Mali Piyasalardaki Gelişmeler

IV.1. TCMB Para ve Kur Politikası Gelişmeleri

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının para politikası uygulamalarının temel hedefi, yasında da belirtildiği üzere, fiyat istikrarını sağlamaktır. TCMB temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeler doğrultusunda kullanarak fiyat istikrarına odaklı bir para politikası stratejisi yürütmekle birlikte, finansal istikrarın sağlanması yönünde gerekli önlemleri almakta ve IMF ile devam ettirilmekte olan program çerçevesinde de parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri izlemektedir. Bu çerçevede, Ağustos ayı sonuna ilişkin Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler (NUR) için performans kriteri niteliğinde, Net İç Varlıklar (NİV) için ise gösterge niteliğinde belirlenen hedeflere ulaşılmıştır (Grafik IV.1.1).

Ağustos sonuna ilişkin Para Tabanı ve NUR için performans kriteri niteliğinde, NİV için ise gösterge niteliğinde belirlenen hedeflere ulaşılmıştır.

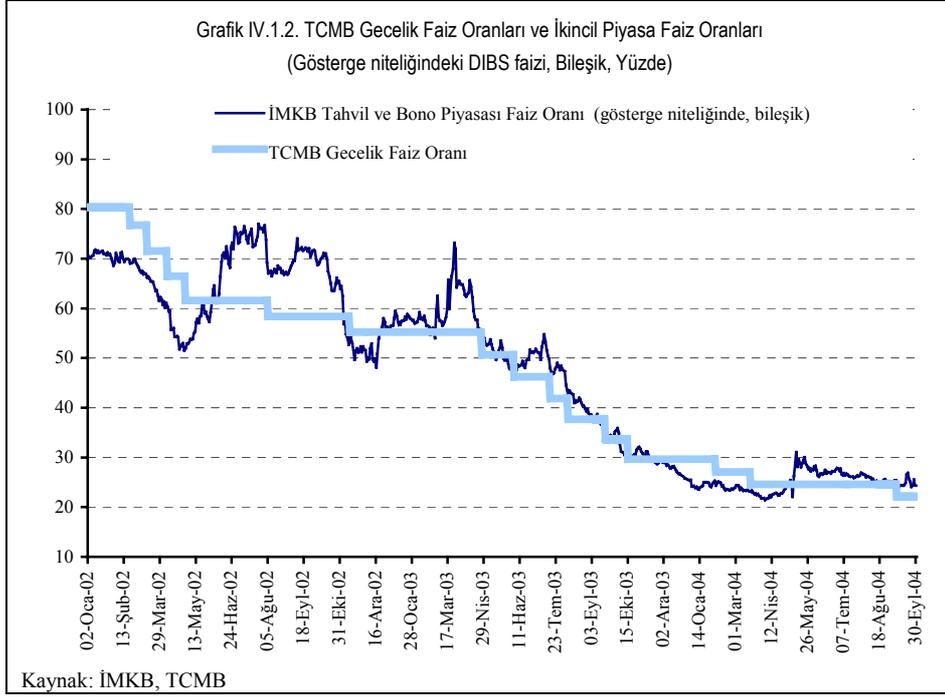


TCMB, para politikasını kamuoyuna açıklarken Para Tabanının bir çapa olmakla beraber temel para politikası aracının kısa vadeli faiz oranları olduğunu ve fiyat istikrarı temel hedefine ulaşılabilmesi için gerekli durumlarda parasal göstere ve hedeflerin yeniden gözden geçirilebileceğini vurguladığı üzere, 15 Temmuz 2004 tarihli niyet mektubu ile Ağustos ve Aralık sonu Para Tabanı hedeflerini yükseltmiştir. Bununla birlikte, Ağustos ayında, para talebi, reel ekonomik aktivitenin görece olarak yavaşlamasına paralel olarak öngörülenin altında bir hızla artmıştır. Yılın geri kalan döneminde de özellikle reel ekonomik aktivite olmak üzere, enflasyon beklentileri, faiz oranları ve döviz kuruna ilişkin beklentilerin para talebi artışında temel belirleyiciler olması beklenmektedir.

TCMB faiz politikası sadece fiyat istikrarı temel hedefine yönelik olarak gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirmek suretiyle oluşturulmaktadır. Toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve bunları etkileyebilecek gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ile kurum içinde yapılan enflasyon tahminleri faiz kararı alınırken değerlendirilen göstergelerdir. Söz konusu faktörlerin önümüzdeki dönemlerde izleyeceği seyrin, yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılmasını belirgin şekilde tehdit edecek bir risk unsuru oluşturması beklenmemektedir. Ek olarak, 2005 yılında enflasyon eğiliminin temel belirleyicisi olacağı düşünülen bütçe disiplininin, yapısal reformların ve mevcut ekonomik programın etkin bir şekilde sürdürüleceği ve bu doğrultuda oluşan olumlu beklentilerin devam edeceği varsayımı altında, TCMB gecelik borç alma faiz oranı 8 Eylül 2004 itibarıyla yüzde 20 seviyesine düşürülmüştür (Grafik IV.1.2).

TCMB gecelik borç alma faiz oranı 8 Eylül 2004 itibarıyla yüzde 20 seviyesine düşürülmüştür.

Daha önceki raporlarda da belirtildiği üzere, enflasyon hedefine ulaşılması konusunda TCMB'nin kontrolü dışında bazı risk unsurları bulunmaktadır. Özellikle kira olmak üzere eğitim ve sağlık gibi hizmet sektörlerindeki enflasyon hedefiyle tutarlı olmayan fiyatlama davranışları, gıda fiyatlarındaki arz yönlü dalgalanmalar ve yüksek petrol fiyatları enflasyon üzerinde baskı yaratabilecektir. Ayrıca, uluslararası piyasalarda meydana gelebilecek likidite daralması ve faiz artışlarının kurlar üzerinde oluşturabileceği baskı da söz konusu riskler arasında sayılabilir. Bu risklerin gerçekleşmesi durumunda, TCMB ekonomideki istikrarı korumaya yönelik olarak, para politikası araçlarını etkin olarak kullanacaktır.



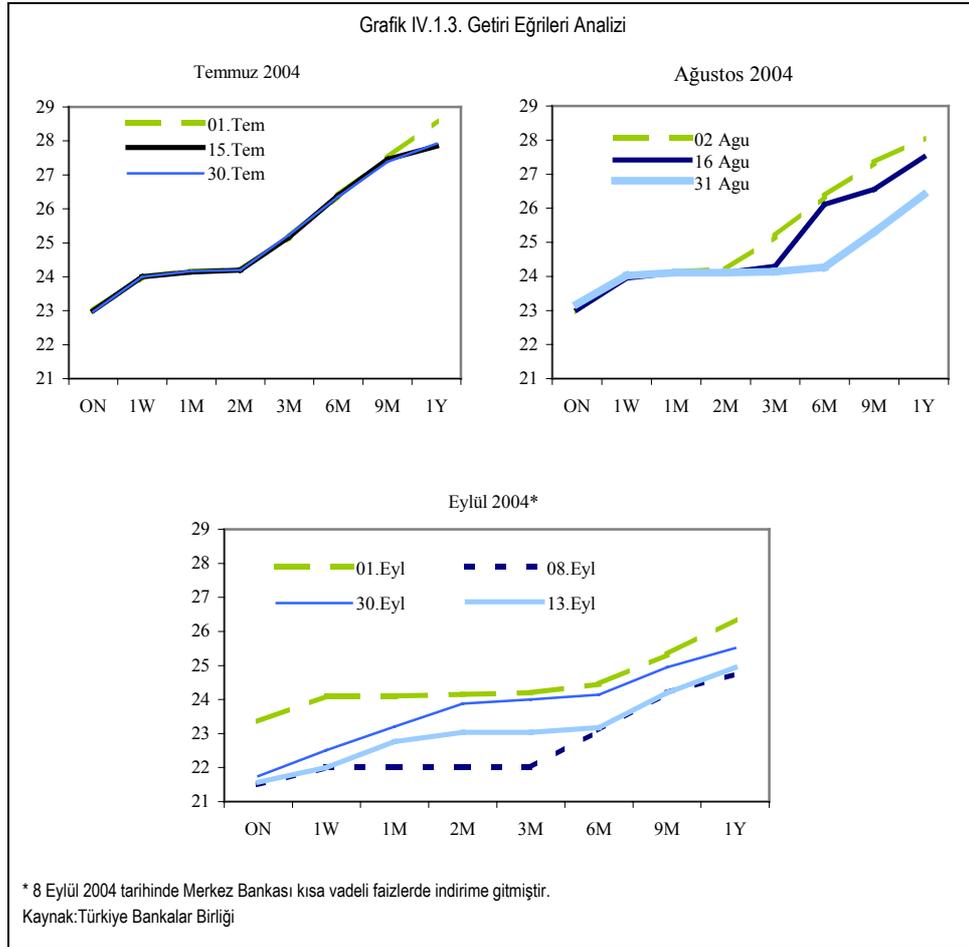
TCMB faiz oranı ve ikincil piyasada işlem gören gösterge niteliğindeki devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranı arasındaki ilişki incelendiğinde şu çıkarımları yapmak mümkündür: 2004 yılının üçüncü çeyreğinde piyasa faizleri ile TCMB faizleri arasındaki paralel seyir devam etmekte birlikte, piyasa faizleri kısa vadeli faizlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum TCMB'nin verdiği sinyallerin piyasa ajanlarınca nasıl algılandığı konusunda önemli ipuçları vermekte ve risk algılamalarının önemine dikkat çekmektedir. Türkiye ekonomisindeki makroekonomik gelişmelere ek olarak, piyasaların risk algılamalarını önemli ölçüde etkileyen AB'ye üyelik süreci ve IMF ile ilişkiler, ABD ekonomisindeki son dönemde yaşanan gelişmelere paralel olarak şekillenen ABD faiz politikası ve tarihi seviyelere yükselen petrol fiyatları, piyasa faizlerinin seyri üzerinde belirleyici olmaktadır. Nitekim, Temmuz ayında piyasa faizleri, 2004 yılı ilk çeyreğindeki yüksek büyüme hızı ve Haziran ayı enflasyon verilerinin yıl sonu enflasyon hedefi açısından olumlu performans göstermesi, IMF programının 8. gözden geçirmesine ilişkin görüşmelerin tamamlanması, ABD'deki çekirdek enflasyonun beklentilerin altında gerçekleşmesinin ABD Merkez Bankasının hızlı faiz artırımına gitmeyeceği yönünde sinyal olarak algılanmış olması, AB'den üyelik müzakereleri için yıl sonunda tarih alınacağı ve IMF ile yeni bir stand-by anlaşması imzalanacağı beklentileri ile ay ortasına kadar düşmüş, ancak takip eden günlerde yükselmiştir. Bu yükselişte, cari işlemler açığı rakamlarının yarattığı tedirginliğe ek olarak ABD Merkez Bankası Başkanının açıklamalarının neden olduğu ABD faiz politikası konusundaki belirsizlikler etkili olmuştur.

2004 yılının üçüncü çeyreğinde piyasa faizleri ile TCMB faizleri arasındaki paralel seyir devam etmekte birlikte, piyasa faizleri kısa vadeli faizlerin üzerinde gerçekleşmiştir.

Piyasa
faizleri,Eylül ayı
sonu itibarıyla
üçüncü çeyrekte
gözlenen en
düşük seviyeye
ulaşmıştır

Ağustos ayı başında IMF ile yeni stand-by anlaşması için mutabakata varılmasının ardından piyasa faizleri beklenenden daha temkinli bir düşüş göstermiştir. Bu durumun, cari işlemler açığının beklenenden fazla olmasının piyasalarda yarattığı tedirginlik nedeniyle gerçekleştiği söylenebilir. Eylül ayında, kısa vadeli faiz oranlarındaki indirimin hemen sonrasında piyasa faizleri yaklaşık bir puan gerilemiş, takip eden günlerde yoğunlaşan Türk Ceza Kanunu (TCK) tasarısına ilişkin tartışmaların AB'ye üyelik müzakerelerini kesintiye uğratacağı endişeleri ile önemli ölçüde yükselmiştir. Eylül ayı sonuna doğru, TCK'nın zina maddesi olmaksızın meclisten geçirilmesi üzerine AB'den gelen olumlu haberler piyasalardaki tedirginliği azaltarak piyasa faizleri üzerindeki baskıyı önemli ölçüde hafifletmiştir. Nitekim, piyasa faizleri, Eylül ayı sonu itibarıyla üçüncü çeyrekte gözlenen en düşük seviyeye ulaşmıştır (Grafik IV.1.2).

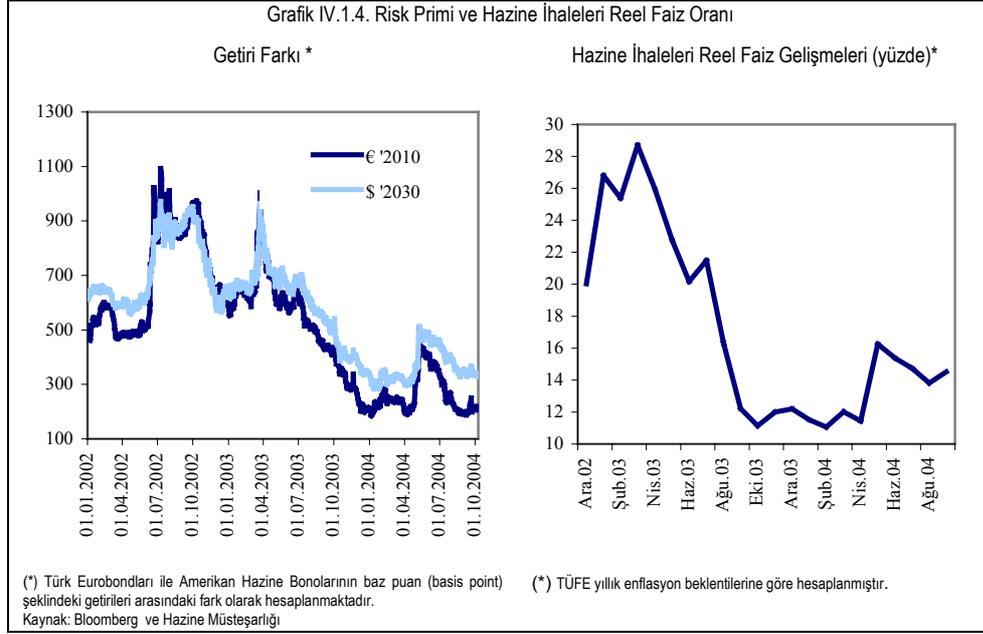
Yukarıda bahsedilen gelişmelerin risk algılamaları ve piyasa faizleri üzerindeki etkilerini getiri eğrilerine bakarak da görmek mümkündür. Temmuz ayı boyunca getiri eğrileri bulunduğu seviyeyi korumuştur. Kırılma noktası bir önceki ay olduğu gibi 2 ay olarak gerçekleşmiştir. Ağustos ayı itibarıyla getiri eğrileri incelendiğinde ise orta ve uzun vadeli faiz oranlarında ay ortalarında temkinli bir şekilde başlayan ve ay sonunda belirginleşen düşüş dikkat çekicidir. Bu gerilemenin, IMF ile yeni stand-by anlaşmasının yapılacağı belirlenmesinin ardından risk primindeki düşüşe bağlı olarak gerçekleştiğini söylemek mümkündür. Ağustos ayında diğer önemli bir gelişme ise getiri eğrilerinin kırılma noktasında gözlenen uzamadır. Ağustos ayı başında 2 ay olan kırılma noktası, ay ortasında 3 aya kadar uzarken ay sonunda 6 ay olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, yatırımcıların 6 ay ve sonrasında daha riskli algıladıklarına işaret etmektedir. Eylül ayındaki getiri eğrileri incelendiğinde, TCMB'nin faiz politikasının yanısıra risk algılamalarının faizlerin düzeyinin belirlenmesinde ne derece önemli olduğunu görmek mümkündür. TCMB'nin 8 Eylül 2004 tarihinde gerçekleştirdiği faiz indirimi takiben tüm vadelerde faizler aşağı doğru hareket etmiş, faiz indirimi takip eden günlerde ise kısa ve uzun vadeli faiz oranları buldukları seviyeleri korurken orta vadeli faizlerde artış eğilimi görülmüştür. Eylül ayı sonuna doğru orta vadeli faizlerde görülen bu artış eğilimi kısa ve uzun vadeli faizlerde de yaşanmış, ay sonu itibarıyla tüm vadelerde faiz oranları yukarı hareket etmiştir. Eylül ayı başında 6 ay olan kırılma noktası faiz indirimi olduğu dönemde 3 aya kadar düşerken ay sonunda 2 ay olarak gerçekleşmiştir. Yukarıda da bahsedildiği üzere, büyük ölçüde TCK tasarısına ilişkin tartışmaların AB'ye üyelik müzakerelerini kesintiye uğratacağı endişeleriyle gerçekleşen bu artış, Eylül ayı sonuna doğru AB'den gelen olumlu haberlerle yavaşlamış ve Eylül sonu itibarıyla faizler üçüncü çeyrekteki en düşük seviyelerine ulaşmıştır (Grafik IV.1.3).



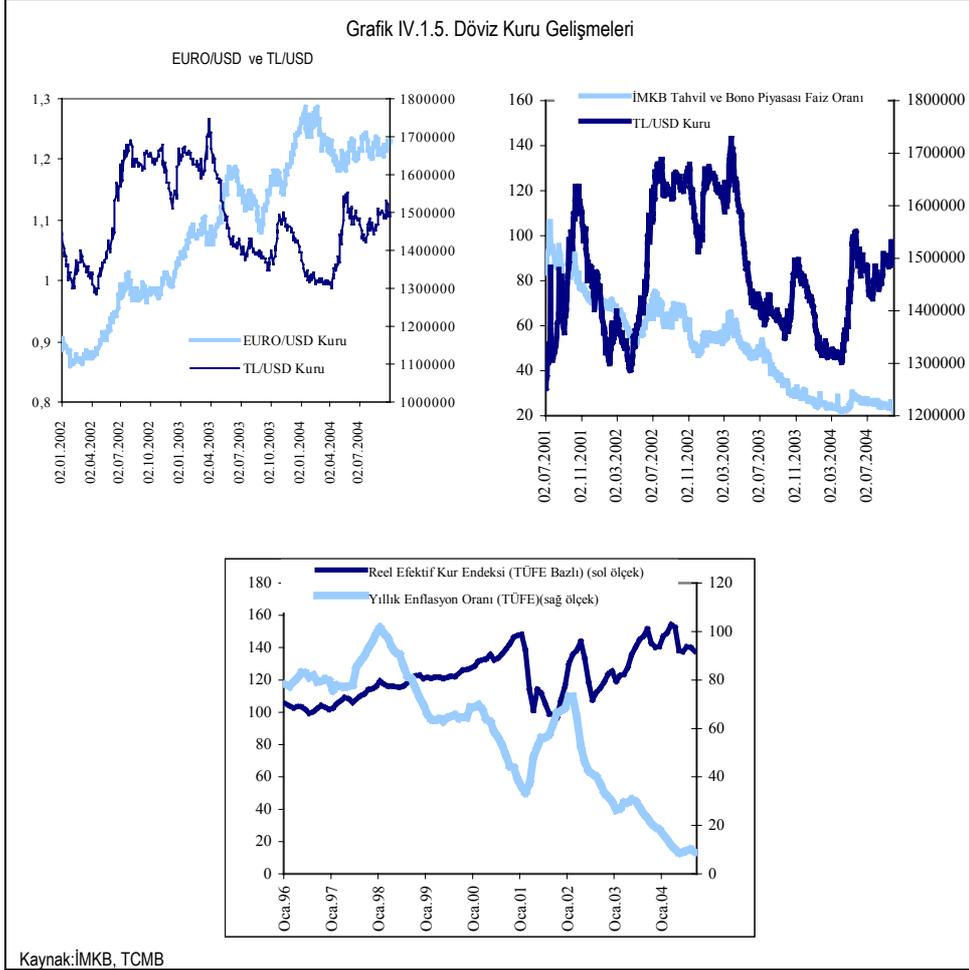
Reel faizlerde düşme eğilimi gözlenmekle beraber, reel faizler hala yüksek seviyelerini korumaktadır. Reel faizlerin seviyesinin belirlenmesinde ise mali disiplinin ve ekonomik programın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler tarafından şekillenen yüksek ve oynak risk primi en önemli belirleyici olma rolünü devam ettirmektedir. Bu çerçevede, Hazine ihalesi reel faizleri, Haziran ayında girdiği düşüş eğilimini Temmuz ve Ağustos aylarında sürdürmekle birlikte, Eylül ayında yeniden artış eğilimi göstermiştir. Eylül ayı başında TCMB faiz oranlarını gelecek dönem enflasyonuna ilişkin olumlu beklentilere bağlı olarak düşürmesine rağmen, yukarıda bahsedildiği üzere, AB'ye adaylık sürecini olumsuz etkileyebilecek bazı iç politik gelişmeler sonucunda risk algılamalarındaki artışa paralel olarak reel faizlerde artış görülmüştür. Bu durum, reel faizlerin düşürülmesinde, etkin işleyen bir mali sistemin ve derinleşmiş mali piyasaların oluşması, vergi tabanının genişletilmesi, kayıt dışının azaltılması ve sosyal güvenlik sistemi açıklarının aşağıya çekilmesi gibi bazı yapısal sorunlarla mücadelenin ve ekonomik programın sürdürülebilirliği ile ilgili oluşabilecek endişelerin ortadan kaldırılmasının önemine dikkat çekmektedir. Buna ek olarak, genellikle ülke için risk

Reel faizlerin seviyesinin belirlenmesinde mali disiplinin ve ekonomik programın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler tarafından şekillenen yüksek ve oynak risk primi en önemli belirleyici olma rolünü devam ettirmektedir.

primini ölçmede kullanılan ve uluslararası piyasalarda ihraç edilen 30 yıllık ABD doları cinsi ve 10 yıllık Euro cinsi devlet tahvilleri ile aynı vadeli referans ABD tahvillerin faiz oranı arasındaki fark şeklinde hesaplanan faiz marjı da (spread), Temmuz ayında başlayan düşüş eğilimini Ağustos ayında da sürdürmekle beraber, Eylül ayında yükselmiştir (Grafik IV.1.4).



Yılın üçüncü çeyreğinde, turizm sezonu nedeniyle gözlenen döviz akımları ve Türkiye ekonomisindeki makroekonomik gelişmelere ek olarak, IMF ve AB ile ilişkiler, ABD Merkez Bankası'nın faiz politikası ile AB'de gözlenen siyasi ve iktisadi gelişmeler, yabancı ve yurtiçi yatırımcıların tutumları üzerinde etkili olarak, Türk lirasının değeri üzerinde belirleyici olmuştur. Temmuz ayında, piyasa faiz gelişmelerine paralel olarak, döviz kurları da, önce önemli ölçüde gerilemiştir. Temmuz ayı sonundan itibaren ise, Ağustos ayında IMF ile orta vadeli bir program yapılacağına açıklanmasına rağmen, cari işlemler açığının finanse edilebilirliği tartışmasının yoğunlaşması nedeniyle bankaların açık pozisyonlarını kapatma eğilimleri ve para ikamesinin sonucunda kurlarda artış görülmüştür. Eylül ayında yaşanan iç ve dış politik, ekonomik gelişmelerin etkisi ve para ikamesinin neden olduğu döviz likiditesindeki daralmaya paralel olarak kurlar önceki aylarda olduğu gibi oynak bir seyir izlemiştir. Önümüzdeki dönemlerde piyasaların risk algılamalarını şekillendiren ve yukarıda sözü edilen gelişmelerin döviz kuru üzerinde de belirleyici olması beklenmektedir (Grafik IV.1.5).



Enflasyon hedefi açısından önümüzdeki dönemde kur ve faiz dinamiklerine baktığımızda hedefe ulaşılmasını engelleyecek gelişmeler beklenmemektedir. Öncelikle TCMB Beklenti Anketi Ekim ayı sonu verilerine göre, yıl sonu para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranı yüzde 18 ve üç aylık Hazine ihalesinde gerçekleşecek yıllık bileşik faiz oranı yüzde 19 olarak beklenmektedir. Söz konusu rakamların cari gerçekleştirmelerin altında olması, ekonomik birimlerin önümüzdeki döneme dair iyimser beklentiler içinde olduklarını göstermektedir. Önümüzdeki dönemlerde de, ekonomik büyüme, olumlu enflasyon performansı, IMF ve AB ile ilgili olumlu gelişmeler ve mali disiplinin sağlanması ve korunması yönünde atılan adımların beklenti yönetiminde önemli rol oynaması beklenmektedir.

IV.2. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri

Gelişmekte olan ülkelerin dış finansmanı için uygun ortam devam etmesine rağmen, uluslararası faiz oranlarındaki artış beklentisi nedeniyle gelişmekte olan piyasalara olan özel sermaye akımlarının önümüzdeki dönemde daha sınırlı olması beklenmektedir (Tablo IV.2.1).^{*} Ancak, Türkiye'nin AB'ye giriş süreci nedeniyle doğrudan yatırımlardaki artış olasılığı ülkemiz için sermaye girişlerinin devam edeceği beklentisini doğurmaktadır. AB süreci nedeniyle gelişmekte olan ülkelere akan doğrudan yatırımlardan daha yüksek pay alma olasılığı, ABD faiz kararlarının ülkemiz üzerindeki etkisini azaltması beklenmektedir.

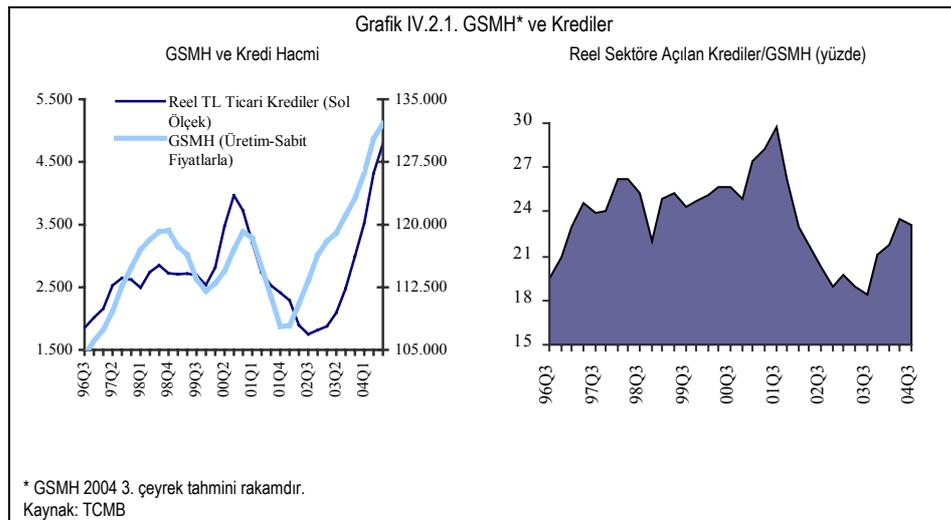
Tablo IV.2.1 Gelişmekte Olan Ükelere Olan Net Sermaye Akımları
(Milyar ABD Doları)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 [*] | 2005 [*] |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| Toplam Sermaye Akımları | 18,9 | 63,5 | 62,9 | 95,6 | 50,6 | 5,4 |
| Özel Sermaye Akımları | 46,6 | 47,8 | 61,2 | 120,4 | 81,6 | 47,5 |
| Doğrudan Yatırımlar | 177,1 | 191,2 | 143,5 | 147,6 | 166,9 | 175,2 |
| Portföy Yatırımları | 16,1 | -91,3 | -99,6 | -11,0 | -21,3 | -23,4 |
| Diğer Sermaye Akımları | -146,6 | -52,0 | 17,3 | -16,2 | -64,0 | -104,4 |
| Resmi Akımları | -27,7 | 15,7 | 1,7 | -24,8 | -31,0 | -42,1 |

Kaynak: IMF World Economic Outlook (Eylül 2004).

(*)Projeksiyon.

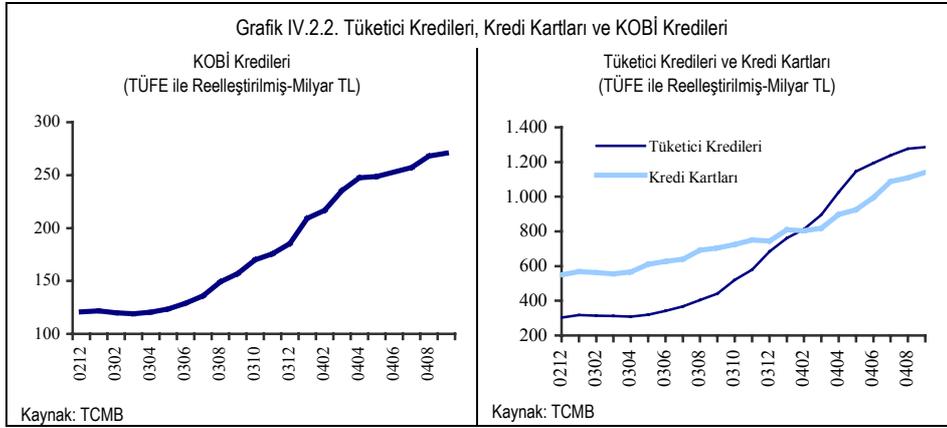
Bankalar tarafından reel sektöre açılan krediler ekonomik büyümeyi desteklemeye devam etmektedir (Grafik IV.2.1). Döviz kurunun istikrarlı seyri ve Türk lirasının değer kazanması reel sektör firmalarının mali yapılarını güçlendirerek kredi taleplerini artırmakta, diğer taraftan ise bankaların mali yapılarını güçlendirerek kredi arzını artırmaktadır. Kredi arz ve talebindeki artış ise yatırımların artışı yoluyla ekonomik büyümeyi desteklemektedir.



* IMF World Economic Outlook (Eylül) Raporu.

2004 yılının ilk yarısında bireysel bankacılığa ağırlık veren bankalar, yılın ikinci yarısından itibaren ticari kredilere ağırlık vermeye başlamışlardır. Tüketici kredilerinin yüksek artış hızının yaratmış olduğu olası riskler gözönüne alınarak, bankalar Nisan-Haziran döneminde tüketici kredisi faiz oranlarını artırmış, kamu bankaları kredi arzlarını sınırlandırmış ve otomobil kredilerinde uygulanan hurda araç indirimi ise yüzde 50 oranında düşürülmüştü. Ayrıca, Ağustos ayında tüketici kredileri üzerindeki Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) kesintisinin yüzde 10'dan yüzde 15'e yükseltilmesi tüketici kredilerinin artış hızını daha da sınırlamıştır (Grafik IV.2.2).

Tüketici kredilerinin artış hızı Haziran ayından itibaren önemli ölçüde yavaşlamış olmasına rağmen, finansal istikrarın devamı amacıyla yakından takip edilmeye devam edilmektedir.



Tüketici kredileri artış hızının önümüzdeki dönemde enflasyon hedefini tehlikeye düşürmeyecek ve finansal istikrar açısından risk yaratmayacak şekilde gerçekleşmesi beklenmektedir. Özellikle, özel sektöre açılan kredilerin yatırım imkanlarını desteklemesi ve ticari kredilerin yol açacağı potansiyel üretim artışının enflasyonist baskıları azaltacağı düşünülmektedir. Tüketici kredilerinin artış hızı, iç talep, enflasyon ve cari işlemler açığı açısından yakından takip edilmeye devam edilecektir.

(Baskı Düzeni Nedeni ile Boş Bırakılmıştır)

V. Kamu Maliyesi

Uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde daha önceki yıllarda olduğu gibi 2004 yılında da yüksek faiz dışı fazla hedeflenmiştir. İzlenmekte olan sıkı maliye politikaları sonucunda yılın ilk dokuz ayı itibarıyla konsolide bütçe faiz dışı fazlasının olumlu bir performans izlediği gözlenmiştir. Nitekim, 2004 yılı Ocak-Eylül döneminde konsolide bütçe faiz dışı bütçe fazlası 24,1 katrilyon Türk lirası olmuş, bu tutarın 2004 yıl sonu bütçe hedefi içindeki payı ise yüzde 119,2 olarak gerçekleşmiştir (Tablo V.1.). Bu dönemde konsolide bütçe açığı ise 21,1 katrilyon Türk lirası olmuştur.

2004 yılı Ocak-Eylül döneminde konsolide bütçe faiz dışı fazlası olumlu bir performans izlemiştir.

Tablo V.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri

| | 2004 Ocak-Eylül Gerçekleşme (Katrilyon TL) | 2004 Bütçe Tahmini Başlangıç Ödenekleri (Katrilyon TL) | Gerçekleşmelerin Bütçe Tahmini İçindeki Payı (Yüzde) |
|------------------------|--|--|--|
| Gelirler | 79,8 | 104,1 | 76,6 |
| Vergi Gelirleri | 64,9 | 88,9 | 73,0 |
| Harcamalar | 100,9 | 149,9 | 67,3 |
| Faiz Dışı Harcamalar | 55,7 | 83,9 | 66,4 |
| Personel Giderleri | 22,0 | 28,6 | 76,9 |
| Cari Transferler | 21,0 | 27,5 | 76,4 |
| Faiz Harcamaları | 45,2 | 66,1 | 68,4 |
| Bütçe Dengesi | -21,1 | -45,8 | 46,0 |
| Faiz Dışı Denge | 24,1 | 20,2 | 119,2 |

Kaynak: Maliye Bakanlığı

2004 yılının ilk dokuz ayındaki konsolide bütçe faiz dışı fazla göstergesi olumlu olmakla birlikte yılın geriye kalan döneminde bütçe performansının izleyeceği seyir önem taşımaktadır. Mali disiplinin sürdürülmesi, uygulanmakta olan ekonomik programın başarısı açısından büyük önem taşımaktadır.

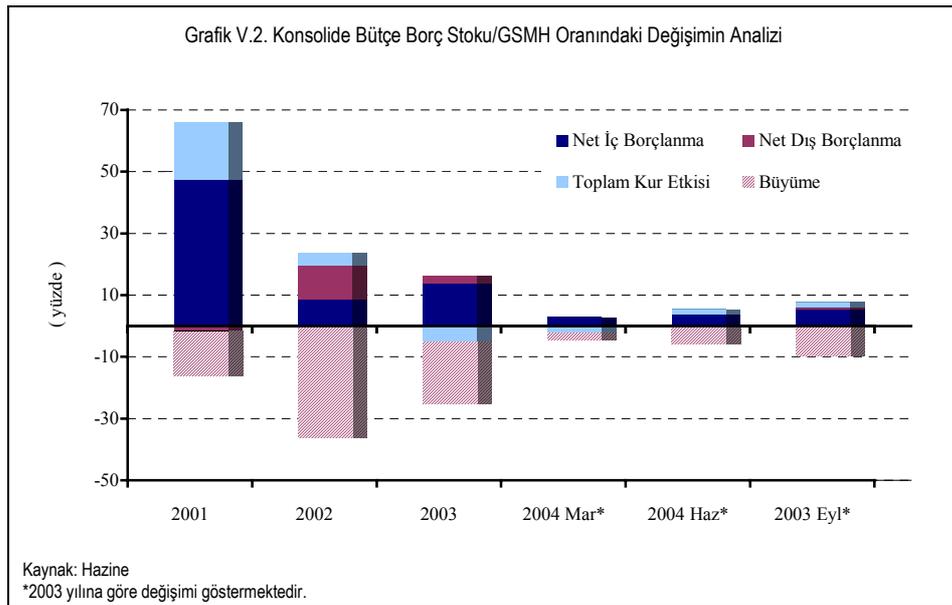
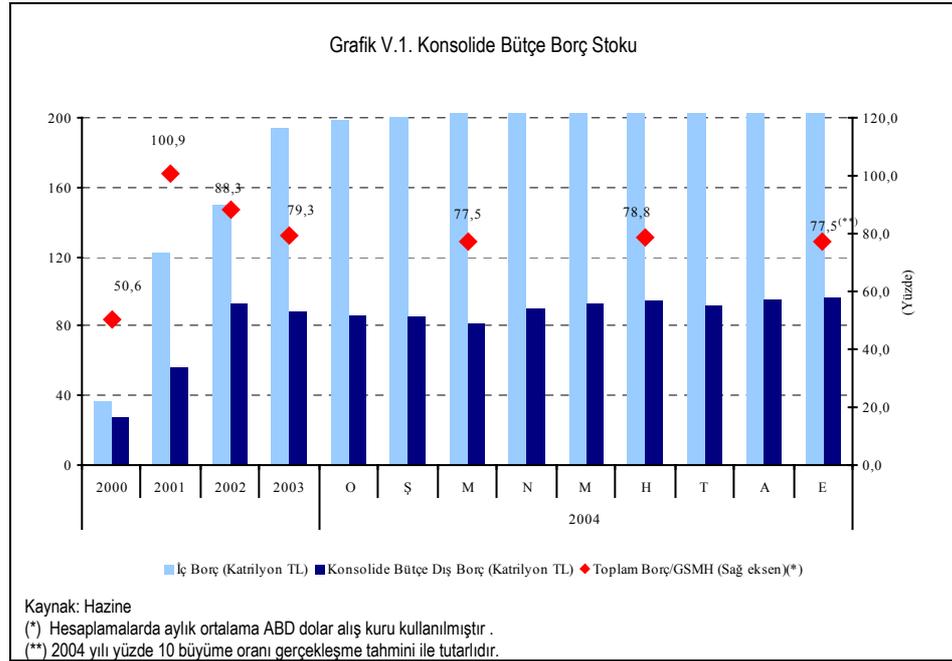
V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler*

2004 yılı Eylül ayında konsolide bütçe toplam borç stoku 2004 yılı Haziran ayına göre yüzde 3,7 oranında artarak 314,7 katrilyon Türk lirası seviyesine ulaşmıştır. Dış borç stoku ABD doları bazında 1,4 milyar dolar artarken, iç borç stoku yüzde 4 oranında artarak 217,6 katrilyon Türk lirası olmuştur (Grafik V.1). 2003 yıl sonu ile karşılaştırıldığında toplam borç stokundaki artışın önemli kısmının net iç borçlanma ve Türk lirasının değer kaybetmesinden kaynaklandığı görülmektedir. Hazine'nin borçlanma maliyetlerindeki azalma, borçlanma vadesinde gözlenen artış ile mali disiplin çerçevesinde elde edilen yüksek faiz dışı fazla 2004 yılının ilk dokuz aylık döneminde net

2004 yılı Eylül ayında konsolide bütçe toplam borç stoku 2003 yıl sonuna göre yüzde 11,2 oranında artarak 314,7 katrilyon Türk lirası seviyesine ulaşmıştır.

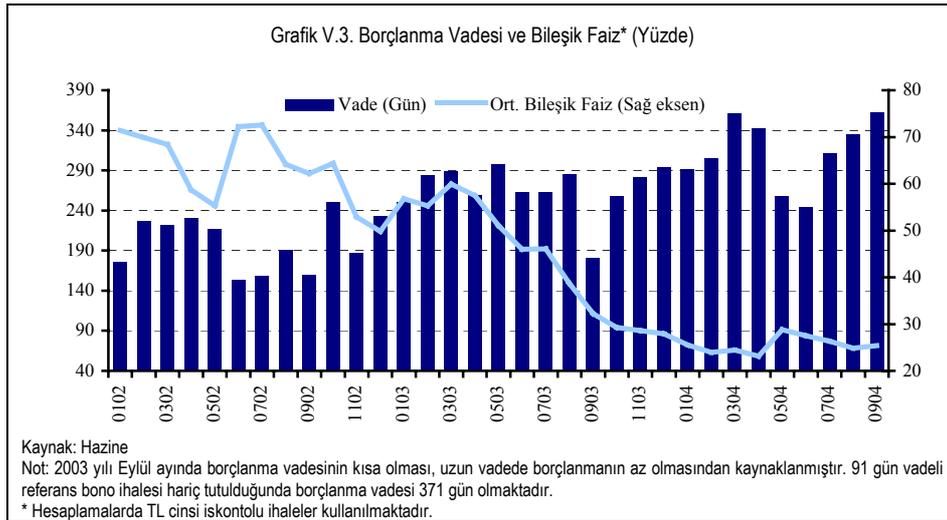
* Bu bölümde borç stoku konsolide bütçe borç stokunu ifade etmektedir.

borçlanmayı azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik V.2). Ancak, döviz kurundaki dalgalanmalar, Eylül ayı itibarıyla yüzde 44'ü döviz cinsi/dövizde endeksli olan toplam borç stokunun seviyesini önemli ölçüde etkilemektedir. 2004 yılının ikinci çeyreğinde Türk lirasının değer kaybetmesi borç stokunun GSMH'ya oranını olumsuz yönde etkilemiştir. 2004 yılında gözlenen olumlu büyüme performansının yanısıra düşük gerçekleşen net borçlanmanın etkisiyle, 2004 yılının üçüncü çeyreğinde borç stoku/GSMH oranının gerilemesi beklenmektedir.



2004 yılı Nisan ve Mayıs aylarında Kıbrıs'ta yaşanan politik süreçle ilişkin belirsizlikler, ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımına gideceği beklentisi ve yılın ilk çeyreğine ilişkin cari açık rakamının öngörülenin üzerinde gerçekleşeceğine dair beklentiler faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Haziran ayında düşme eğilimine girmekle birlikte, ABD Merkez Bankası'nın faiz politikasına ve Avrupa Birliği'ne üyelik müzakerelerine başlama tarihine ilişkin belirsizlikler, Haziran-Eylül döneminde faizlerdeki gerilemenin sınırlı kalmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, TCK'ya ilişkin tartışmalar nedeniyle Eylül ayında faizler tekrar yükselmiş, Hazine'nin borçlanma maliyeti de olumsuz etkilenmiştir. Eylül ayı itibarıyla iskontolu ihalelerde gerçekleşen ortalama borçlanma faiz oranı 2003 yıl sonu gerçekleşmesinin altında olmakla birlikte, Nisan ayındaki seviyesinin üzerinde kalmıştır (Grafik V.3).

2003 yılında iyileşen borçlanma koşulları 2004 yılında da devam etmekle birlikte, Nisan ve Mayıs aylarında faizler yükselmiştir.

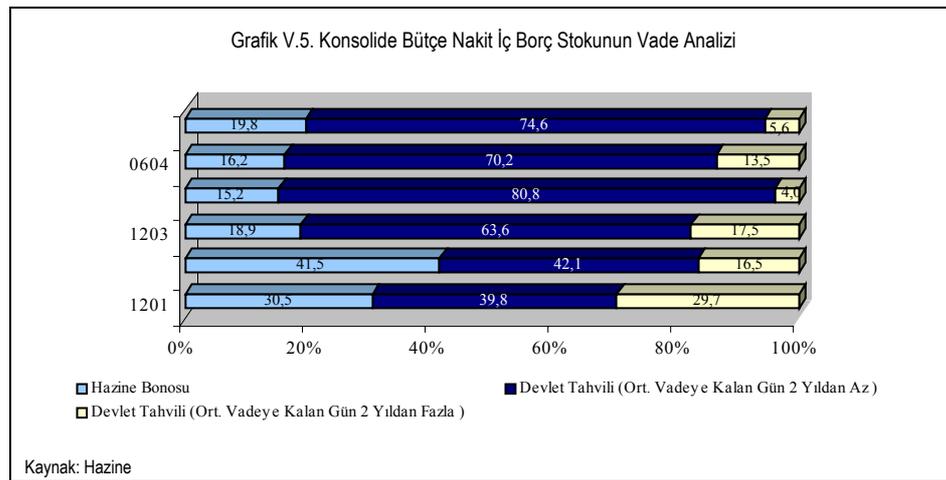
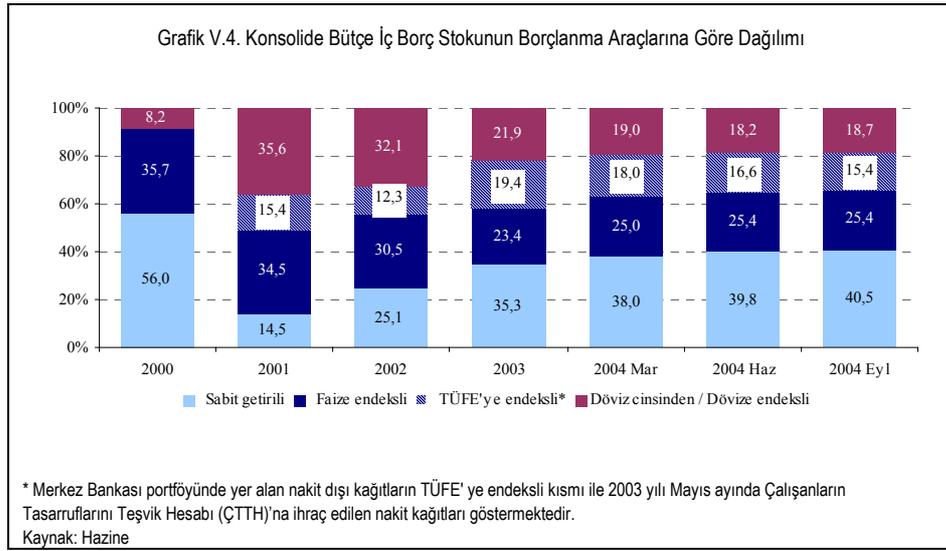


Borç stokunun maliyet ve risk hesaplarına bağlı stratejik ölçüt uygulaması çerçevesinde, 2004 yılında nakit iç borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden gerçekleştirilmesi ve nakit borçlanmada vadenin bir yılın üzerinde tutulması öngörülmektedir. 2004 yılı iç borçlanma uygulaması, öngörülen şekilde, Türk lirası cinsinden iskontolu ihalelerde yoğunlaşmıştır. Bununla birlikte, 2004 Ocak-Eylül döneminde nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi 14,2 ay olarak gerçekleşmiştir. Dış borçlanmada ise 2004 yılında Hazine, 7 Ekim itibarıyla yurtdışı piyasalarda 5,3 milyar ABD doları tahvil ihraç ederek 2004 yılı finansmanı çerçevesinde öngördüğü yaklaşık 5 milyar ABD doları tutarındaki tahvil ihracının üzerinde borçlanmıştır.

2004 yılında 5,3 milyar ABD doları tutarında tahvil ihracı yoluyla dış borçlanma gerçekleştirilmiştir.

2004 yılı Eylül ayı itibarıyla iç borç stokunun yapısı incelendiğinde, ölçüt borçlanma uygulamaları kapsamında, sabit getirili borç stokunun payının

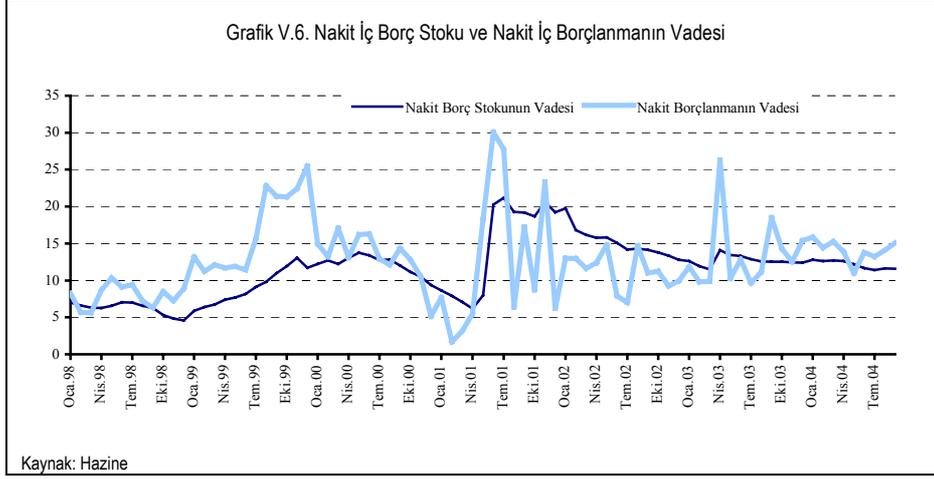
artmaya devam ettiği görülmektedir. Faize endeksli borç stokunun payı 2003 yılına göre sınırlı oranda artmakla birlikte, Haziran ayına göre değişmemiş, Haziran ayına göre, döviz cinsi ve dövize endeksli borç stokunun payı ise sınırlı oranda artış göstermiştir. Eylül ayı itibarıyla iç borç stokunun yüzde 60'ı faize endeksli, TÜFE'ye endeksli, döviz cinsi ve dövize endeksli borçlanma senetlerinden oluşmakta ve bu çerçevede de iç borç stokunun kurlara ve faize karşı olan duyarlılığı önemini korumaktadır (Grafik V.4).



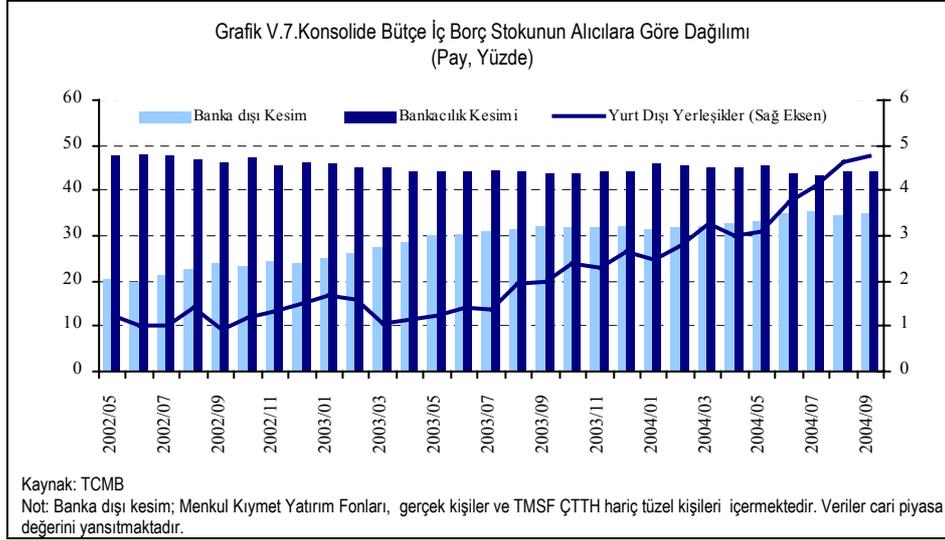
Borç stokunun ortalama vadeye kalan süresi 2 yıldan az olan devlet tahvillerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

Nakit iç borç stokunun vade dağılımına bakıldığında, borç stokunun ortalama vadeye kalan süresi 2 yıldan az olan devlet tahvillerinde yoğunlaştığı görülmektedir (Grafik V.5). Söz konusu tahvillerin ortalama vadeye kalan süresi 12,3 aydır. Ortalama nakit borçlanmanın vadesinin uzamasına bağlı olarak nakit borç stoku içinde hazine bonosunun payı azalırken, ortalama vadeye kalan süresi iki yıldan az olan tahvillerin payı

artış göstermiştir. 2004 yılında Mayıs ayı hariç tutulduğunda, nakit borçlanmanın vadesi, nakit borç stokunun ortalama vadeye kalan süresinin üzerinde seyretmektedir (Grafik V.6).



Toplam iç borç stoku içinde alıcıların payına bakıldığında, yurtdışı yerleşiklerin Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) portföyünün payında 2003 yılı Mart ayında başlayan artma eğiliminin devam ettiği görülmektedir (Grafik V.7). 2004 yılı Haziran ayında 8,5 katrilyon Türk lirası olan yurtdışı yerleşiklerin DİBS portföyünün değeri, Eylül sonu itibarıyla 11 katrilyon Türk lirasına ulaşmıştır.



Sonuç olarak, 2004 yılı Haziran ayına göre borç dinamiklerinde önemli bir değişim gözlenmemektedir. Borçlanmanın yapısındaki iyileşme devam etmekle birlikte, borç stokunun vadesinin kısa olması ve borç stokunun önemli bir kısmının endeksli veya döviz cinsi senetlerden oluşması, borç stokunun kur ve faizdeki hareketlere karşı duyarlı olduğunu göstermektedir.

(Baskı Düzeni Nedeni ile Boş Bırakılmış)

VI. Görünüm

Önümüzdeki dönemde enflasyona ilişkin olarak olası gelişmeler ve riskler başlıca şu alt gruplar altında sınıflandırılabilir: Üretim ve iç talebe ilişkin öngörüler, maliyet unsurları, enflasyon beklentileri.

VI.1. Talep ve Arz Unsurları

2004 yılı ikinci üç aylık dönemine ilişkin açıklanan büyüme rakamları, iç talepteki canlanmanın daha geniş bir mal grubuna yayıldığını göstermektedir. TCMB İYA sonuçlarında gelecek üç aylık döneme ilişkin olarak iç piyasaya satılan mal hacmi ve iç piyasadan alınan yeni sipariş eğiliminin yüksek seviyesini koruyor olması, yılın geri kalanında da iç talepteki canlanmanın devam edeceğine dair bir gösterge niteliği taşımaktadır. Ancak, yılın ikinci yarısında kamu bankalarının kredi miktarına sınırlama getirilmesi, tüketici faiz oranlarının yükselmesi ve otomobil hurda indiriminin azaltılması gibi önlemler, otomobil ve dayanıklı tüketim harcamalarındaki artışları sınırlayıcı yönde etki yapmıştır. Uygulanmakta olan sıkı maliye ve para politikaları nedeniyle iç talepteki canlanma kontrollü olarak gerçekleşmekte ve fiyatlar üzerinde henüz belirgin bir baskı oluşturmamaktadır. Nitekim, zorunlu tüketim mallarına olan talep seviyesinin tarihsel olarak düşük seviyelerini koruduğu gözlenmektedir. Ancak yine de, iç talebin daha geniş bir alt gruba yayılmış olması nedeniyle önümüzdeki dönemde talep göstergelerinin yakından takip edilmesi büyük önem taşımaktadır.

Uygulanmakta olan programın makroekonomik hedefler çerçevesinde elde ettiği başarı belirsizlikleri azaltırken, ekonomiye duyulan güveni de artırmaktadır. Ekonomideki risk priminin azalmasına bağlı olarak faiz oranlarının geçmiş dönemlere göre düşmesi özel sektör yatırımlarını artırıcı etki yapmıştır. Nitekim, tüketim harcamalarındaki artışın görece olarak yavaşlamasına karşın, verimlilik artışları ve makine-teçhizat yatırımlarındaki yüksek seyir devam etmektedir. Bu gelişmeler potansiyel üretim seviyesini yukarı çekmekte; fiyatlar üzerindeki baskının, imalat sanayi sektöründe yüksek seyreden kapasite kullanım oranları ve iç talepteki görece canlanmaya rağmen, sınırlı kalmasına katkıda bulunmaktadır. Verimlilik artışları ve yüksek üretim seviyelerinin bir süre sonra yeni iş sahalarının açılması, işgücü talebinin artması ve ekonominin genelinde reel ücret artışlarına yol açması kaçınılmaz olarak görülmektedir. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde de enflasyondaki düşüş sürecinin devam edebilmesi açısından, enflasyon hedefiyle tutarlı kamu ücret ve gelirler politikasının sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Zira geçtiğimiz üç yıldaki tecrübeler, enflasyon hedeflerinin güvenilir olarak algılanmasının başlıca nedenlerinden birinin

hedeflerle tutarlı bir bütçe politikasının uygulanması olduğunu göstermiştir.

VI.2. Maliyet Unsurları

Döviz Kurları

Döviz kurlarının seyrinde piyasadaki risk algılamasını etkileyen faktörler büyük önem taşımaktadır. IMF ile ilişkiler, üyelik sürecinde AB'nin tutumu, ABD'nin faiz politikası ve tarihi seviyelere yükselen petrol fiyatları piyasanın risk algılamasını etkilemektedir. Bu nedenle, iç ve dış politik gelişmelerin AB süreci ile uyumlu olması, yapısal sorunlarla ilgili mücadelenin devam etmesi, etkin işleyen bir mali sistemin oluşturulması, sosyal güvenlik sistemi açıklarının aşağı çekilmesi ve ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi, piyasadaki risk algılamasının kontrol altında tutulması açısından büyük önem taşımaktadır.

Dalgalı kur rejimi çerçevesinde önümüzdeki dönemde de döviz kurlarında yukarı ve aşağı yönlü hareketler görülmeye başlanabilir. Ancak, üç yıllık ulusal programın ortaya koyduğu çerçevede temel eğilimin makroekonomik istikrar yönünde olacağı ve söz konusu olası hareketlerin temel eğilimden geçici sapmalar olarak kalacağı düşünülmektedir. Bu durumda, fiyatlama davranışlarının değişmeye başladığı ve döviz kurunda gözlenen geçici hareketlerin fiyatlara yansımalarının sınırlı kaldığı da göz önüne alındığında, büyük dışsal şoklar haricinde, kur hareketlerinin fiyatlar üzerinde baskı yaratma potansiyelinin düşük olacağı öngörülmektedir.

Ham Petrol Fiyatları

2004 yılı başından beri yükselme eğiliminde olan ham petrol fiyatları söz konusu eğilimini Eylül ve Ekim aylarında da sürdürmüştür. Söz konusu yükselişte daha çok arz faktörleri belirleyici olmaktadır. Irak'taki gerilim nedeniyle üretimin aksamaması, yaşanan Ivan kasırgası nedeniyle Meksika ve Venezüella'da petrol üretiminin kısmen durmuş olması, Rusya'daki Yukos petrol şirketine devlet tarafından el konulması ve Norveç'teki petrol üretim tesislerinde greve gidilmesi arz miktarının artışını kısıtlamıştır. Global talepteki güçlü artış ve arz miktarının artan talebe karşı esnek olmaması arza yönelik endişeleri yansıtmaktadır. Ayrıca, yaklaşan kış ayları talebin mevsimsel olarak da artmasına neden olmaktadır. Bu durum, arza yönelik endişelerin olduğu ortamda ham petrol fiyatları üzerinde ilave baskı yapmıştır. Petrol fiyatlarının uzun süreden beri artış eğiliminde olması ve arz-talep dengesinin fiyatlar üzerinde daha da yukarı yönlü baskı oluşturması, önümüzdeki dönemde bu konunun enflasyon üzerinde risk oluşturmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

Kamu Kontrolündeki Fiyatlar

2004 yılının ilk yarısında büyüme rakamlarının beklentilerin oldukça üstünde gerçekleşmesi, akaryakıt ürünleri üzerindeki ÖTV’de ayarlama marjı yaratarak artan uluslararası ham petrol fiyatlarının yurtiçi fiyatlara olduğundan daha düşük düzeyde yansıtılmasını sağlamıştır. Ancak, ham petrol fiyatlarında gözlenen eğilimin önümüzdeki dönemde tersine dönme olasılığı oldukça düşük görülmektedir. Önümüzdeki dönemde büyüme oranlarının 2004 yılı ilk yarısına göre daha düşük olacağı beklentisi ve 2005 yılına ilişkin faiz dışı fazla hedefinin yüksek olması da akaryakıt ürünleri üzerindeki ÖTV oranlarının ayarlama marjını oldukça daraltmaktadır. Nitekim, 2004 yılının ikinci yarısında akaryakıt fiyatlarında ardı ardına ayarlamaya gidilmiştir.

Diğer yandan, petrol fiyatlarındaki artışlar, belirli bir gecikmeyle diğer enerji fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Örneğin, petrol ve akaryakıt ürünleri fiyat artışları, 3 ile 6 ay arası gecikme ile doğalgaz fiyatlarına yansıtılmaktadır. Nitekim, Kasım ayı başında doğalgaz fiyatlarına yüzde 5 oranında zam yapılmıştır. Dahası, önümüzdeki dönemde bu sektördeki fiyat artışlarının devam edeceği tahmin edilmektedir. Ayrıca, söz konusu fiyat artışlarının yakın zamanda tersine dönmemesi durumunda, doğalgazı yoğun ölçüde girdi olarak kullanan elektrik sektörü fiyatlarında ayarlama gereksinimi ortaya çıkabilecektir. Bu durumda, son iki yıldır enflasyondaki düşüş sürecine önemli destek veren enerji maliyetleri, önümüzdeki dönemde tam tersine, enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

İşgücü Maliyetleri

2005 yılına ilişkin olarak kamu kesiminde çalışan memur maaşlarına ortalama yüzde 10,7 oranında zam yapılması öngörülmüştür. Enflasyon hedefinin önümüzdeki yıl yüzde 8 olarak hedeflenmiş olması, özel sektörün ücret artışlarının genelde kamu sektöründeki artışlara paralel olarak ayarlanması ve yüksek verimlilik artışlarının bir kısmının ücretlere yansımaya başlayacağını öngörülmesi nedeniyle, imalat sanayiinde son dönemde gözlenen reel ücret artışlarının 2005 yılında da devam edeceği öngörülmektedir.

Reel ücretlerdeki söz konusu eğilimin firma maliyetleri açısından geçtiğimiz dönemde olduğu kadar avantajlı olmayacağı açıktır. Ancak, son dönemde yatırım harcamalarında gözlenen yüksek oranlı artışlar nedeniyle, verimlilik artışlarının 2005 yılında da süreceği ve reel ücretlerdeki gelişmelerin yaratabileceği maliyet yönlü baskıları dengelemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Parasal ve Mali Disiplin

2005 yılından itibaren IMF ile üç yıl için yeni bir stand-by anlaşması imzalanacağına dair algılamalar netleşmiştir. Yeni programla beraber, mevcut programın ana ilkelerinin devam ettirileceği ve mali disiplin ile enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığının temel unsurlar olacağı belirginleşmiştir. Ayrıca, önümüzdeki üç yıllık dönemde yapısal reformların daha da derinleşeceği algılamaları güçlenmiştir.

Önümüzdeki dönemde, Merkez Bankası faiz politikasını, gelecek dönem enflasyonunun hedeflerle tutarlılığını sağlamak amacıyla, etkin bir şekilde kullanmaya devam edecektir. Burada altı çizilmesi gereken husus, enflasyonla mücadelenin etkin şekilde yürütülmesinin ön koşulunun mali disiplinin devam ettirilmesi olduğudur. 2005 yılı enflasyon hedefinin yüzde 8 olarak belirlenmiş olması, enflasyon oranlarını vergi gelirlerinde alınması muhtemel önlemlere karşı daha duyarlı yapmaktadır. Bir diğer deyişle, 2005 yılı faiz dışı fazla hedefini tutturmaya yönelik olarak uygulanacak politikalar büyük önem taşımaktadır. Akaryakıt, doğalgaz, alkollü içkiler ve tütün mamulleri üzerinden alınan ÖTV'deki öngörülenin üzerinde olası artışlar enflasyon hedefini riske sokacaktır. Bu nedenle, 2004 yılındaki bütçe disiplinin önümüzdeki yılda da devam ettirilmesi ve mali disiplinin kalitesinin artırılması büyük önem taşımaktadır.

VI.3. Enflasyon Bekleyişleri

2004 yılının ilk on ayındaki gerçekleştirmelerin büyük bir dışsal şok olması durumunda bile yıl sonu hedefinin aşılma ihtimalinin çok düşük olduğuna işaret etmesi ve Merkez Bankasının enflasyonun seyrine dair temkinli-iyimser bakışını kamuoyuyla açıklıkla paylaşması bekleyişlere de yansımış bulunmaktadır. Ekim ayı TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre, 2004 yılı sonu enflasyon beklentisi yüzde 9,5 seviyesine kadar gerilemiştir. Önümüzde 12 ay için enflasyon bekleyişleri ise yüzde 8,8 düzeyine gerilemiş olup 2005 yıl sonu hedefi olan yüzde 8 ile uyumlu seyretmektedir.

VI.4. Riskler

Bu saptamalar ışığında 2005 yılı enflasyon hedefine ilişkin temel riskler şu şekilde özetlenebilir:

- İç talep göstergeleri, canlanmanın dayanıklı tüketim malları dışındaki sektörlere de yayıldığını, yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları ile diğer hizmetlere yönelik harcamaların hız kazandığını göstermektedir. Buna karşın, yılın ikinci yarısında alınan bir dizi seçici önlemin talepte yavaşlamaya yol açacağı beklenmektedir. Nitekim, kredi hacminde ve para talebinde

gözlenen yavaşlama eğilimi de bu beklentiyi destekler niteliktedir. Yine de, söz konusu yavaşlamanın yumuşak olacağı ve güçlü seyretmeye devam etmesi beklenen dış talep ile tüketici güveninin de desteğiyle yüksek üretim seviyelerinin korunacağı düşünülmektedir. Merkez Bankası bünyesinde yapılan hesaplamalar, 2004 yılı sonunda ulaşılabileceği tahmin edilen üretim seviyesinin enflasyon üzerinde belirgin bir baskı yaratmayacağına işaret etmektedir (Grafik 3.1.6).

- İstihdamın görece olarak hızlanmasının reel ücretlerin artış eğilimini güçlendireceği tahmin edilmektedir. Mevcut durumda yatırım harcamalarının artıyor olması, verimlilik artışlarının reel ücret artışının üzerine çıkarak enflasyonist baskıların ortaya çıkmasını engellemektedir. Ne var ki, bu eğilimin orta ve uzun dönemde devamı, ancak ve ancak yatırım ve üretim önündeki engellerin ortadan kalkması, kamu sektöründeki verimliliğin artması ve rekabet ortamının geliştirilmesiyle mümkün olacaktır. Bu noktada bir kez daha üç yıllık ulusal programın titizlikle uygulanmasının önemi ortaya çıkmaktadır.

- Dış gelişmeler 2005 yılı enflasyonuna ilişkin önemli bir faktör olarak göze çarpmaktadır. ABD faiz politikasında çok büyük hareketler yapmayacağı ve faiz artırımlarında yumuşak davranacağına dair sinyaller vermiştir. Diğer yandan, AB'ye uyum sürecinde beklenenden olumsuz bir haber, mali piyasalardaki risk algılamasını artırarak dalgalanma yaratabilecektir. Burada bir kez daha vurgulanması gereken nokta, önümüzdeki dönemde yapısal reformların kararlılıkla yürütülmesi ve mali disiplinin devam ettirilmesi durumunda, dış gelişmelerdeki olumsuzlukların temel eğilimden geçici sapmalar olarak kalmaya mahkum olacağıdır.

- Hizmet sektörü fiyatlarındaki katılığın hala devam ediyor olması gelecek dönem enflasyonuna ilişkin bir risk unsuru olmaktadır. 2003 yılı ikinci yarısından itibaren mal ve hizmet grubu fiyatlarında farklılaşma belirginleşmeye başlamıştır. Her iki grup fiyatları da 2003 yılı Ağustos ayında yüzde 25 civarındayken, 2004 yılı Eylül ayı itibarıyla, mal grubu fiyatları yüzde 5,6, hizmet grubu fiyatları ise yüzde 15,3 oranına gelmiştir. Söz konusu farklılaşmada, kurlardan fiyatlara geçişin mal grubunda daha hızlı olması, hizmet sektöründe geçmişe endekslemenin yüksek olması ve dış ticarete konu mallardaki verimlilik artışlarının çok daha yüksek olması etkili olmuştur. Buna karşın, enflasyonun tek haneli seviyelere indiği bir ortamda kira artışlarının hala yüzde 20'ler seviyesinde olması ve özellikle bu grubun fiyat endeksinde büyük bir ağırlığının bulunması, enflasyondaki düşüş sürecinin önünde önemli bir kısıt oluşturmaktadır.

- 2005 yılı enflasyonu açısından en belirleyici faktörlerden birinin uluslararası ham madde fiyatlarının seyri olacağı öngörülmektedir. Tek haneli enflasyonun hedeflendiği bir dönemde, dışsal şoklardan kaynaklanan görece fiyat değişimlerinin etkisi gittikçe önem kazanacaktır. Uluslararası piyasalarda gerek ham petrol gerekse ana metal fiyatlarının yükseliş eğiliminin uzun süreden beri devam ediyor olması ve kısa vadede söz konusu eğilimin tersine dönmesinin oldukça düşük bir olasılık olması 2005 yılı enflasyonu açısından önemli bir risk unsuru yaratmaktadır. Yılın üçüncü üç aylık döneminde ham petrol ve ana metal ithal fiyatları, genel ithal fiyat artışının çok daha üzerinde gerçekleşmiş, doğrudan ve girdi maliyetleri yoluyla enflasyon üzerindeki etkileri hissedilmeye başlanmıştır. Söz konusu gelişmeler şu anda önümüzdeki yıla ilişkin beklentiler üzerinde etki yaratmamakla beraber, dolaylı etkilerin yakından izlenme gereği büyük önem taşımaktadır.

- Son olarak, tarım ve gıda fiyatlarının 2005 yılı içerisindeki seyri, enflasyon hedefine ulaşılabilmesi açısından belirleyici faktörlerden biri olacaktır. Ne var ki, özellikle gıda kalemi içerisindeki yaş sebze ve meyve fiyatlarının seyrinin daha çok doğa koşulları gibi arz yönlü faktörler tarafından şekillendiği ve para politikasının gıda fiyatları üzerinde etkisinin sınırlı olduğu göz ardı edilmemelidir. Dolayısıyla, gıda fiyatlarının 2004 yılındaki olumlu seyri 2005 yılı enflasyonu açısından çok az bilgi içermektedir. Önümüzdeki dönemde para politikası açısından takip edilmesi gereken unsurlar, bir defaya mahsus şoklardan ziyade, daha çok temel makroekonomik temeller tarafından belirlenen ve genel enflasyon eğilimini etkileyen gelişmeler ve bu etkilerin görüldüğü alt fiyat gruplarındaki eğilimler olacaktır.

Özetle 2004 yılı enflasyon hedefinin gerçekleşmesini tehlikeye sokacak bir unsur bulunmamaktadır. Ancak, geçtiğimiz üç yıl içinde enflasyonun düşüşüne katkıda bulunan faktörlerin 2005 yılında aynı ölçüde katkı yapması olası görülmemektedir. İç talepteki canlanma, iş gücü maliyetlerindeki görece yükseliş, ithal hammadde fiyatlarının seyri, gerek cari işlemler gerekse enflasyon üzerinde baskı yaratabilecektir. Bu durumda, önümüzdeki dönemde üç yıllık ulusal programda öngörülen yapısal düzenlemelerin bir an önce hayata geçirilmesi, bütçe disiplininin ödün verilmemesi ve mali disiplinin kalitesinin artırılması çok daha büyük önem taşımaktadır. Böyle bir durumda, herhangi bir dışsal şokun etkisi kısa dönemli dalgalanmalar yaratabilecekse de temel eğilimleri değiştirme etkinliği kazanamayacaktır.