



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

PARA POLİTİKASI RAPORU

2005-II

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	1
2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	3
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	11
3.1. Arz-Talep Dengesi	11
3.2. Dış Talep	18
3.3. Maliyetler	20
4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER ve PARA POLİTİKASI	23
4.1. Mali Piyasalardaki Gelişmeler	23
4.2. Para Politikası	27
5. KAMU MALİYESİ	31
5.1. Borç Stokundaki Gelişmeler	33
6. GÖRÜNÜM	43
6.1. Arz ve Talep Unsurları	43
6.2. Maliyet Unsurları	44
6.3. Parasal ve Mali Disiplin	46
GRAFİKLER	49
TABLolar	50
KISALTMALAR	51

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

1.Giriş¹

2005 yılının ikinci üç aylık döneminde enflasyondaki düşüş sürecinde duraklama gözlenmiştir. Bu dönemde de hizmet sektörü fiyatlarındaki katılık devam etmiş, petrol ve petrol ürünleri fiyatlarındaki yükseliş genel fiyat endeksini artırıcı etki yaratırken, mevsimsel fiyat gelişmeleri ve Türk lirasındaki istikrar fiyatlarındaki artışı kısıtlayan başlıca faktörler olmuştur. 2003 bazlı tüketici fiyat endeksi kapsamında açıklanmakta olan özel kapsamlı fiyat göstergeleri Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri'nde (ÖKTG) genel düşüş eğilimini korumakla birlikte bir süredir dalgalı bir seyir izlemekte ve enflasyondaki düşüş sürecindeki yavaşlamaya dair sinyal vermektedir.

2005 yılının ilk üç aylık döneminde Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) yıllık artış hızında belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Ancak, söz konusu yavaşlama ekonomik aktivite ve/veya talepteki bir yavaşlamadan değil, daha çok 2004 yılının ilk yarısında giderek ivme kazanan ekonomik canlanmanın yarattığı baz etkisinden kaynaklanmaktadır. Harcama kalemleri mevsimsellikten arındırılmış olarak incelendiğinde, 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde kısıtlayıcı önlemleri takiben yavaşlayan yurt içi talebin yeniden artmaya başladığı görülmektedir. 2005 yılının ilk üç ayında, toplam nihai yurt içi talep bir önceki döneme göre hızlanarak artmıştır. Yılın ilk yarısında bankaların kredi hacmindeki ve hane halkının nakit talebindeki artış eğilimi de ekonomik faaliyetlerdeki canlanmayı destekler nitelikte gelişmeler olmuştur. Bu dönemde, yarı-dayanıklı ve dayanıksız tüketim ve inşaat yatırımları büyüme açısından ön plana çıkan harcama grupları olmuştur. Bunun yanında, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı düşerken, kamu harcamalarının, özellikle yatırım kaynaklı olarak, katkısı artmıştır. Bu durum, yurt içi talep kompozisyonunun değişimine işaret etmektedir. Dolayısıyla, yıllık büyüme oranlarındaki yavaşlama, yurt içi talep bileşenleri çerçevesinde incelendiğinde, iç talepte belirgin bir yavaşlamaya dair bulgu gözlenmemektedir.

Söz konusu dönemde, maliyetler, enflasyon oranının düşüşüne katkıda bulunmaya devam etmiştir. Uluslararası piyasalarda petrol ve metal fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlara karşın, Türk lirasının güçlü konumunu koruması bu gelişmelerin enflasyona sınırlı oranda

¹ Bu rapor 25 Temmuz 2005 tarihine kadar olan veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

yansıtılmasına neden olmuştur. Bunun yanında, 2005 yılının ilk üç ayında istihdam ve saat başına reel ücretlerde artış görülmüş, ancak saat başına verimlilikteki artış oranı daha yüksek olmuştur. Bir başka deyişle, reel ücretlerin kısmi emek verimliliğine oranı şeklinde gösterilen birim reel ücret endeksinin aynı dönemde gerilemesi nedeniyle birim işgücü maliyetleri düşük seyrini korumuştur.

Reel ekonomik aktivitede ve enflasyonun düşüş sürecinde, yukarıda bahsedilen gelişmeler doğrultusunda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) faiz kararlarında “temkinli” tavrını korumuş ve gecelik faiz oranlarını yüzde 14,25 seviyesinde tutmuştur. Ayrıca, Merkez Bankası döviz kurunda dönem dönem oluşan aşırı oynaklığa bağlı olarak yılın ilk yedi ayında döviz piyasasına dört kez doğrudan alım müdahalesinde bulunmuştur. Rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri de devam etmektedir. Böylece, Merkez Bankası döviz rezervleri yaklaşık 40 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir.

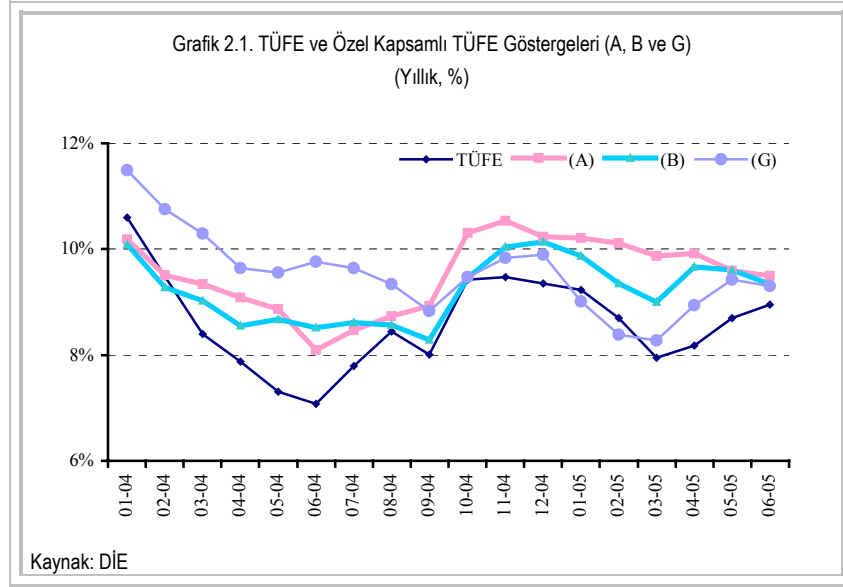
Uygulanmakta olan ekonomik programın başarısının bir yansıması olarak yapısal risk priminin azalması sonucunda, gerek faizlerdeki düşüş ve gerekse Türk lirasının güçlü konumunu koruması borç stokunu azaltıcı yönde etki yapmaya devam etmektedir. Bu bağlamda mali baskınlık azalmaya devam etmektedir. Buna karşın, borç stokunun mevcut vade yapısı ve seviyesi, yüksek faiz dışı fazla verme gereğini devam ettirmektedir.

2001 sonrasında enflasyondaki düşüş sürecinde aynı zamanda yüksek büyüme hızlarına erişilebilmesi, yapısal düzenlemeler ve yüksek verimlilik artışları ile mümkün olmuştur. Bu süreçte fiyat istikrarı yolunda önemli mesafeler alınmıştır; ancak mutlak fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için, son yıllarda kararlılıkla sürdürülen ekonomik programın aynı kararlılıkla devam etmesi, bütçe ve gelirler politikasının enflasyon hedefiyle uyumlu yürütülmesi, mali disiplinden taviz verilmemesi ve mali disiplinin kalitesini uzun vadede temin edecek olan yapısal reformların sürdürülmesi gerekmektedir.

2. Enflasyon Gelişmeleri

Yılın ilk yarısı itibarıyla TÜFE artışı, önceki yıllara kıyasla oldukça düşük kalarak yüzde 2,59 oranında gerçekleşmiştir. Buna karşın, yılın ikinci üç aylık döneminde enflasyondaki düşüş sürecinde duraklama olduğu gözlemlenmektedir. İlk üç aylık dönemde TÜFE'deki artış yüzde 0,83 iken, ikinci üç aylık dönemde bu oran, mevsimsel ürünlerdeki fiyat gelişmelerinin de etkisiyle, yüzde 1,74 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, Mart ve Nisan aylarında yükselişe geçen yıllık ÖKTG (G) enflasyonu, Haziran ayında tekrar düşmüştür (Grafik 2.1).

Yılın ilk yarısında TÜFE artış oranı yüzde 2,59 olarak gerçekleşmiştir.

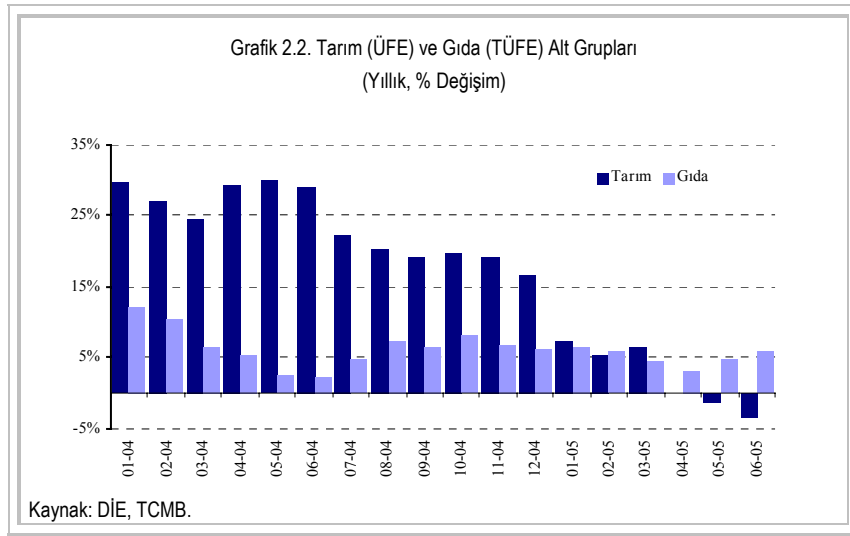


Yılın ikinci üç aylık dönemde enflasyon gelişmeleri üzerinde etkili olan başlıca faktörler, (i) mevsimsel ürünlerdeki fiyat gelişmeleri, (ii) hizmet gruplarında devam eden fiyat katılığı, (iii) petrol fiyatlarındaki yükseliş ve (iv) Türk lirasının istikrarlı seyri olarak sıralanabilir.

Yılın ikinci üç aylık dönemde mevsimsel ürünlerin etkileri belirgin olarak ortaya çıkmıştır. Nisan ve Mayıs aylarında giyim ve ayakkabı grubundaki fiyat artışları ile Haziran ayında gıda grubu ile tarım fiyatlarındaki düşüşler bu mevsimsel etkinin göstergesidir. Nisan – Haziran döneminde, giyim ve ayakkabı grubundaki yüzde 19,1'lik fiyat artışı, temel olarak mevsimsel fiyat ayarlamalarından kaynaklansa da, geçen yıllara kıyasla oldukça yüksek bir artıştır (2003 temel yıllık endeks kapsamında aynı artış geçen yıl yüzde 9 düzeyinde idi). Fakat, yılın ilk üç ayında bu grupta görülen yüksek fiyat düşüşleri gözden

Yılın ikinci üç aylık dönemde mevsimsel ürünlerin etkileri belirgin olarak ortaya çıkmıştır.

kaçırılmamalıdır. Diğer yandan, Mayıs ve Haziran aylarında gıda grubundaki düşüşler, TÜFE artışının sınırlı kalmasına yardımcı olmuştur. Nitekim, TÜFE kapsamındaki özel kapsamlı göstergelerden işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE, yılın ikinci üç aylık döneminde yüzde 2,95 oranında artmıştır. Tarım fiyatlarındaki yıllık artış 1994 yılından bu yana ilk defa (1994 ve 2003 bazlı endeksler dahilinde) bu üç aylık dönemde negatif olmuştur (Grafik 2.2).



Hizmet fiyatlarındaki katılığın, 2005 yılının ikinci üç ayında da sürdüğü görülmektedir.

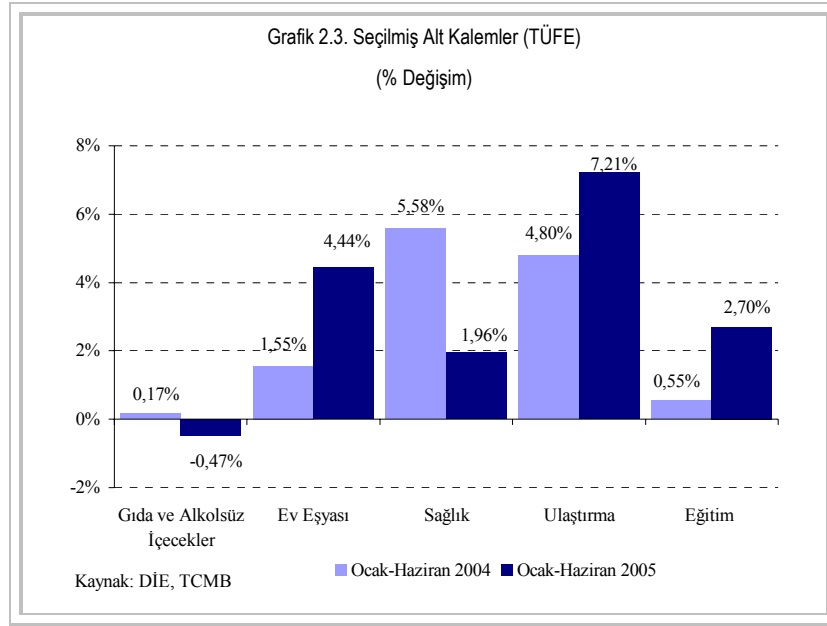
Başta ulaştırma ve konut olmak üzere, eğitim, sağlık gibi hizmet gruplarındaki yıllık fiyat artış oranları hedefin oldukça üzerinde gerçekleşmektedir. Ayrıca, kira artış oranları yüksek seyretmeye devam etmektedir. Bu bağlamda, Nisan – Haziran döneminde de hizmet fiyatlarındaki katılık sürmüştür. Ulaştırma ve konut grupları incelendiğinde, bu alt grupların TÜFE içinde enerji fiyatlarına en duyarlı gruplar oldukları görülmektedir. Bu alt gruplardaki artışlar temel olarak petrol ve doğalgaz ile bunlara dayalı maddelerin fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır (Tablo 2.1). Uluslararası ham petrol fiyatlarının 2004 ve 2005 yıllarında TÜFE ve ÜFE üzerindeki etkileri ise ayrıca incelenmiştir (Kutu 2.1).

Tablo 2.1. TÜFE İçinde Petrol, Doğalgaz ve Türevleri Fiyatları
(Yıllık, Altı Aylık % Değişim)

	Haziran-2004-Haziran 2005			Aralık 2004 – Haziran 2005		
	Benzin	Mazot	Kalorifer Yakıt Ücreti	Benzin	Mazot	Kalorifer Yakıt Ücreti
Petrole Dayalı Ürünler	33,71 %	32,01 %	38,69 %	10,29 %	9,14 %	15,03 %
Doğal gazla dayalı Ürünler	Doğalgaz	Tüp	LPG	Doğalgaz	Tüp	LPG
	34,93 %	19,87 5	21,83 %	5,33 %	14,64 %	5,73 %

Kaynak DİE, TCMB.

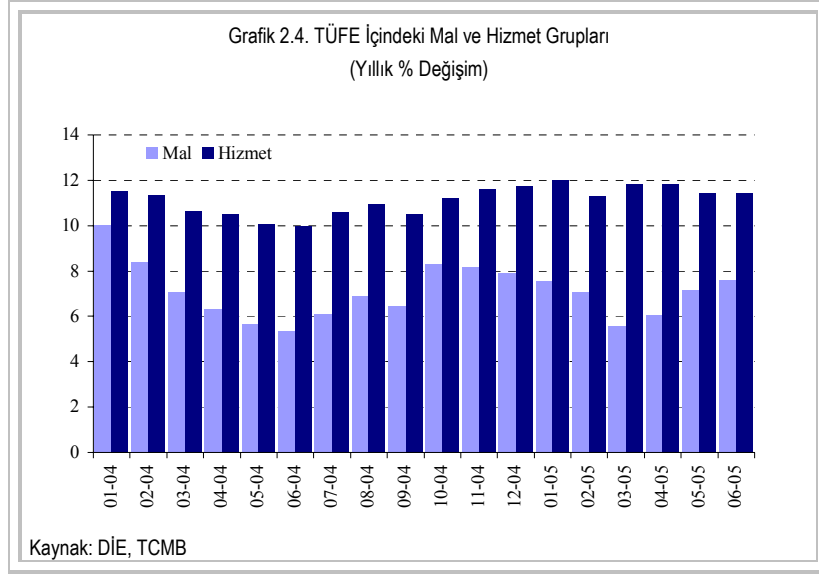
Eğitim sektöründe ise, Haziran ayı itibarıyla yıllık artış oranının yüksek olması, temel olarak, fiyat ayarlamalarının öne kaydırılmasından kaynaklanmaktadır. Zira, eğitim sektöründe önemli bir paya sahip olan özel ders/ kurslar ile özel ilköğretim kurumları önümüzdeki yıl için ücret ayarlamalarını Mayıs ve Haziran aylarında yapmışlardır. Bu bağlamda, eğitim grubundaki yıllık fiyat artış oranının yıl sonunda düşeceği beklenmektedir (Grafik 2.3).



TÜFE içinde yer alan eğlence-kültür ve lokanta-otel gruplarındaki yüksek fiyat artışları devam etmektedir. Ev eşyası grubu ile birlikte bu gruplarda kaydedilen artışlar, iç talepteki görece canlanmadan kaynaklanmaktadır. Her ne kadar TÜFE altındaki diğer gruplardaki fiyat gelişmeleri talepte belirgin bir canlanmaya işaret etmese de, söz konusu gruplardaki talep gelişmeleri önümüzdeki dönemde enflasyonun seyri açısından ön plana çıkacaktır.

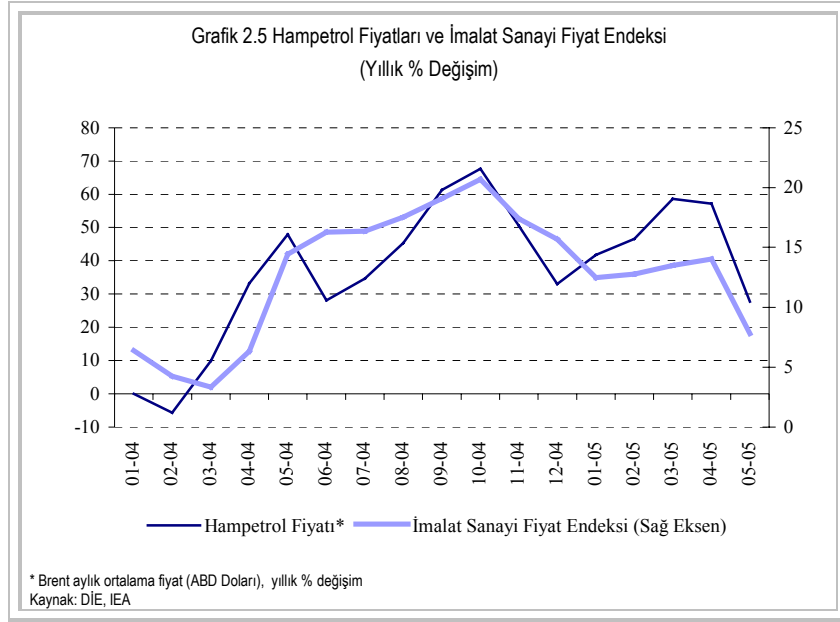
Mal ve hizmet gruplarındaki yıllık artış oranlarına bakıldığında, yılın ikinci üç aylık döneminde, ilk üç aya kıyasla mal ve hizmet enflasyonları arasındaki farkın azaldığı gözlemlenmektedir. Hizmet gruplarının yıllık artış eğiliminde bir değişiklik olmazken, mal grubundaki yıllık artış oranının talebe bağlı olarak yükselmesinin bu gelişmede belirleyici olduğu görülmektedir (Grafik 2.4).

Mal ve hizmet fiyatlarındaki artış oranları arasındaki fark, yılın ikinci üç ayında ilk üç aydakine göre azalmıştır.



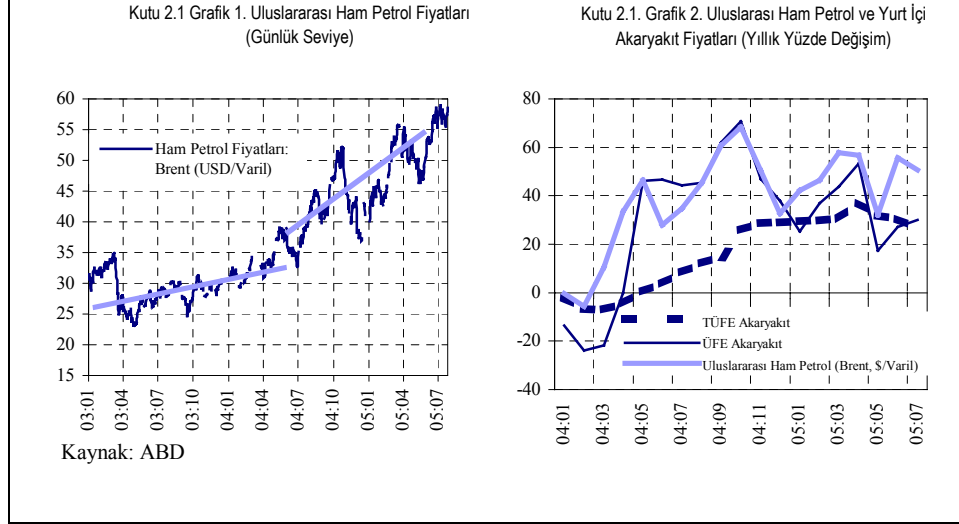
Bu dönemde kamu fiyat ayarlamalarının özellikle petrol ve doğalgaz ile türevleri üzerinde yoğunlaştığı dikkati çekmektedir. Ayrıca, yılbaşında eğitim, sağlık ve gıda ürünlerinde yapılan KDV indiriminin etkileri büyük ölçüde yılın ilk aylarında görülmüştür. Temmuz ayı içinde ilaç fiyatlarında yapılan yüzde 8,3'lük indirim sağlık sektöründeki fiyat artışının azalmasına yardımcı olacaktır. Diğer yandan, bu sektördeki enflasyon katılığının ilaç fiyatlarından ziyade, hastane ve muayene ücretlerinden kaynaklandığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Yeni endeks kapsamında vergilerden arındırılmış olarak hesaplanan ÜFE, temel olarak uluslararası enerji ve emtia fiyatları ile Türk lirasının seyri doğrultusunda hareket etmektedir. Bu göstergeler içinde özellikle hampetrol fiyatlarındaki hareketler imalat sanayi fiyatlarını, dolayısıyla da üretici fiyatlarını etkilemektedir (Grafik 2.5). Bu nedenle ÜFE'deki hareketler bu verilerin ışığında değerlendirilmelidir. Üretici fiyatları endeksi Haziran ayında düşmüştür. Bu dönemde ham petrol fiyatlarındaki artışın sürmesine rağmen, Türk lirasının istikrarlı seyri ile tarım fiyatlarındaki düşüş, ÜFE'nin olumlu seyrini belirlemiştir. Böylece, Haziran ayı itibarıyla ÜFE'deki yıllık artış oranı yüzde 4,25 olarak gerçekleşmiştir.



KUTU 2.1 2004 VE 2005 YILLARINDA ULUSLARARASI HAM PETROL FİYATLARININ TÜFE VE ÜFE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Uluslararası ham petrol fiyatları, 2004 yılının ikinci yarısından itibaren hızlı bir yükseliş eğilimine girmiştir (Kutu 2.1. Grafik 1). Bu durum, yurtiçi fiyatlar üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bu kutuda, 2004 ve 2005 yıllarında uluslararası ham petrol fiyat artışlarının TÜFE ve ÜFE artışları üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri incelenmektedir.



Doğrudan etkiler, uluslararası ham petrol fiyatlarının direkt olarak etkilediği akaryakıt ürünleri fiyatları üzerinde görülmektedir. Grafik 2'de görülebileceği gibi, uluslararası ham petrol ve yurt içi akaryakıt fiyat artışları arasında belirgin bir ilişki vardır. Bu ilişkinin vergi dışı fiyatlardan oluşan ÜFE'de çok daha güçlü olduğu görülmektedir. Bunun nedeni, Türkiye'de akaryakıt fiyatları oluşumunda en büyük payın vergilere ait olmasıdır. Akaryakıt ürünlerinin pompa satış fiyatı hesaplanırken, ilk olarak uluslararası ham petrol ve döviz kuru gelişmelerine paralel olarak rafineri satış fiyatı belirlenmektedir. Rafineri çıkış fiyatının üzerine dağıtım payları, nakliyat giderleri ve maktu ÖTV tutarı eklendikten sonra oluşan tutara yüzde 18 oranında KDV uygulanarak pompa satış fiyatına ulaşılmaktadır. Böylelikle, ÖTV ve KDV'den oluşan vergilerin akaryakıt ürünlerinin pompa satış fiyatı içindeki payı yaklaşık yüzde 65-70 oranına ulaşmaktadır. Vergilerden sonra pompa satış fiyatı içinde en büyük belirleyici olan rafineri satış fiyatının payı ise yaklaşık olarak yüzde 25 civarındadır.

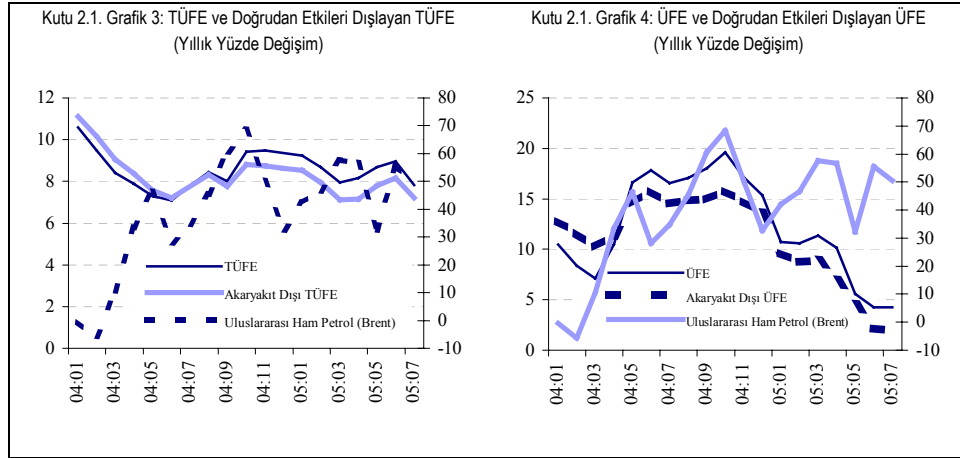
TÜFE içindeki akaryakıt ürünleri, konut ve ulaşım olmak üzere iki ana alt grup altında yer alırken, ÜFE içindeki akaryakıt ürünleri, imalat sanayi altında rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı sektöründe bulunmaktadır. Tablo 1'de, TÜFE ve ÜFE içindeki akaryakıt ürünleri gösterilmektedir. 2004 yılı Ocak-Aralık döneminde TÜFE altında yer alan akaryakıt ürünleri fiyatlarının uluslararası ham petrol fiyatları artışına yakın bir oranda gerçekleştiği, 2005 yılı ilk yedi aylık döneminde ise, önemli ölçüde altında kaldığı görülmektedir. Bu gelişmede, 2004 yılının aksine 2005 yılında pompa satış fiyatının büyük kısmını belirleyen ÖTV tutarında oldukça sınırlı bir artışa gidilmesi etkili olmuştur. Nitekim, vergi hariç hesaplanan ÜFE akaryakıt fiyatlarının ilk yedi aylık artışı yüzde 26,75 ile, yüzde 10,33'lük TÜFE akaryakıt ürünleri artışının oldukça üstünde kalmıştır. Ancak, kuşkusuz yılın ilk yedi ayındaki yüzde 10,33'lük TÜFE akaryakıt artışı, aynı dönemdeki TÜFE eğiliminin ve yılsonu enflasyon hedefinin gerektirdiği eğilimin oldukça üzerindedir.

Kutu 2.1. Tablo 1. TÜFE ve ÜFE İçindeki Akaryakıt Ürünlerinin Fiyat Artışları (Yüzde Değişim)

	2004 Ocak- Aralık	2005 Ocak-Temmuz
TÜFE	9,35	2,00
TÜFE İçindeki Akaryakıt Ürünleri (Doğrudan Etkiler)	28,94	10,33
Kalorifer Yakıtı	26,93	18,00
Benzin	31,02	12,02
LPG	19,95	6,60
Mazot	32,04	11,37
Motor Yağları	10,82	3,91
ÜFE	15,35	1,14
ÜFE İçindeki Akaryakıt Ürünleri (Doğrudan Etkiler)	37,98	26,75
Kurşunsuz Benzin	26,05	35,51
Süper Benzin	26,49	35,12
Mazot (Motorin)	53,82	19,04
Fuel-oil no.6	5,47	68,21
Kalorifer yakıtı	31,84	29,56
Motor Yağları	12,77	3,03
Brent (USD/Varil Fiyatı)	32,65	45,59
ABD Doları Alış Kuru	-2,50	-4,35
ÖTV (Kurşunsuz Benzin)	34,54	4,27

Not: Akaryakıt ürünlerinin alt detaylarındaki artışlar fiyat üzerinden hesaplanmıştır.
Kaynak: DİE, ABD Enerji Bakanlığı

TÜFE ve ÜFE'den ham petrol fiyatlarının doğrudan etkilerini arındırdığımızda, bir başka deyişle söz konusu endekslerden akaryakıt ürünlerini dışladığımızda, özellikle ham petrol fiyat artışlarının hızlanmaya başladığı 2004 yılı ikinci yarısından itibaren her iki endeks için de daha düşük bir fiyat artış eğilimine ulaşılmaktadır (Kutu 2.1. Grafik 3,4). Buna karşılık, TÜFE yıllık artış oranındaki eğilimin ham petrol fiyatlarıyla ilgili olmadığı görülmektedir.



Doğrudan etkiler, uluslararası ham petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki toplam etkilerinin yalnızca küçük bir kısmıdır. Etkilerin büyük kısmı dolaylı yoldan gelmektedir. Dolaylı etkiler, uluslararası ham petrol fiyatlarındaki artışların girdi maliyetleri ve bekleşimler yoluyla, akaryakıt ürünleri dışındaki ürünlerin fiyatlarını etkilemesiyle ortaya çıkmaktadır. Dolaylı etkilerin, ilk olarak akaryakıt ürünlerinin yoğun bir şekilde girdi olarak kullanıldığı sektörlerde ortaya çıkması, daha sonra aşamalı olarak daha düşük oranda akaryakıt girdisi kullanan sektörlerle yayılması beklenmektedir. Dolaylı etkilerin son aşaması ise, doğrudan ve girdi yoluyla oluşan dolaylı etkilerin genel enflasyon düzeyini yükseltmesi ve bunun bekleşimler yoluyla tüm sektörler genelinde yayılmasıyla oluşmaktadır.

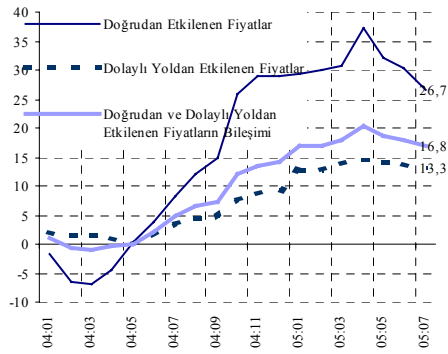
İlk olarak ortaya çıkan dolaylı etkiler (birincil dolaylı etkiler) hakkında kabaca fikir sahibi olabilmek için, akaryakıt ürünlerinin en yoğun şekilde kullanıldığı sektör fiyatlarının genel endekslerden dışlanması yöntemi kullanılmıştır. Ancak, akaryakıt fiyatlarından doğrudan etkilenen ve imalat sanayinin genelinde çok önemli bir girdi olan petrokimya ürünleri, bir çok imalat sanayi alt sektörü altına dağıldığı için, bu dışlama yönteminin ÜFE üzerindeki birincil dolaylı etkileri hesaplamak için uygun olmayacağı düşünülmüştür. TÜFE'de birincil dolaylı etkilerin görülebileceği gruplar, 1996 yılı girdi-çıkıtı tablosunun verdiği bilgiler ve yargı kullanılarak seçilmiştir. Söz konusu kalemler Tablo 2'de verilmektedir.

Kutu 2.1. Tablo 2. TÜFE'de En Yüksek Akaryakıt Girdisi Kullanan Sektörler (Yüzde Değişim)

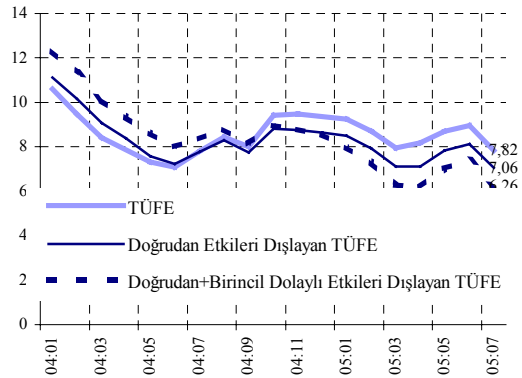
	2004 Ocak- Aralık	2005 Ocak- Temmuz
TÜFE Birincil Dolaylı Etkiler	9,26	9,25
Elektrik	0,19	0,13
Gaz	15,26	13,21
Demiryolu ile Yolcu Taşımacılığı	12,29	14,79
Karayolu ile Yolcu Taşımacılığı	10,59	12,31
Havayolu ile Yolcu Taşımacılığı	-13,90	7,78
Deniz ve Yurtiçi Su Yolu ile Yolcu Taşımacılığı	-14,02	-0,86
Diğer Satın Alınan Ulaştırma Hizm. (Evden eve nakliyat, kargo)	22,44	12,70
Posta Hizmetleri	14,29	-4,73
Paket Turlar	19,23	12,85

Uluslararası ham petrol fiyatlarından dolayı olarak ilk etkilenen fiyatlar için Tablo 2'de yer alan kalemlerin birleştirilmesiyle oluşturduğumuz endeksin yıllık artış oranının 2004 yılı Ocak ayından itibaren düzenli olarak yükseldiği, ancak bu yükselişin doğrudan etkilenen fiyatlarınkine göre düşük kaldığı görülmektedir (Kutu 2.1. Grafik 5).

Kutu 2.1 Grafik 5. Ham Petrol Fiyatlarından Doğrudan ve (Birincil) Dolaylı Yoldan Etkilenen Fiyatlar (Yıllık Yüzde Değişim)



Kutu 2.1 Grafik 6. TÜFE ve Doğrudan-Dolaylı Etkileri Dışlayan TÜFE (Yıllık Yüzde Değişim)



Bu hesaplamalara göre, 2004 yılında uluslararası ham petrol fiyatlarının doğrudan ve birincil dolaylı etkilerinin yıllık TÜFE enflasyonuna katkısı 0,81 puan olmuştur. 2005 yılı Temmuz ayı itibarıyla ise, söz konusu etkilerin yıllık enflasyonu 1,56 puan yukarı çektiği görülmektedir (Tablo 3). Diğer sektörlerdeki girdi maliyetleri ve bekleşim etkisi de hesaba katıldığında, uluslararası ham petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki katkısının daha da artması beklenmektedir. Ancak, son bir yılda tüm sektörlerdeki fiyat ayarlama davranışını etkileyecek ölçüde bir bekleşim etkisinin olmadığı düşünülmektedir.

Kutu 2.1. Tablo 3: Son Bir Yılda Doğrudan ve Birincil Dolaylı Etkilerin TÜFE Enflasyonu Üzerindeki Etkisi

	2004 Temmuz- 2005 Temmuz	
	Yüzde Değişim	Enflasyona Katkı Puan
Doğrudan Etkilenen Fiyatlar	24,60	0,76
Birincil Dolaylı Yoldan Etkilenen Fiyatlar	13,27	0,67
Doğrudan ve Birincil Dolaylı Yoldan Etkilenen Fiyatlar	16,24	1,56

NOT: Yukarıdaki tablodaki katkı puanları, TÜFE enflasyonundan, doğrudan/dolaylı etkileri dışlayan endekslerdeki artış oranlarının çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. Örnek: Doğrudan etkiler için 2004 Temmuz-2005 Temmuz arası enflasyona katkı =7,82-7,06=0,76 puan.

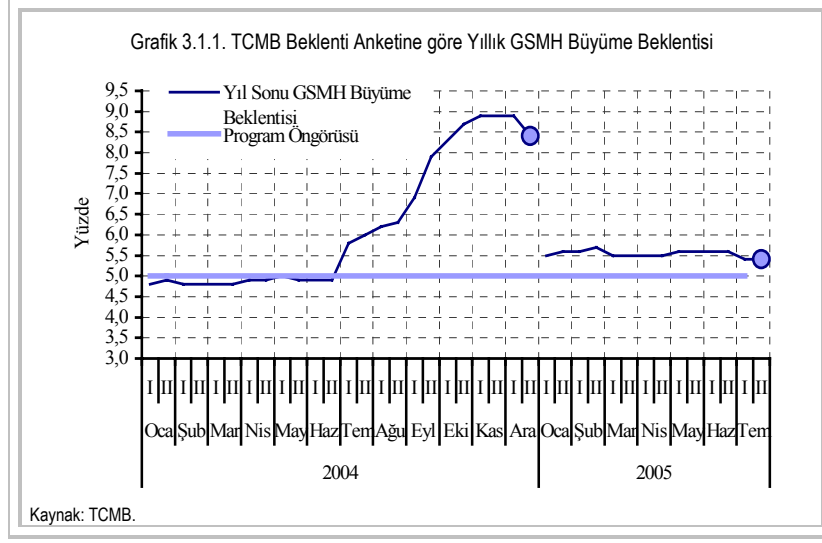
3. Arz ve Talep Gelişmeleri

3.1. Arz-Talep Dengesi

Türkiye ekonomisi 2005 yılının ilk üç aylık döneminde büyümeye devam etmiş ve bu dönemde GSMH geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,3 oranında artış göstermiştir. Yılın ilk üç aylık döneminde özel harcamalar ekonomik büyümenin temel belirleyicisi olurken, kamu harcamaları 2004 yılının son üç aylık döneminde olduğu gibi bu dönemde de büyümeye pozitif katkı yapmıştır. 2005 yılının ilk üç aylık döneminde talep ve üretim kompozisyonunun bir önceki yıla kıyasla değiştiği; gerek harcamalar gerekse üretim yönünden inşaat sektörü gelişmelerinin ön plâna çıktığı görülmüştür. Bu dönemde hizmet sektörü alt kalemleri arasında katma değeri en yüksek oranda artan sektör inşaat sektörü olmuştur. Bununla birlikte gerek özel gerekse kamu kaynaklı olmak üzere inşaat yatırımı harcamaları hızlanmıştır.

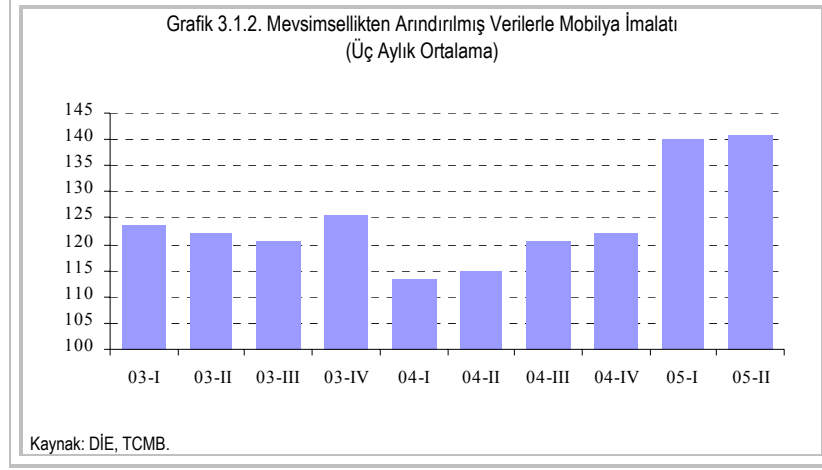
2005 yılının ilk üç aylık döneminde GSMH artış hızı geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük bir oranda gerçekleşmiştir. Ancak bu durum, iç talep ve ekonomik aktivitede bir yavaşlamaya işaret etmemektedir. Bu gelişmede, özellikle geçen yılın ilk yarısında ivmelenen iç talep canlanmasının yarattığı yüksek baz etkisi etkili olmuştur. Söz konusu etkinin yılın ikinci üç aylık döneminde daha da güçlenmesi ve yıllık büyüme oranlarını sınırlaması beklenmektedir. 2005 yılının ilk yarısında faizlerde gözlenen düşüşler doğrultusunda iç talebin yılın ikinci yarısında hızlanabileceği ve baz etkisinin ortadan kalkmasıyla birlikte yılın ikinci yarısında görece olarak daha yüksek büyüme oranları gözlenebileceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, yüzde 5 olarak belirlenen yıl sonu büyüme öngörüsü ulaşılabilir görülmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Beklenti Anketinde 2005 yıl sonu GSMH büyüme beklentisi Temmuz ayının ikinci anket döneminde yüzde 5,4 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1).

2005 yılının ilk üç aylık döneminde GSMH artış hızı geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük bir oranda gerçekleşmesi, iç talep ve ekonomik aktivitede bir yavaşlamaya işaret etmemektedir.



2005 yılının Nisan-Mayıs dönemindeki sanayi üretimi gelişmeleri ve Haziran ayına ilişkin beklentiler, yılın ikinci üç aylık dönemde de üretim artışlarının sürdüğünü göstermektedir. Bununla birlikte, bu dönemde kuvvetlenen baz etkisinin yıllık büyüme oranlarını sınırlandırdığı görülmektedir. Ancak mevsimsellikten arındırılmış veriler sanayi üretiminin yılın ikinci üç aylık dönemde bir önceki döneme kıyasla sınırlı bir oranda da olsa arttığını göstermektedir. Dolayısıyla, bu dönemde ekonomik aktivitede herhangi bir yavaşlama görülmemektedir. Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) Aylık Sanayi Üretim Endeksi sonuçlarına göre toplam sanayi üretimi Ocak-Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 5,0 oranında artış göstermiştir. Sektörel gelişmeler incelendiğinde, üretim artışlarının genelde ara malı ve yatırım malları üreten sektörlerden kaynaklandığı görülmektedir. Bu çerçevede, kimyasal madde, plastik-kauçuk, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal, metal eşya taşıt araçları ve mobilya imalatı, sanayi üretimi büyümesini sürükleyen başlıca sektörler olmuştur. Daha önceki raporlarda da vurgulandığı gibi, yatırım malları üretimindeki artışlar gerek ekonomiye duyulan güven gerekse üretim-enflasyon ilişkisi açısından olumlu bir gelişmedir. Diğer taraftan, tüketim talebindeki hareketlere gösterge olabileceği düşünülen mobilya imalatı sektöründe 2005 yılı başından bu yana gözlenen canlılık, talep gelişmeleri açısından dikkat çekicidir (Grafik 3.1.2). Ancak, bu sektördeki üretim artışının 2005 yılının ikinci üç aylık döneminde, yılın ilk üç aylık dönemdeki artışa kıyasla, yavaşlaması talebe ilişkin kaygıları azaltıcı niteliktedir. Buna ek olarak, nihai mal üreten diğer sektörlerdeki gelişmeler de talepteki büyümenin sürdüğünü, ancak bunun

ekonomi genelinde aşırı bir talep canlanmasına işaret etmediği yönünde sinyal vermektedir.



İnşaat sektöründeki canlanma, başta metalik olmayan diğer mineral maddeler sektörü olmak üzere, inşaat sektörüne girdi sağlayan sektörler kanalıyla yılın ilk beş aylık döneminde sanayi üretimi artışına önemli katkıda bulunmuştur. Nitekim bu dönemde, çimentonun yanı sıra demir ve çelik ithalatı da yüksek bir oranda artmıştır. Buna karşılık giyim, tekstil ve deri ürünleri gibi nihai mal üreten sektörlerdeki daralma sanayi üretimi büyümesini sınırlamaktadır. Öte yandan, DİE tarafından açıklanan verilere göre imalat sanayii kapasite kullanım oranı, 2005 yılının Ocak-Haziran döneminde yüzde 79,5 olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranlarının imalat sanayii genelinde ve alt sektörleri itibarıyla fiyatlar üzerinde baskı yaratacak bir düzeyde olmadığı görülmektedir.

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

	2003		2004				2005	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
1-Tüketim Harcamaları	5,6	11,6	15,4	5,9	4,7	9,0	4,0	
Kamu	-2,4	2,6	-7,8	-7,0	11,1	0,5	4,3	
Özel	6,6	12,4	18,4	7,3	3,6	10,1	4,0	
Dayanıklı Tüketim Mal.	24,0	48,0	61,4	28,9	-5,7	29,7	1,5	
Hizmetler	7,5	11,6	15,3	6,1	6,6	9,3	4,2	
Gıda	4,1	5,3	2,6	0,0	5,4	2,8	4,6	
Yarı Day. Ve Day.sız	2,1	8,2	36,8	18,3	16,3	18,8	12,0	
2-Sabit Sermaye Yatırımları	10,0	57,6	47,4	26,1	11,2	32,4	6,9	
Kamu	-11,5	-5,9	-8,7	-10,8	0,9	-4,7	36,6	
Özel	20,3	65,5	63,1	38,9	17,7	45,5	4,8	
3- Stok Değişimi*	3,0	2,5	1,4	-1,2	2,5	1,1	0,1	
4-Mal ve Hizmet İhracatı	16,0	10,9	17,2	8,2	14,4	12,5	11,3	
5-Mal ve Hizmet İthalatı	27,1	31,3	32,7	16,1	19,6	24,7	9,3	
6-Toplam Yurtiçi Talep	9,3	20,6	21,4	8,1	8,5	14,1	4,4	
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	6,5	19,8	22,9	9,9	6,3	14,1	4,7	
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	5,8	11,8	14,4	5,3	6,3	9,0	4,8	

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde

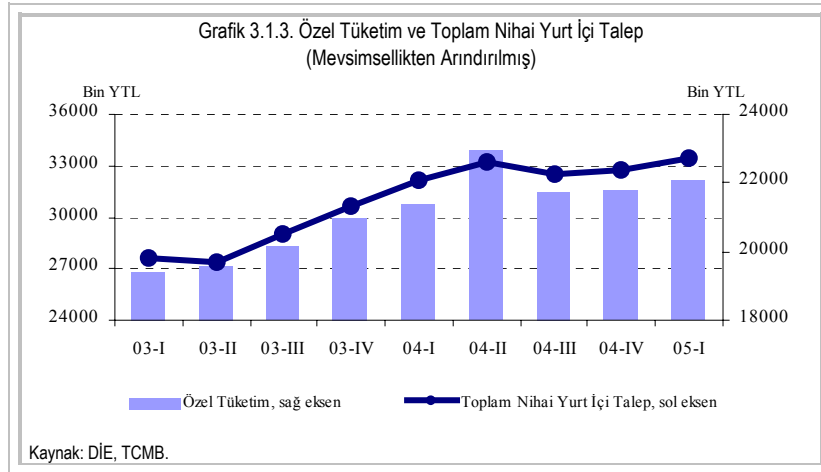
Kaynak: DİE.

Ekonominin büyümesi talep yönünden incelendiğinde, 2004 yılının ilk dokuz aylık döneminde büyüme açısından lokomotif sektörlerin başında

gelen dayanıklı tüketim ve özel makine-teçhizat yatırımı harcamaları 2005 yılının ilk üç aylık döneminde sınırlı bir oranda arttığı görülmektedir. Buna karşılık, yarı-dayanıklı ve dayanıksız tüketim ve inşaat yatırımı harcamaları iç talep açısından ön plâna çıkan harcama grupları olmuştur (Tablo 3.1.1). Ayrıca bu dönemde, kamu harcamalarının da büyümeye pozitif katkı yapması yurt içi talep kompozisyonundaki değişime işaret etmektedir.

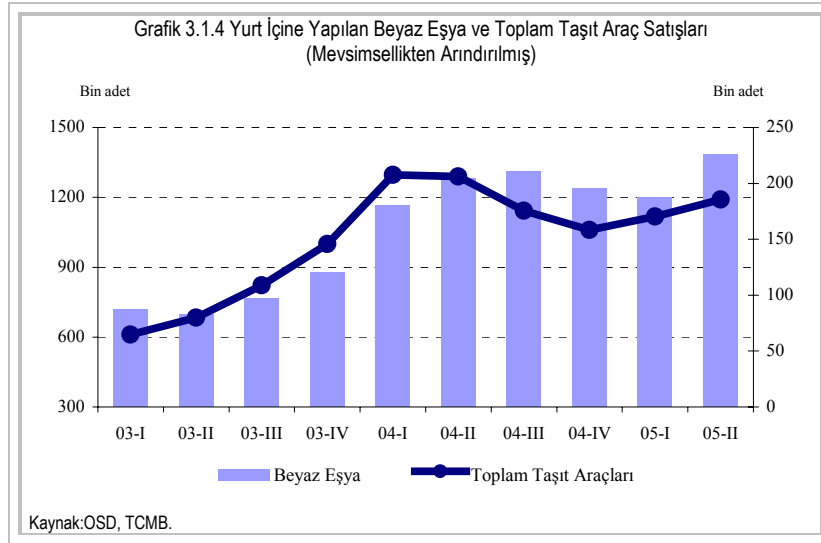
2005 yılının birinci üç aylık dönemine ilişkin verilere göre yurt içi talep yıllık büyüme oranlarının geçen yıla kıyasla daha düşük düzeylerde gerçekleştiği görülmüştür. Ancak, iç talep konusunda gelinen nokta yorumlanırken mevsimsellikten arındırılmış serilerin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Nitekim, söz konusu veriler iç talepte bir yavaşlamaya işaret etmemekle birlikte, yıllık büyüme oranlarındaki düşüşlerin geçen yılın aynı dönemdeki yüksek baz etkisinden kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Seçilmiş harcama kalemlerine ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde kısıtlayıcı önlemler doğrultusunda yavaşlayan yurt içi talebin bu dönem sonrasında yeniden artmaya başladığı görülmektedir. Üç aylık değişim oranlarına göre, özel tüketim harcamaları ve toplam nihai yurt içi talep 2005 yılının ilk üç aylık döneminde bir önceki döneme kıyasla hızlanarak artmıştır (Grafik 3.1.3). Dayanıklı tüketim malları talebinde de aynı dönemde oldukça yüksek oranlı bir artış gözlenmiştir. Benzer şekilde, özel yatırım, özel makine-teçhizat yatırımı ve toplam yatırım harcamalarına ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler de yatırım talebinin 2005 yılının ilk üç aylık döneminde bir önceki döneme kıyasla hızlandığına işaret etmektedir. Dolayısıyla bu veriler, yurt içi talep bileşenlerinin yıllık büyüme oranlarındaki gerilemenin iç talepte yavaşlama olduğuna dair bir yanılsama yarattığına dikkat çekmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler, iç talepte bir yavaşlamaya işaret etmemekle birlikte, yıllık büyüme oranlarındaki düşüşlerin geçen yılın aynı dönemdeki yüksek baz etkisinden kaynaklandığını ortaya koymaktadır.



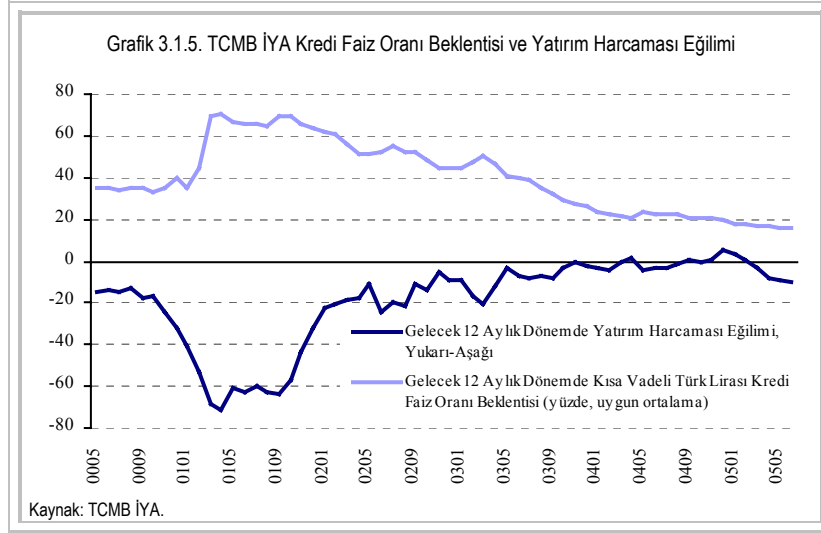
2005 yılının ilk üç aylık döneminde iç talebin önceki döneme kıyasla hızlandığına ilişkin bilgiler, yılın ikinci üç aylık dönemine ilişkin verilerin önemini daha da artırmaktadır. Otomotiv Sanayi Derneği (OSD) tarafından açıklanan verilere göre, 2005 yılının Nisan-Haziran döneminde yurt içine yapılan taşıt araç satışları geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 13,6 oranında gerilemiştir. Ayrıca, aynı dönemde beyaz eşya yurt içi satışları geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8 oranında artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle yurt içine yapılan toplam taşıt araç satışları yılın ikinci üç aylık dönemde de hızlı bir şekilde artmaya devam etmiştir. Otomobil satışlarının hurda indiriminin tamamıyla kaldırıldığı yılın ilk üç aylık döneminden sonra yılın ikinci üç aylık döneminde yeniden yüksek bir oranda arttığı görülmektedir. Benzer şekilde, beyaz eşya yurt içi satışlarının da yılın ikinci üç aylık döneminde hızlandığı dikkat çekmektedir (Grafik 3.1.4). Bu veriler, 2005 yılının ikinci üç aylık döneminde dayanıklı tüketim mallarına yönelik talebin bir önceki döneme kıyasla arttığını göstermektedir. Buna karşın bu dönemde, geçen yılın aynı dönemdeki yüksek bazın etkisiyle yıllık büyüme oranlarının sınırlı kalması sürpriz olmayacaktır.

2005 yılının ikinci üç aylık döneminde dayanıklı tüketim mallarına yönelik talep bir önceki döneme kıyasla artmıştır. Ancak bu dönemde, geçen yılın aynı dönemdeki yüksek baz etkisi yıllık büyüme oranlarını sınırlayacaktır.



Enflasyondaki düşüş süreci ile hızlı ekonomik büyümenin bir arada sürdürülebilmesine katkı sağlayan yatırım harcamalarındaki artışlar 2005 yılının ilk üç aylık döneminde de sürmüştür. Ancak bu dönemde, geçtiğimiz yılın aksine, gayri safi sabit sermaye oluşumunun temel belirleyicisi inşaat yatırımları olmuştur. Toplam gayri safi sabit sermaye oluşumundaki yüzde 6,9 oranındaki büyümeye, özel sektör inşaat yatırımları 3,6 puan, kamu sektörü inşaat yatırımları ise 1,8 puanlık katkı

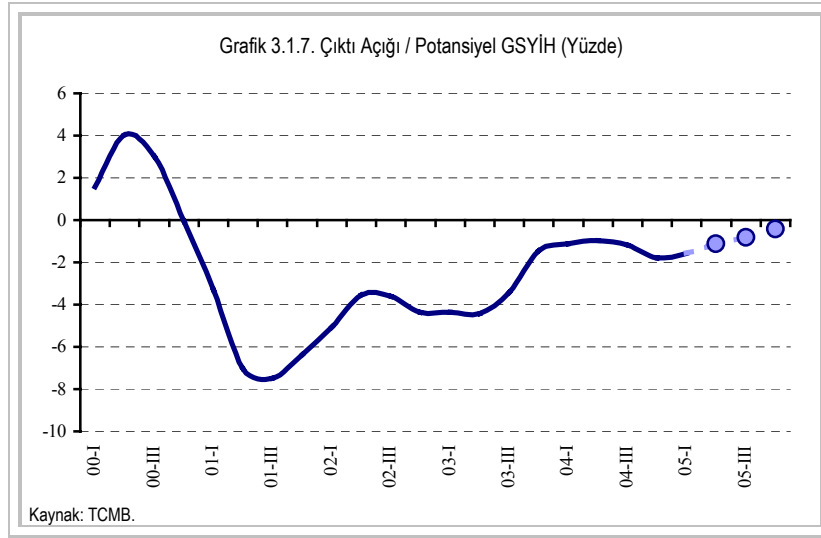
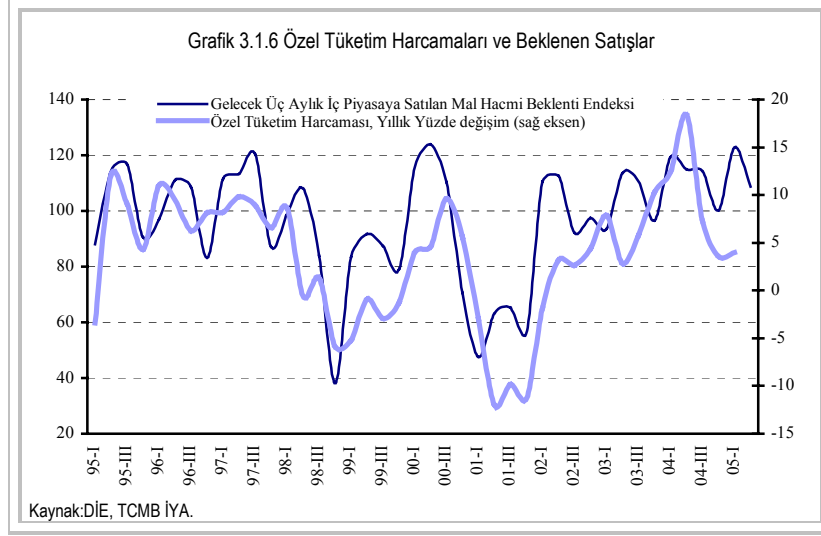
yapmıştır. Öte yandan, yılın ilk üç aylık döneminde özel sektör makine-teçhizat yatırımlarının yıllık büyüme oranı oldukça sınırlı kalmıştır. Ancak, mevsimsellikten arındırılmış veriler 2004 yılının ikinci yarısında gerileyen makine-teçhizat yatırımlarının söz konusu dönemde yeniden arttığını göstermektedir. Gerek makine-teçhizat gerekse inşaat yatırımlarını içeren özel sektör ve toplam sabit sermaye oluşumuna ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler, bu harcamaların 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde gerilemenin ardından toparlanma eğilimine girdiğine işaret etmektedir. Bu harcamaların 2005 yılının ilk üç aylık döneminde hızlanarak artması, sözü edilen dönem itibarıyla yatırım talebinde bir yavaşlama olmadığını ortaya koymaktadır.



2005 yılının ikinci üç aylık dönemine ilişkin göstergelerden yurt içine yapılan ticari araç satışlarına ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler için de benzer yorumlar yapılabilir. Buna göre, sözü edilen mallara yönelik yurt içi talebin 2004 yılının son üç aylık döneminden bu yana artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Ticari araç yurt içi satışlarının 2005 yılının ikinci üç aylık döneminde bir önceki döneme göre artması yatırım harcamalarına ilişkin olumlu bir göstergedir. Nisan-Mayıs dönemine ilişkin sermaye malları ithalatındaki gelişmeler de bu eğilimi destekler niteliktedir. Ancak aynı dönemde, makine-teçhizat imalatının yılın ilk üç aylık dönemine kıyasla gerilediği görülmektedir. Bununla birlikte inşaat sektörüne ara girdi sağlayan sektörlerdeki üretim artışları, inşaat yatırımlarının yılın ikinci üç aylık döneminde de artmaya devam ettiği yönünde sinyal vermektedir. Öte yandan, TCMB İYA göstergelerinden yatırım eğiliminin son dönemde gerilemesine karşın tarihsel olarak yüksek düzeylerini koruması da yatırımcı güveni açısından olumludur (Grafik 3.1.5). Mevcut göstergeler bir arada

Mevcut göstergeler bir arada değerlendirildiğinde, yatırım talebinin de yılın ikinci üç aylık döneminde bir önceki döneme göre artış eğiliminde olduğu düşünülmektedir.

değerlendirildiğinde, yatırım talebinin de yılın ikinci üç aylık döneminde bir önceki döneme göre artış eğiliminde olduğu düşünülmektedir.



Bu bilgiler ışığında, toplam nihai yurt içi talebin 2005 yılının ikinci üç aylık döneminde artmaya devam ettiği düşünülmektedir. İmalat sanayi firmalarının gelecek üç aylık döneme ilişkin yurt içi satış beklentilerinin 2005 yılının ilk üç aylık dönemi itibarıyla bulunduğu seviye de bu düşünceyi desteklemektedir (Grafik 3.1.6). Ancak, söz konusu göstergenin yılın ikinci üç aylık döneminde izlediği seyir, iç talebin yılın üçüncü üç aylık döneminde kaygı verici bir düzeyde olmadığı yönünde sinyal vermektedir. Ayrıca yapılan tahminler, çıktı açığının kapanmaya devam edeceğine ve üretimin 2005 yılı sonuna doğru potansiyel düzeyine yakınsayacağına işaret etmektedir (Grafik 3.1.7).

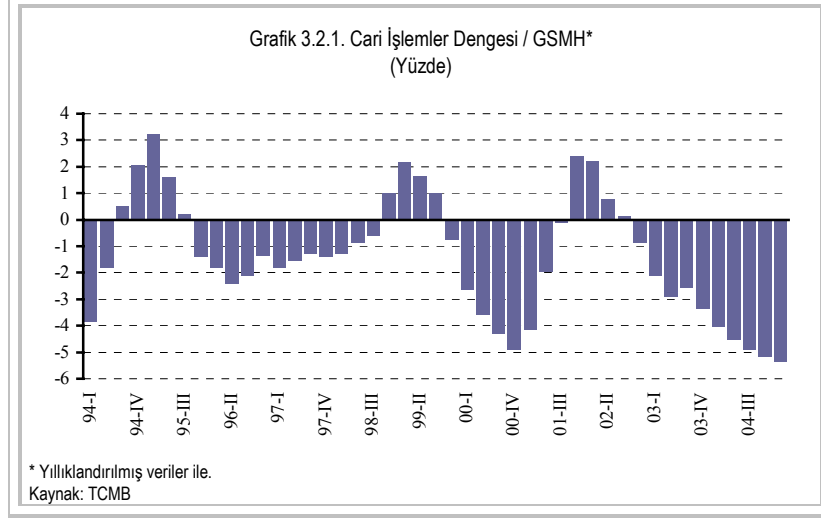
Bu gelişmeler değerlendirilirken, büyüyen bir ekonomide talep büyümesinin de kaçınılmaz olduğu ve enflasyon gelişmeleri açısından önemli olan unsurun arz-talep dengesi olduğu unutulmamalıdır. Mevcut bilgiler çerçevesinde, iç talebin artmaya devam ettiği, ancak söz konusu artışın kontrollü olarak gerçekleşeceği yönünde de sinyaller alınmaktadır. Diğer bir deyişle, iç talepte enflasyon açısından tehdit unsuru olabilecek nitelikte “aşırı” bir canlanma görülmemektedir. Öte yandan, toplam talebin diğer bileşeni olan dış talepteki gelişmeler, 2005 yılı başından itibaren süregelen sanayi ihracatı büyümesindeki yavaşlamanın Haziran ayında belirginleştiğini göstermektedir. Dolayısıyla, mevcut talep koşullarının ‘kısa dönemde’ fiyatlar üzerinde baskı yaratacak düzeyde olmadığı düşünülmektedir. Ancak, 2006 yılı enflasyon hedefini dikkate alan ‘orta vadeli’ bir perspektifle talep gelişmeleri dikkatle takip edilmektedir. İç ve dış talebe ilişkin mevcut eğilimlerin önümüzdeki dönemde de sürmesi, Merkez Bankası’nın talep konusundaki temkinli tutumunda etkili olan kaygıların azalması anlamına gelecektir.

2005 yılı ilk üç aylık dönemine ilişkin milli hesaplar incelendiğinde, enflasyondaki düşüş sürecini yakından ilgilendiren bir diğer gelişme de kamu harcamalarının ekonomik büyümeye yaptığı pozitif katkıdır. Kamu harcamalarındaki yüksek oranlı artışlar ile ekonomik büyüme desteklenirken, mevcut makroekonomik programın temel ayağı olan mali disiplinden taviz verilmemesi önem arz etmektedir. Son döneme ilişkin konsolide bütçe ve toplam kamu bütçe gerçekleştirmeleri 2005 yılına ilişkin bütçe hedeflerinden sapma olmadığını göstermektedir. Ancak, hedeflenen harcamaların büyük bir bölümünün yıl sonuna doğru gerçekleştirileceği göz önüne alındığında, yılın ilk yarısına ilişkin olumlu gelişmeler önümüzdeki dönem için bir garanti teşkil etmemektedir. Kamu harcamalarında plânsız ve bütçe hedefleri ile tutarlı olmayan artışların, mali baskınlığın azaltılması yolunda engel oluşturacağı unutulmamalıdır. Aksi takdirde, para politikasının etkinliği sınırlanacak, dolayısıyla da enflasyonla mücadele gücü zayıflayacaktır.

3.2. Dış Talep

2005 yılının ilk üç aylık döneminde cari işlemler dengesi 6,3 milyar ABD doları açık vermiştir. Yıllıklandırılmış veriler ile incelendiğinde, 2004 yılının Mart ayı ile 2005 yılının Mart ayı arasındaki bir yıllık dönemde cari işlemler açığının GSMH’ye oranı yüzde 5,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1). Öte yandan, Nisan ve Mayıs aylarında cari açığın 4,8

milyar ABD doları olarak gerçekleşmesiyle, 2005 yılının ilk beş ayında cari açık 11,1 ABD dolarına ulaşmıştır.



DİE tarafından açıklanan verilere göre, 2005 yılının ilk beş ayında ihracat, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 22,1 oranında artmıştır. Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verileri Haziran ayında ihracatın yüzde 11,7 oranında arttığını göstermektedir. İhracattaki artışların devam etmesinde, reel birim ücretlerin bulunduğu düşük seviye etkili olmaktadır.

Ancak son döneme ilişkin veriler dış talepte yavaşlama olduğu yönünde sinyal vermektedir. Bu gelişmede, ihracatımızda önemli yer tutan Euro bölgesindeki büyüme hızının düşük olması ve uluslararası piyasalarda yükselen petrol fiyatlarının küresel büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin yanı sıra Çin ekonomisinin dışa açıklığının artmasıyla birlikte uluslararası piyasalarda rekabetin artmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Dış talepteki bu eğilimin önümüzdeki dönemde de sürmesi halinde yurt içi mallara olan toplam talep kanalıyla enflasyonist baskılar azalacaktır.

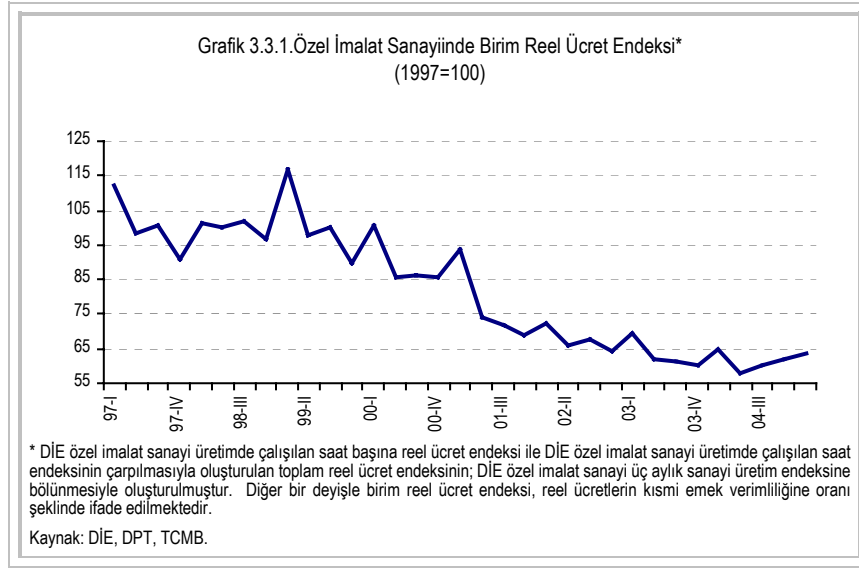
2005 yılının ilk beş aylık döneminde ithalat yüzde 22,3 oranında artmıştır. İthalat artışında ara malı ithalatındaki artışın etkili olduğu görülmektedir. Ara malı ithalatındaki artış oranı yüzde 28,9 olurken, sermaye malı ithalatındaki artış oranı yüzde 13,9, tüketim malı ithalatındaki artış oranı ise yüzde 2,2 olarak gerçekleşmiştir. Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan ithalde alınan KDV verileri, ithalattaki artışın Haziran ayında da devam ettiğine işaret etmektedir. Ödemeler dengesi gelişmeleri, finansman açısından değerlendirildiğinde, gerek

doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki gerekse uzun vadeli kredi kullanımındaki artış eğilimi cari açığın finansman kalitesinin arttığına işaret etmekte ve açığın sürdürülebilirliğine dair endişeleri sınırlandırmaktadır.

3.3. Maliyetler

2005 yılının ilk üç aylık döneminde imalat sanayiinde istihdam, özel sektör kaynaklı olarak, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,4 oranında artmıştır. Kamudaki verimliliği artırma çabalarının bir sonucu olarak, kamu imalat sanayindeki istihdam bir önceki yılın aynı dönemine göre büyük oranda düşmüştür. Aynı dönemde, üretimde çalışılan saat başına reel ücret ve üretimde çalışılan saat başına verimlilik endeksleri sırasıyla yüzde 3,8 ve yüzde 5,8 oranında yükselmiştir (Tablo 3.3.1).

Özel imalat sanayinde, reel ücretlerin kısmi emek verimliliğine oranı şeklinde ifade edilen birim reel ücret endeksi, geçen yılın aynı dönemine göre 1,5 puan düşmüştür (Grafik 3.3.1). Birim reel ücretlerdeki bu olumlu durum fiyatlar üzerinde maliyet kaynaklı riskleri azalttığı gibi ihracat performansının devamını sağlamıştır.



Nisan ve Mayıs ayı verileri, 2005 yılının ikinci üç aylık döneminde, imalat sanayi üretimindeki yıllık artış oranının oldukça düşük kalacağına işaret etmektedir. İstihdam artışlarının devam etmesi durumunda, imalat sanayinde önemli oranda verimlilik artışı gerçekleşmeyecektir. Öte yandan, istihdamdaki artış, harcanabilir geliri arttırarak iç talebi arttırıcı bir etki yaratmaktadır. Bu durumda, gerek maliyet yönlü gerekse talep

yönlü baskıların fiyatlar üzerinde bir risk oluşturmasını engellemek açısından, ücretlerdeki artışların enflasyon hedefine uygun olarak belirlenmesi büyük önem kazanmaktadır.

Kamu sektöründeki ücretlendirme politikası, mali disiplin hakkında kamuoyuna sinyal niteliği taşımakta ve ekonomik programın devamı konusundaki beklentileri doğrudan etkilemektedir. Bunun yanı sıra, fiyat beklentileri konusundaki beklentileri de etkilemekte ve özel sektörün ücretlendirme politikasına referans olabilmektedir. Dolayısıyla, kamu sektörünün ücretlendirme politikası orta vadede enflasyon açısından dikkate alınması gerekli bir husustur. 2005 yılı geneline bakıldığında, kamu kesiminde memur maaşları ortalama olarak yüzde 11, işçi ücretleri ise ortalama olarak yüzde 13,8 olarak artmıştır. İlerleyen dönemde, kamu sektöründeki ücret artışlarının enflasyon hedefiyle uyumu önem taşımaktadır. Temmuz ayında imzalanan toplu iş sözleşmeleri çerçeve anlaşma protokolü, 2006 yılında kamu işçi ücretlerinde yapılacak artışların hedeflenen enflasyonla tutarlı olacağını göstermektedir.¹

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

	2003		2004				2005	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
İstihdam⁽¹⁾	1,8	0,7	2,7	2,2	2,2	2,0	1,4	
Kamu	-6,8	-13,6	-11,0	-9,6	-9,7	-11,0	-12,2	
Özel	3,1	2,4	4,5	3,7	3,6	3,6	2,7	
Ücret⁽²⁾	-1,9	0,2	5,1	3,4	1,6	2,5	3,8	
Kamu	-5,3	2,9	7,7	5,6	2,9	4,7	13,2	
Özel	0,6	2,5	7,5	5,3	3,9	4,8	3,9	
Verimlilik⁽³⁾	7,2	8,5	13,6	6,4	1,6	7,3	5,8	
Kamu	8,1	14,8	13,1	5,6	8,5	10,5	13,3	
Özel	7,9	9,0	15,0	7,6	1,2	8,0	6,4	
Kazanç⁽⁴⁾	-6,3	-0,6	3,7	1,5	-0,5	1,3	3,2	
Kamu	-5,6	-0,6	9,2	1,2	2,5	3,2	10,9	
Özel	-4,7	2,6	5,8	4,6	2,3	4,3	3,4	

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

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

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

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

Fiyatlar üzerinde risk oluşturabilecek bir diğer maliyet unsuru da uluslararası piyasalarda artma eğilimini sürdüren petrol ve metal gibi temel girdi fiyatlarıdır (Tablo 3.3.2). Türk lirasının yabancı para birimleri cinsinden güçlü konumu, girdi fiyatlarındaki artışların iç piyasadaki etkisini zayıflatmaktadır. Bununla birlikte, petrol fiyatlarındaki artış Haziran ayında iç piyasaya kısmen yansıtılmıştır. Petrol ürünleri fiyatlarının içinde vergilerin önemli bir payı olması, mali disiplinin bu noktada da fiyatlar üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Nitekim, kamu gelir ve harcamalarıyla ilgili yapılacak yapısal reformlar, faiz dışı bütçe fazlası hedefinden sapılmadan, vergi oranlarındaki

¹ 2005 yılı Temmuz ayında imzalanan protokole göre, kamu işçilerinin ücretlerine sözleşmenin ikinci yılının birinci ve ikinci altı aylık dönemlerinde yüzde 3 oranında zam yapılacaktır. Ancak, ilgili dönemlerde TÜFE'nin zam oranlarını aşması durumunda, birinci altı ay farkın yüzde 80'i, ikinci altı ay farkın tamamı ücretlere yansıtılacaktır.

değişimlerle petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların iç piyasada fiyatlara yansımamasını sağlayacaktır. Ancak her durumda, petrol fiyatlarının artışı gibi dışsal şoklar enflasyon açısından risk unsuru olmaya devam edecektir.

	2003		2004				2005	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II
İthalat Birim Değer Endeksi	100,0	111,4	112,7	116,6	123,3	116,0	125,4	125,7 ⁽¹⁾
Ham Petrol Fiyatları (\$/Varil)	27,0	30,0	32,0	36,7	39,6	34,6	41,7	48,0 ⁽²⁾
Metal Fiyatları Endeksi	98,2	130,0	130,2	133,8	141,9	134,0	153,2	163,0 ⁽¹⁾

(1) 2005 yılının ikinci üç aylık dönemine ilişkin veri Nisan-Mayıs dönemini kapsamaktadır.
(2) Şubat ve Mart değerleri için tahmin kullanılmıştır.
Kaynak: DIE, DPT, İFS.

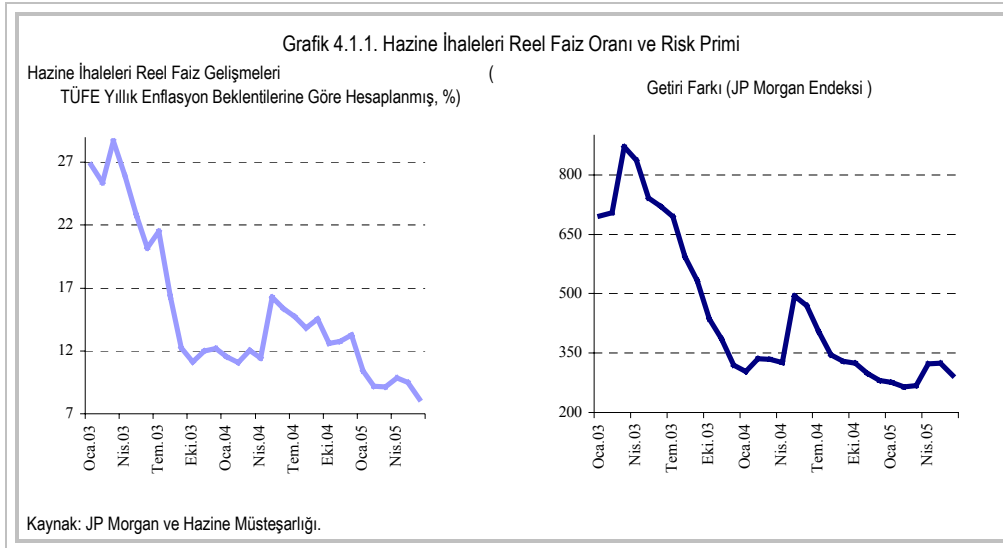
4. Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Para Politikası

4.1. Mali Piyasalardaki Gelişmeler

Türkiye’de para, sermaye ve döviz piyasalarındaki gelişmeler, diğer gelişmekte olan ülkelerde de olduğu gibi, büyük ölçüde beklentiler tarafından belirlenmektedir. Beklentiler ise, ulusal ekonomik ve siyasi gündem ve uygulanan politikalar, uluslararası kuruluşlarla ilişkiler ve dünya piyasalarındaki gelişmeler tarafından şekillenmektedir. Özel olarak, AB’ye üyelik süreci ile ilgili gelişmeler, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yürütülen görüşmelerin odak noktası olan makroekonomik programın uygulanması ve bu çerçevede mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reformların hayata geçirilmesi, ABD ve Avrupa Birliği (AB) para politikası kararları, uluslararası likidite koşullarının ve petrol fiyatlarının seyri, son zamanlarda beklentileri etkileyen önemli unsurlar haline gelmiştir.

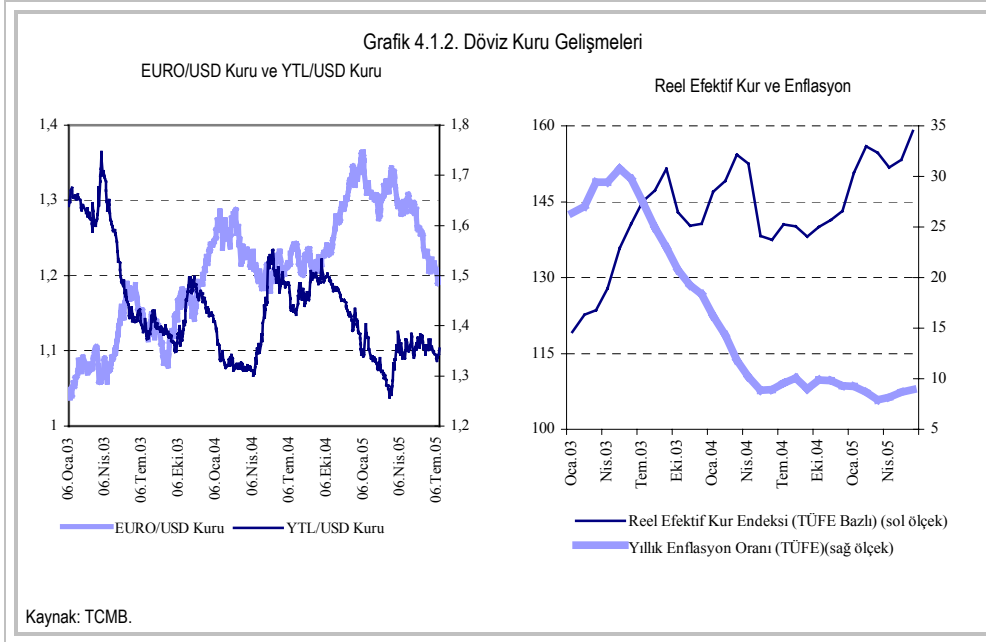
Türkiye ekonomisi, başta bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çerçevesinde uygulanan politikalar ve bu alanda kararlı bir biçimde hayata geçirilen yapısal reformlar sayesinde, finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir aşama kaydetmiştir. Bunun ilk yansımaları, hala yüksek seviyelerde olmakla birlikte, nominal ve reel faiz oranlarında düşme eğilimi şeklinde görülmüştür. Ek olarak, uluslararası piyasalarda ihraç edilen devlet tahvilleri ile aynı vadeli referans ABD tahvillerinin faiz oranı arasındaki fark şeklinde hesaplanan ve ülke için risk primi göstergesi olan getiri farkı (spread) da azalmıştır (Grafik 4.1.1).

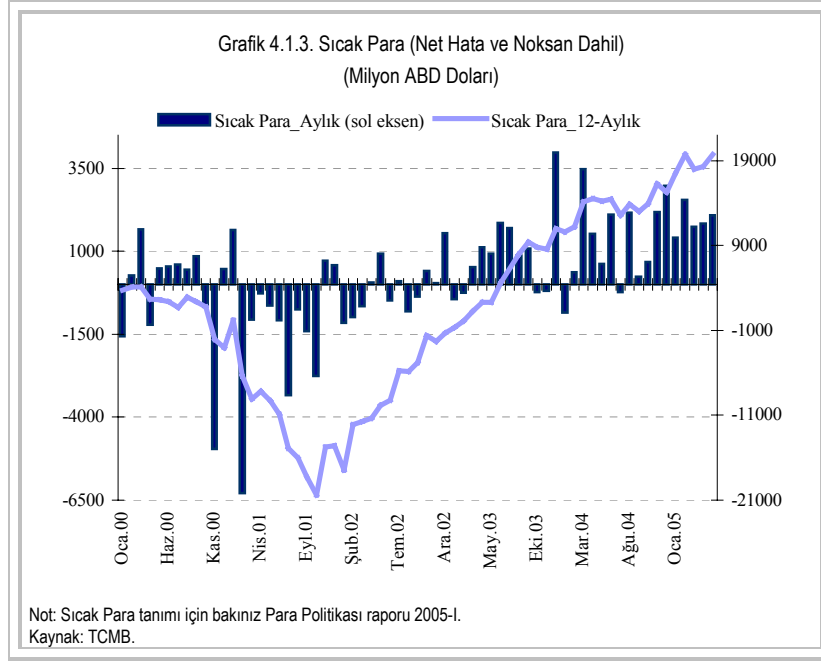
Türkiye ekonomisi finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir aşama kaydetmiştir



Türk lirasının, 2004 yılının son çeyreğinde başlayan değer kazanma sürecinin devam ettiği görülmektedir.

Döviz piyasalarındaki gelişmelere bakıldığında, Türk lirasının, 2004 yılının son çeyreğinde başlayan değer kazanma sürecinin devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.1.2). Kısa vadede Türk lirasının değerinin belirlenmesinde, kısa vadeli sermaye girişleri ve yerleşiklerin yurtiçi portföy tercihlerinin Türk lirası lehine değişmesi önemli bir rol oynamıştır (Grafik 4.1.3). Sermaye girişleri ve portföy tercihleri, kısa dönemde genel olarak, ekonomik programın uygulanmasında gösterilen kararlılık ve borç sürdürülebilirliğine dair olumlu beklentilere bağlı olarak risk primindeki düşme, cari açığın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler, uluslararası piyasalardaki gelişmeler ve piyasa oyuncularının davranışları tarafından belirlenmektedir. Bu çerçevede, olumlu enflasyon ve büyüme performansına bağlı ekonomik iyileşme, IMF ile ilişkiler ve özellikle AB içindeki olumsuz siyasi ve ekonomik gelişmelerin Türkiye'nin üyelik süreci üzerine etkilerinin piyasa oyuncuları tarafından olumsuz algılanmamış olması ve cari açığın finansman kalitesinin arttığına dair düşünce nedeniyle olumlu beklentilerin bozulmaması, uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine gelişmesi, 2005 yılının ilk yarısında Türk lirasının değerlenmesinde etkili faktörler olarak görülmektedir.



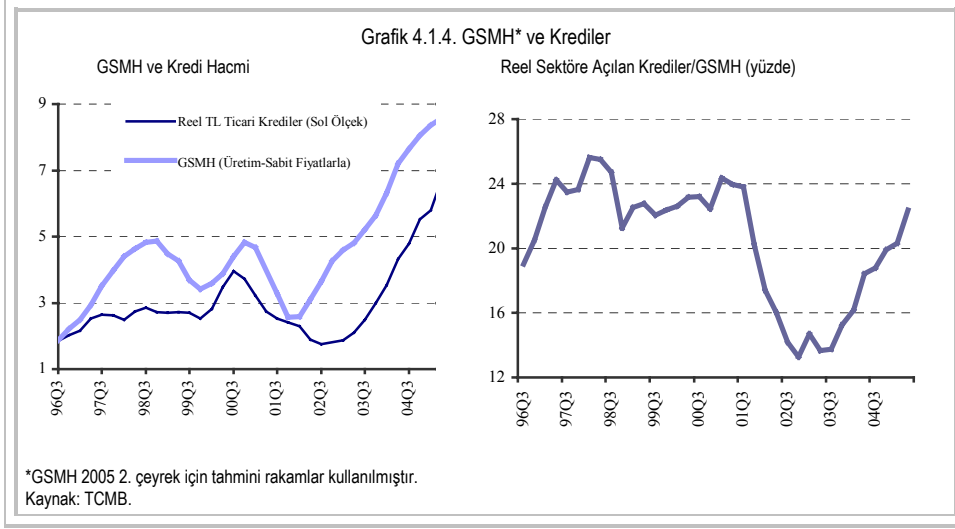


Orta ve uzun vadede, Türk lirasının değerinin belirlenmesinde önemli olan unsurlar, yapısal reformların devamlılığı ve bunun verimlilik üzerindeki etkileri, ülkenin net dış borç pozisyonu, ekonomideki devresel hareketler, enflasyon ve büyüme gibi temel ekonomik değişkenlerdeki gelişmeler, yatırım ortamının iyileşmesi ve ekonomideki istikrarın devamına bağlı olarak uzun vadeli sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı yatırımlardır.

Merkez Bankası döviz kurundaki oynaklığı ve oynaklığa neden olabilecek muhtemel gelişmeleri yakından takip etmektedir. Bu itibarla, Merkez Bankası 2005 yılının Ocak-Temmuz döneminde döviz piyasasına dört kez doğrudan alım müdahalesinde bulunmuştur. Rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri de, 2005 yılı Para ve Kur Politikası duyurusunda öngörüldüğü şekli ile düzenli olarak devam etmektedir. Temmuz ayı ortasında açıklanan verilere göre Merkez Bankası döviz rezervleri yaklaşık 40 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

Bankacılık sektörü ve kredi gelişmeleri finansal istikrarın devamı ve enflasyonun önümüzdeki dönemlerdeki seyri ile ilgili önemli bilgiler vermektedir. 2005 yılının ilk yarısında, bankaların kredi hacmindeki artış eğiliminin özellikle konut kredisi ağırlıklı olarak devam ettiği görülmektedir. Bütçe disiplininin başarılı bir biçimde sürdürülmesi sonucunda kamu kesiminin bankacılık sektöründen daha sınırlı

borçlanması ve faiz marjlarının daralması üzerine bankalar karlılıklarını koruyabilmek amacıyla bireysel kredileri artırmaktadırlar (Grafik 4.1.4). Bu şekilde, bankalar müşteri tabanlarını genişleterek bankacılık işlemleri gelirlerini de artırmayı amaçlamaktadırlar. Ağırlıklı olarak özel ve yabancı bankalar tarafından verilen kredi miktarındaki artış bir taraftan özel yatırımlar diğer taraftan ise özel tüketim üzerinde etkili olmaktadır.



Merkez Bankası, başta konut kredileri olmak tüm bankacılık sektörü kredilerinin artış hızını yakından takip etmektedir.

Özellikle Merkez Bankası döviz alımlarına bağlı olarak piyasalardaki likidite fazlasının devam ediyor olması ve reel faizlerdeki düşmeye bağlı olarak, önümüzdeki dönemlerde de kredi miktarındaki artışlar muhtemel görülmektedir. Merkez Bankası, orta vadeli bir perspektif içinde, başta konut kredileri olmak üzere bir bütün olarak bankacılık sektörü kredilerinin artış hızını yakından takip etmektedir (Tablo 4.1.1, Tablo 4.1.2).

Tablo 4.1.1. Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2004Q2	2004Q3	2004Q4	2005Q1	2005Q2
Tüketici Kredileri	33,1	7,7	4,0	17,6	23,4
Konut Kredileri	51,1	12,4	9,1	33,7	61,9
Taşıt Kredileri	34,3	4,5	0,7	-0,7	11,7
Diğer Krediler	26,2	8,3	4,4	23,8	11,7
Kredi Kartları	21,6	14,6	25,5	-2,4	8,4

Kaynak: TCMB.

Tablo 4.1.2. Tüketici Kredilerinin Banka Grupları Bazında Dağılımı
(Nominal Aylık Yüzde Değişim)

	Tüketici Kredileri	Kamu Bankaları	Özel Bankalar	Yabancı Bankalar
Aralık 2004	4.1	2.1	4.6	7.8
Ocak 2005	1.0	-0.9	1.7	3.3
Şubat 2005	10.9	26.3	3.3	6.5
Mart 2005	5.8	2.0	7.8	9.7
Nisan 2005	9.5	5.7	11.6	11.2
Mayıs 2005	6.8	3.9	8.7	5.7
Haziran 2005	7.4	3.6	9.1	9.7

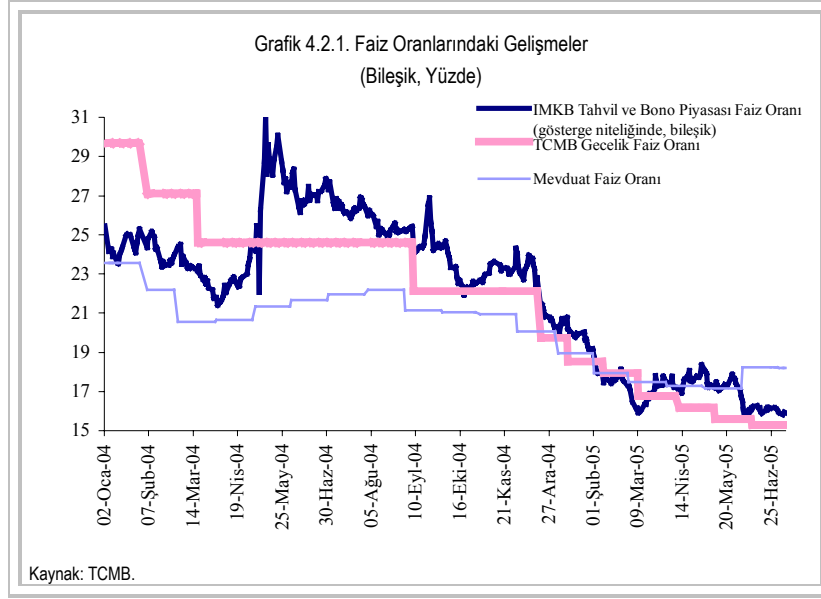
Kaynak: TCMB.

Kredi büyüklüklerinin yanında parasal göstergeler de, uygulanmakta olan ekonomik programın bir gereği olarak, Merkez Bankası tarafından yakından takip edilmektedir. 2005 yılının ilk yarısında nakit talebindeki artış, ekonomik faaliyetlerdeki canlanma eğilimini destekler nitelikte görünmektedir. Bununla birlikte, 26 Nisan 2005 tarihli Niyet Mektubu ile Haziran 2005 sonu için performans kriteri olan Para Tabanı gerçekleşmesi belirlenen üst sınırın altında kalmıştır.

4.2. Para Politikası

Merkez Bankası para politikası 2005 yılının ikinci çeyreğinde de orta vadeli bir bakış açısıyla fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda yürütülmüştür. Para politikası kararları oluşturulurken, sermaye, para ve döviz piyasasındaki gelişmeler yanında enflasyon, toplam arz-talep dengesi, verimlilik-istihdam-ücret-birim maliyet gibi makroekonomik veriler, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, mali disipline ilişkin göstergeler, enflasyon beklentileri ve uluslararası piyasalardaki gelişmeler ışığında olası dışsal şokların neden olabileceği risk unsurları analiz edilmektedir. Para politikasının duruşunu, bu analizlerde kullanılan veri setinin gelecek dönem enflasyonu açısından içerdiği bilgi belirlemektedir. Bu çerçevede, Merkez Bankası, Nisan, Mayıs ve Haziran ayları “Enflasyon ve Görünüm” raporlarında enflasyonun orta vadede izleyeceği seyre ilişkin risk oluşturabilecek faktörlere vurgu yapmış ve faiz kararlarında “iyimser-temkinli” bir tavır sergilemiştir. Ancak Haziran ayı sonu itibarıyla ortaya çıkan veriler, enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasına dikkat çekerek 2006 yılı enflasyon rakamlarına ilişkin “temkinli” olma gereğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede, Temmuz ayı Para Politikası Kurulu toplantısındaki değerlendirmelerin de ışığında, Merkez Bankası faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiş, gecelik borçlanma faiz oranlarını yüzde 14,25 seviyesinde sabit tutmuştur (Grafik 4.2.1).

Para politikası orta vadeli bir bakış açısıyla fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda yürütülmüştür.

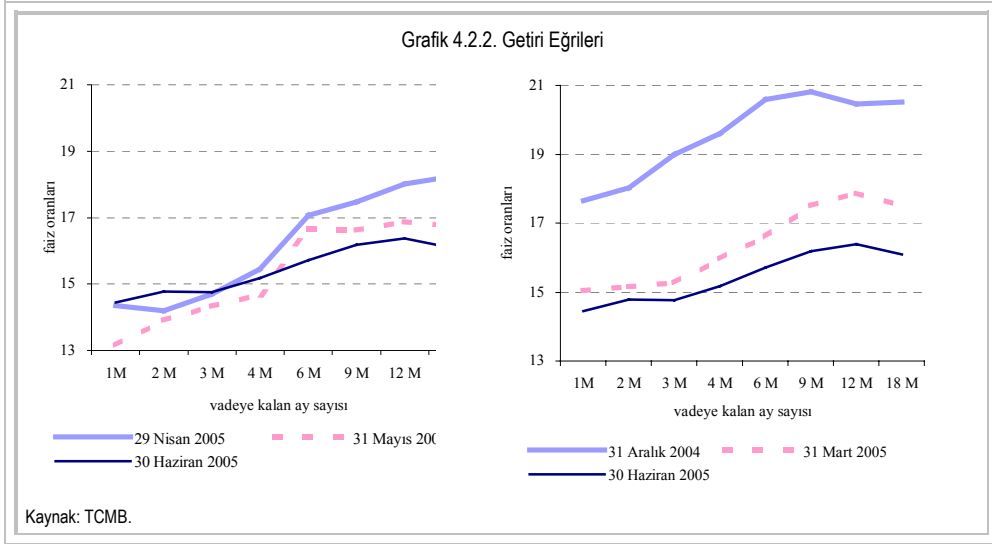


Para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi, Merkez Bankası'nın kısa dönem faiz oranını kullanarak orta ve uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilme gücüne bağlıdır. Bu da, büyük ölçüde makroekonomik istikrar ve para politikası uygulamalarının güvenilirliğiyle ilişkilidir. Mali baskınlığın yaşandığı ekonomilerde, bu süreç daha karmaşık hale gelebilmektedir. Bu çerçevede, piyasa faiz oranları ile Merkez Bankası faiz oranları arasındaki ilişkiye bakıldığında, gösterge niteliğinde takip edilen DİBS getirilerinin ve ortalama mevduat faiz oranlarının, oluşan güven ortamına bağlı olarak, Merkez Bankası faizi ile aynı yönlü bir seyir izlediği görülmektedir. Daha açık bir ifade ile, Merkez Bankası'nın enflasyon hedefine ulaşmasını güçleştirecek bir belirsizlik ya da istikrarsızlık olmayacağı varsayımı altında, faiz oranlarını düşürme kararının ardından piyasa faiz oranlarında da düşme görülmektedir. Bununla beraber, ülkemizde risk priminin hala görece olarak yüksek ve oynak olması, ekonomik programın uygulanmasını ve enflasyon hedefine ulaşmasını engellemeyecek ve geçici nitelikteki gelişmeler karşısında bile, Merkez Bankası faiz oranlarından yukarı doğru sapmalara neden olabilmektedir. Bu bağlamda ekonomideki faizler genel düzeyinin tek başına Merkez Bankası faiz kararları tarafından belirlenmediği açıktır. Özellikle ortalama mevduat faizlerinin 2005 yılı ilk çeyreğinden itibaren, Merkez Bankası faiz oranlarının üzerinde seyretmesi bu olguyu doğrular niteliktedir (Grafik 4.2.1).

2005 yılının ikinci çeyreğinde getiri eğrileri incelendiğinde, ulusal ve uluslararası faktörlerin risk algılamaları üzerindeki etkisi net bir biçimde

görülmektedir. Nisan ve Mayıs aylarında Merkez Bankası faiz indirimlerinin ardından faizler her vadede aşağı kaymakla birlikte risk primindeki artışın etkisiyle getiri eğrilerinin Mart ayına göre dik bir konuma geldiği görülmektedir. Bu dönemde, örneğin AB içindeki siyasi gelişmelerin Türkiye'nin üyelik sürecine ilişkin kaygıları artırması, risk priminin yükselmesinde önemli bir rol oynamıştır. Bu tür gelişmelerin geçici olarak algılanması, Haziran ayı sonu itibarıyla risk priminin azalmasını, daha uzun vadeli faizlerin düşmesini ve getiri eğrilerinin görece olarak yatay konuma gelmesini sağlamıştır. Bununla birlikte, kısa dönemde devam eden belirsizlikler, Merkez Bankası faiz indirimlerine rağmen, Haziran ayı sonu itibarıyla, kısa vadeli piyasa faizlerinin önceki aylara göre yüksek seyretmesine neden olmuştur. Bu durum, piyasa faizlerinin düşürülmesinde Merkez Bankası faiz indirimlerinin tek başına yeterli olmadığı gerçeğini göstermesi açısından önemlidir (Grafik 4.2.2).

Risk algılamaları üzerinde etkili olan ulusal ve uluslararası gelişmelerin geçici olarak algılanması Haziran ayı sonu getiri eğrilerinin görece olarak yatay konuma gelmesini sağlamıştır.



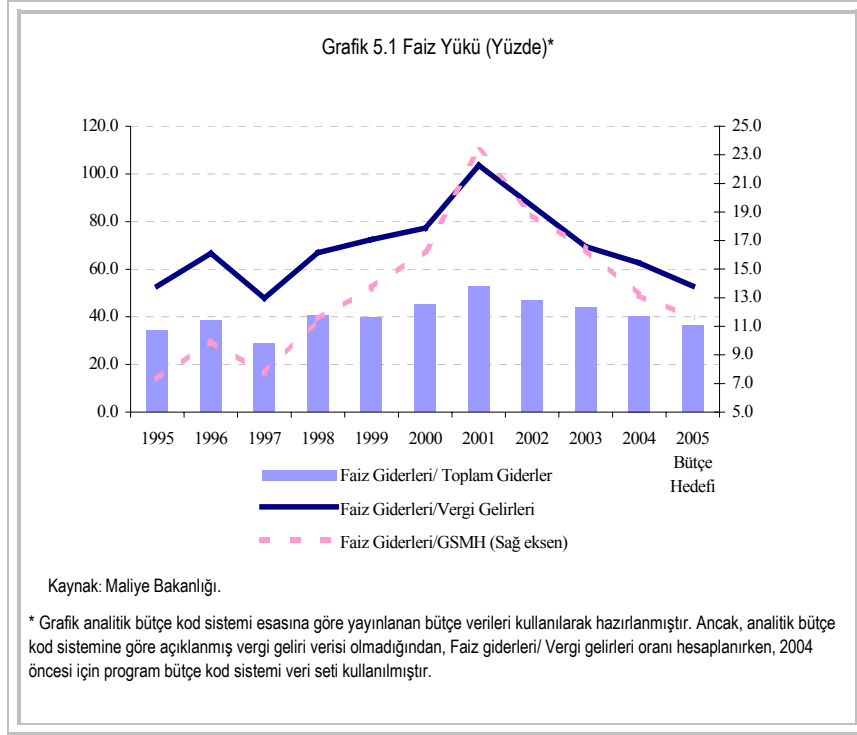
Daha uzun bir zaman diliminde getiri eğrileri analizi yapıldığında gecelik faizler ile orta ve uzun vadeli faizler arasındaki ilişkinin değişimine dair birtakım sinyaller alınmaktadır. 2004 yılı sonundan itibaren 2005 yılının ilk yarısında getiri eğrileri incelendiğinde, eğrinin her vadede aşağı kaydığı ve daha yatay hale geldiği görülmektedir. Getiri eğrilerinin, özellikle uzun vadeli ucunun, pozitif eğimli olmayı sürdürmekle birlikte daha yatay hale gelmesi gelecek döneme ilişkin beklentilerin olumlu olduğunu göstermektedir. Merkez Bankası politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yılın ilk altı aylık döneminde kademeli olarak düşürülmesine paralel olarak her vadedeki piyasa faizleri istikrarlı bir düşüş eğilimi göstermiştir. Bu durum kısa vadeli faiz oranları ile daha

uzun vadeli faiz oranlarını arasında olması gereken ilişkinin belirginleşmeye başladığına dair bir göstere olarak değerlendirilebilir. Hazine'nin yurtiçi piyasalardan uzun vadeli borçlanmaya başlaması ve buna bağlı olarak iç borcun ortalama vadesinin uzaması ve yapısal reformlarla desteklenen mali disiplinin sürdürülmesi, mali baskınlığın azaldığına olan inancı güçlendirmiş ve geçtiğimiz yıllarda yüksek ve oynak olarak nitelendirilen risk priminin azalma eğilimine girmesindeki temel belirleyici faktör olmuştur. Bu durum, uzun vadeli faizlerin düşmesinde istikrarlı bir biçimde uygulanan makroekonomik politikaların ve yapısal reformların aralıksız olarak ve uzun soluklu devam ettirilmesinin kritik önemine işaret etmektedir (Grafik 4.2.2).

Para politikasının gelecek dönemlerde izleyeceği seyrin daha öngörülebilir olması; bekleyişlerin yönetimi, uygulanan politikalara karşı güvenin artması ve nihai olarak kalıcı fiyat istikrarının sağlanması açısından özel öneme sahiptir. Bu itibarla, 2005 yılı başından itibaren para politikası karar alma mekanizmasının kurumsallaşması yönünde yeni düzenlemeler yapılmış (bakınız, "2005 yılı Para ve Kur Politikası" duyurusu, 20 Aralık 2004), faiz kararlarının alınma süreci ve zamanlaması daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmiştir. 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte karar alma mekanizmasının kurumsallaşma süreci tamamlanmış olacaktır. Yeni dönemde artan öngörülebilirlik ve azalan mali baskınlık, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini daha da attıracaktır.

5. Kamu Maliyesi

Mali baskınlığın azalması, 2001 krizinden bugüne dek yaşanan iktisadi dönüşümün önemli unsurlarından bir tanesi olmuştur. Söz konusu dönemde, azalan faiz oranları neticesinde faiz yükü önemli miktarda düşmüş, bu durum, bütçe açığının azalmasını ve borç dinamiklerinin iyileşmesini sağlamıştır (Grafik 5.1). Bununla birlikte, borçlanma vadesindeki artış, Türk lirasının değer kazanması ve ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden borçlanılması neticesinde 2002 yılından itibaren borç stokunun yapısında iyileşme sağlanmıştır (Kutu 5.1).



Enflasyon beklentilerinin hedeflerle uyumlu seyretmesi, orta vadede mali disiplinin kesintiye uğramaması, yapısal olarak yüksek seviyede olan harcamalarda kalıcı azalmanın sağlanmasını gerektirmektedir. Bilindiği üzere, bu tür harcamalar politika araçlarıyla kontrol edilememekte ve reform yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Reform yapılmaması durumunda harcamalar gelecek dönemde kontrol edilemez duruma gelmekte ve finansman ihtiyacının artmasına yol açarak beklentiler üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Bu nedenle, mali baskınlığı sadece hassas borç dinamikleri çerçevesinde değerlendirmemek, faiz ödemeleri ile birlikte, borç dinamiklerinde

yaşanan iyileşmenin kaynağı olan faiz dışı fazlanın kalitesini belirleyen, bütçeye ilişkin yapısal reformları da tanım kapsamına almak gerekmektedir. Bu çerçevede, 2001 yılı sonrasında, borç yükünün (Borç stoku/GSMH) azalma eğilimine girmesi, bu süreçte borç stokunun yapısında gözlenen iyileşme ve bütçe disiplininin orta vadede reformlarla desteklenerek sürdürüleceği beklentisi mali baskının hafiflemesine neden olmuştur. Borç stokunun dinamiklerinde gözlenen iyileşmeye ve sosyal güvenlik başta olmak üzere, bütçenin yapısal sorunlarına çözüm getirecek reformların uygulamaya konulmasına bağlı olarak mali baskının önümüzdeki dönemlerde azalması beklenir. Söz konusu olumlu sürecin devam etmesi ve 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte para politikasının etkin yürütülebilmesi için mali disiplinin sürdürülmesi ve reformların uygulamaya konulmasının kritik rol oynadığı göz ardı edilmemelidir.

Tablo 5.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri

	Gerçekleşmelerin Bütçe Tahminlerine Oranı (Yüzde)		
	2004		2005
	Ocak-Haziran	Ocak-Aralık	Ocak-Haziran
Gelirler	47.8	104.6	48.6
Vergi Gelirleri	44.8	101.4	45.6
Dolaysız Vergi Gelirleri	48.3	105.5	52.1
Dolaylı Vergi Gelirleri	43.3	99.6	43.3
Harcamalar	42.9	93.5	42.0
Faiz Harcamaları	44.9	85.5	41.5
Faiz Dışı Harcamalar	41.4	99.8	42.3
Personel Giderleri	51.1	101.4	49.3
Mal ve Hizmet Alımları	23.9	104.2	28.6
Cari Transferler	48.6	100.7	50.4
Sosyal Güvenlik Kurumları	47.9	99.3	52.9
Sermaye Giderleri	19.6	124.4	24.1
Bütçe Dengesi	31.8	66.1	13.3
Faiz Dışı Denge	74.4	129.5	71.6

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2003 yılının Ocak-Haziran döneminde faiz dışı bütçe fazlası olumlu bir performans göstermiştir.

Mali disiplinin bir göstergesi olarak, 2005 yılının Ocak-Haziran döneminde faiz dışı bütçe fazlası olumlu bir performans göstermiş ve bu dönemde konsolide bütçe faiz dışı dengesi, 19,5 milyar Yeni Türk lirası tutarında fazla vermiştir (Tablo V.1.). Bu tutar aynı zamanda 2005 yılı bütçe hedefinin yüzde 71,6'sını oluşturmaktadır. 2005 yılı Ocak-Haziran döneminde, gerçekleşen bütçe açığının 2005 yılı bütçe hedefinin sadece yüzde 13,3'ünü oluşturması da yılın ilk yarısı itibariyle bütçe performansının olumlu olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, bütçe harcamalarının alt kalemlerinin yıl sonu bütçe hedefi içindeki

paylarına bakıldığında, mal ve hizmet alımları ile sermaye giderlerindeki artış dikkat çekmektedir. Sermaye giderlerinde yaşanan yıllık artış oranı, 2005 yılı bütçe uygulamasının yansımasıdır. Zira, 2003 ve 2004 yıllarında sermaye giderlerindeki artış sınırlı miktarda kalmış, 2005 yılında ise geçmiş yıllardan farklı olarak söz konusu harcama kalemi için bütçe ödeneğinde yüksek bir artış öngörülmüştür. Sermaye giderleri ile mal ve hizmet alımlarında 2005 yılının ilk yarısında gözlenen artışlar, aynı dönemde GSMH büyümesine katkıda bulunmuştur (Tablo 3.1.1). 2004 yılı ile karşılaştırıldığında, bütçe hedefi içerisindeki payı yüksek olan bir diğer kalem ise sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarıdır. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferin yüksekliği, bir çok defa vurgulandığı üzere, mali disiplininin sürdürülmesini güçleştirmekte, aynı zamanda kamunun asli hizmetlerini etkin bir biçimde yerine getirmesini sınırlamaktadır. 2005 yılının ikinci yarısında, 2004 yılına benzer bir eğilimin devam etmesi halinde söz konusu kalemlerde bütçe hedefi aşılabilecektir. Bununla birlikte, bütçe genelinde belirlenen hedeflerden sapma yaşanacağı düşünülmektedir.

Uygulanmakta olan ekonomik programın gerektirdiği gibi, mali disiplinin sağlanması yönünde olumlu bir gidişat söz konusu olmakla birlikte bu disiplini sürdürebilir kılmaya yönelik olarak sosyal güvenlik, kamu harcamaları ve vergi gibi çeşitli alanlarda yapılacak yapısal reformların zaman geciktirilmeden uygulamaya konulması büyük önem taşımaktadır. Bu reformların yanısıra mali uyumun kalitesini artırmaya yönelik olarak kayıtdışı ekonomi ile mücadele edilmesi hem bütçe performansını olumlu etkileyecek hem de fiyat istikrarının sağlanmasında ve sürdürülebilir kılınmasında para politikasının etkinliğini artıracaktır.

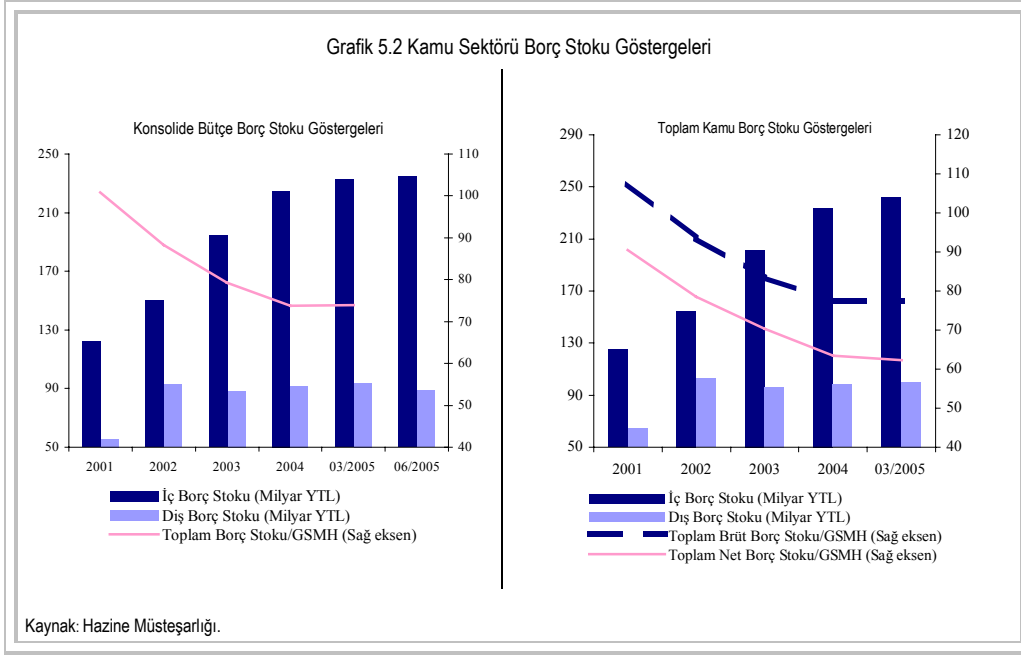
5.1. Borç Stokundaki Gelişmeler

Uygulanmakta olan ekonomik programın kazanımlarından biri de borç stokunun GSMH'ye oranının önemli oranda azalması olmuştur. 2001 yılında konsolide bütçe brüt borç stokunun GSMH içindeki payı yüzde 100,9 seviyesinden 2004 yılında yüzde 73,7'e gerilemiş, 2005 yılının ilk çeyreğinde ise bu seviyesini korumuştur (Grafik 5.2). Aynı eğilim toplam kamu brüt ve net borç stokunda da görülmüştür. 2005 yılı sonunda konsolide bütçe borç yükünün yaklaşık yüzde 70 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.¹ Uygulanmakta olan sıkı maliye politikasının yanısıra, faiz oranlarının 2001 yılından itibaren azalması, Türk lirasının ise 2003

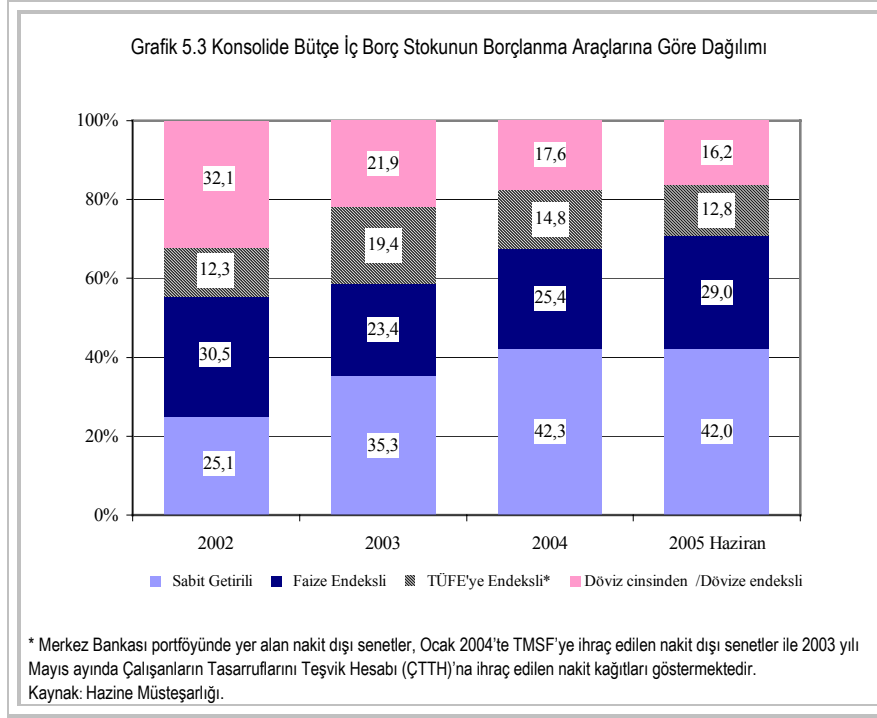
Borç stoku ile ilgili önemli kazanımlar sağlanmıştır, ancak stoğun kırılgan yapısı devam etmektedir.

¹ 2005 yıl sonu borç yükü projeksiyonu, yüzde 5 GSMH büyüme oranı, yüzde 8 GSMH deflatörü varsayımı ile tutarlıdır.

yılı başından itibaren değerlendirilmesi borç yükünün gerilemesinde önemli kazanımlar sağlamıştır. 2003 yılından itibaren gelişmekte olan piyasalara yönelen uluslararası likidite Türkiye ekonomisini de etkilemiş, sermaye girişleri faiz oranlarının düşmesine ve döviz kurunun değer kazanmasına katkıda bulunmuştur. Mevcut durumda kontrol edilebilen tek değişken olan yüksek faiz dışı fazla gerçekleştirmelerinin, önümüzdeki dönemde de borç dinamiğinin belirlenmesinde etkin bir rol üstlenmeye devam etmesi beklenmektedir.



Borç stoku/GSMH değeri önemli oranda azalmakla birlikte, yüksek seviyesini korumaktadır. Borç stokunun büyüklüğüne ek olarak, ortalama vadesinin kısa olması, mali baskının geçmiş dönemlere göre derecesinin azalmasına karşın tam olarak ortadan kalkmadığına işaret etmektedir (Tablo 5.2, Kutu 5.1). Ayrıca, borç stokunun borçlanma araçlarına göre yapısında önemli iyileşmeler olmasına karşın, döviz kuruna ve faiz oranına olan duyarlılığı devam etmektedir. Nitekim, 2005 yılı Haziran ayı itibariyle, konsolide iç borç stokunun yaklaşık yüzde 45'i dövizle bağlı ya da değişken faizli borçlanma araçlarından oluşmaktadır (Grafik 5.3). Bu tür bir yapı, gerek enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde gerekse döviz kuru ve faiz oranları üzerinde olumsuz etkide bulunmakta, dolayısıyla, para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır.



Tablo 5.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı

	2003		2004		2005 Haziran	
	Vade (Ay)	Pay	Vade (Ay)	Pay	Vade (Ay)	Pay
Toplam Borçlanma	18.1	100.0	17.3	100.0	25.9	100.0
Nakit	14.7	90.5	15.0	96.1	25.9	100.0
Bono	6.2	35.2	6.2	37.6	6.3	31.9
Tahvil	20.1	55.3	20.6	58.5	35.1	68.1
Nakit Dışı	50.4	9.5	73.9	3.9	0.0	0.0
Toplam Stok	25.1	100.0	20.6	100.0	21.4	100.0
Nakit	12.4	67.1	11.8	73.8	15.2	76.3
Nakit Dışı	51.2	32.9	45.5	26.2	41.2	23.7

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

2004 yılında 17,3 ay olan ortalama borçlanma vadesi, Haziran ayı itibarıyla 2005 yılında, önemli ölçüde artış göstererek 25,9 ay olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu gelişmede nakit borçlanma vadesinde gözlenen artış belirleyici olmuştur (Tablo 5.2). Bir çok defa vurgulandığı üzere, 2001-2004 döneminde, ekonomide istikrar sağlanması yönünde önemli mesafeler alınmış, bu süreç borçlanma politikasının etkinliğinin artırılmasına imkan tanımıştır. Bu çerçevede, borçlanma kompozisyonundaki değişimler nedeniyle nakit borçlanmanın ortalama vadesine birebir yansımamakla birlikte, nakit borçlanmanın önemli bir

2005 yılında nakit borçlanmanın ortalama vadesi önemli ölçüde artış göstermiştir.

kısmını oluşturan iskontolu ihalelerin vadesi artma eğiliminde olmuştur. İskontolu ihale yoluyla gerçekleştirilen borçlanmanın ortalama vadesi 2001 yılında yaklaşık 5 ay olurken, 2004 yılında 11 aya yükselmiştir. 2005 yılında ise borçlanma stratejisinde daha belirgin bir dönüşüm yaşanmaktadır. İskontolu senetlerde vadenin 20 aya kadar uzamasının yanısıra, 5 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli YTL cinsi senet ihracına başlanmıştır. Bu uygulama neticesinde nakit borçlanmanın vadesi 2005 yılında önemli ölçüde artış göstermiştir. Söz konusu senetlerin ihraç edilmesi, borçlanma vadesini uzatmanın yanısıra, değişken faizli olmalarından dolayı, azalan faiz ortamından da yararlanma imkanı tanımaktadır.

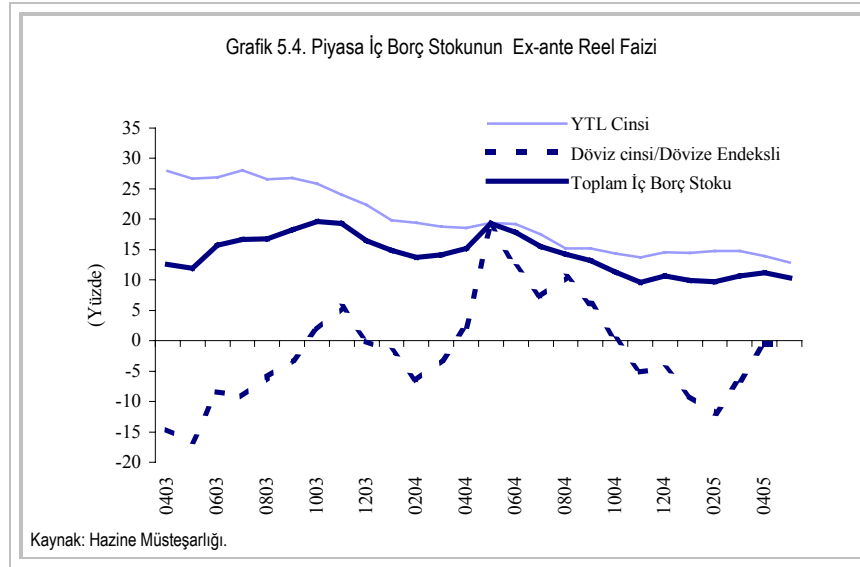
Değişken faizli senetler de borç stokunu faiz hareketlerine açık hale getirdiği için riskli kabul edilmekle birlikte, bu senetlerin nihai ve kupon ödemelerinin vadesi görece olarak uzun olduğundan, ihraç edilmeleri olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, sabit faizli iskontolu senetler cinsinden uzun vadeli borçlanılması, azalan faiz ortamında faiz yükünü artıran bir unsurdur. Ancak, süren mali baskınlık ve nakit dışı borç stokunun vadesinin yaklaştığı dikkate alındığında, borç stokunun riskinin azaltılması, bu çerçevede, borç stokunun vadesinin uzatılması ön plana çıkmaktadır. Nakit borçlanmada yaşanan bu olumlu gelişmelerin, nakit borç stokunun vadesine de yansıdığı görülmektedir. Mevcut borçlanma politikasının sürdürülmesi halinde borç stokunun vade yapısında gözlenen iyileşme daha da belirgin hale gelecek, nakit dışı borç stokunun vadeye yaklaşmasının etkisi giderilecektir.

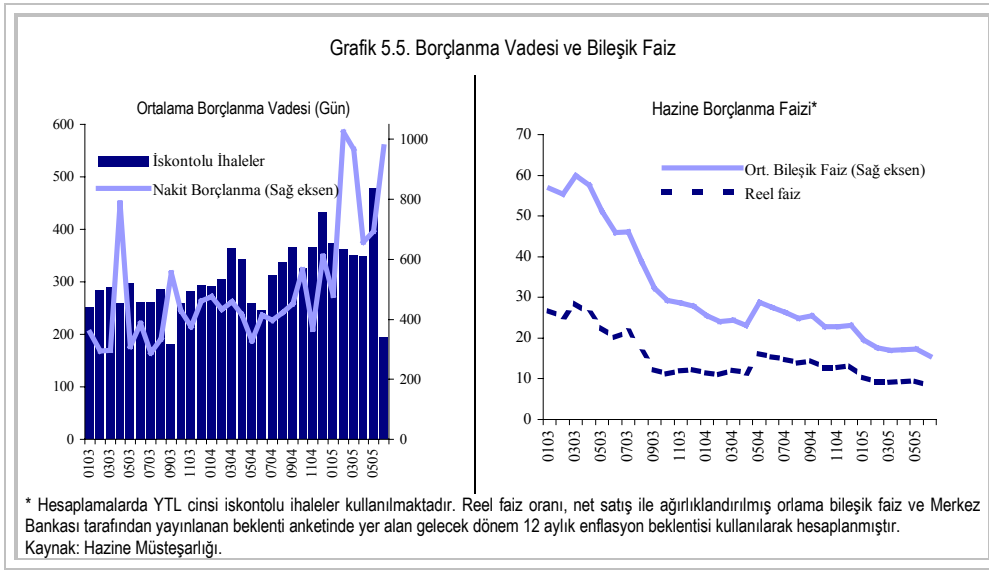
2005 yılında, iç borçlanmanın yanı sıra dış borçlanma koşulları da olumlu bir görünüm arz etmektedir. Dolar cinsi tahvil ihraçlarında kupon oranı ve ortalama vade sırasıyla yüzde 7,2 ve 18 yıl, Euro cinsi tahvil ihraçlarında ise yüzde 5,2 ve 10 yıl olarak gerçekleşmiştir. Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanma ile toplam 5,3 milyar ABD doları kaynak sağlanmış, 2005 finansmanı çerçevesinde tahvil ihracı yoluyla yaratılması öngörülen kaynak miktarı büyük ölçüde gerçekleştirilmiştir.

Reel faizler önemli ölçüde gerilemiş olmakla birlikte yüksek seviyesini korumaktadır.

Piyasaya olan iç borç stokunun reel faizi mevcut faiz yükünü, Hazine ihalelerinde gerçekleşen reel faiz oranı ise yeni borçlanmanın getirdiği faiz yükünü göstermektedir. Piyasaya olan iç borç stokunun reel faiz oranları incelendiğinde, önemli oranda düşüşler gözlenmiştir. YTL cinsi senetlerin reel faiz oranları 2003 yılı Nisan ayında yüzde 28'ler seviyesinden, 2005 yılı Mayıs ayında yüzde 13'ler seviyesine

gerilemiştir (Grafik 5.4). Diğer taraftan, borç stokunun döviz cinsi ve dövize endeksli kısmına ilişkin reel faiz oranı, döviz kurundaki değişmelere bağlı olarak oynaklık göstermiştir. Bununla birlikte, ortalama bileşik Hazine ihale faiz oranının 2003 yıl sonu düzeyi olan yüzde 28'den, 2004 yıl sonunda yüzde 23'e gerilediği gözlenmektedir. 2005 yılı ikinci çeyreğinde ise ortalama yüzde 17 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.5). Haziran ayında borçlanma faizinde gözlenen azalmada, iskontolu ihalelerde vadenin kısa tutulması, borçlanmanın, döviz ödemelerine bağlı olarak döviz cinsi devlet tahvillerinde yoğunlaşması etkili olmuştur. Söz konusu faiz oranlarının azalıyor olması, gelecek dönemlere ilişkin faiz yükünün gerilediğine işaret etmektedir. Bununla birlikte borçlanma reel faiz oranı, iskontolu ihalelerde bir yılın üzerinde de borçlanıldığı ve orta vadede enflasyonun azalacağı öngörüldüğünden, borçlanmanın getirdiği faiz yükünü düşük göstermektedir. Ekonomik büyüme oranı dikkate alındığında, reel faiz oranlarının azalmakla birlikte seviyesinin yüksek olması borç stokunun sürdürülebilirliği için mali disiplinin ve reformların gelecek dönemlerde de sürdürülmesini zorunlu kılmaktadır. Önümüzdeki dönemde borç dinamiklerinde gözlenen iyileşmenin devam etmesi ve bekleyişlerin olumlu bir seyir izlemesi; mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reformların hayata geçirilmesi ile mümkün olacaktır.





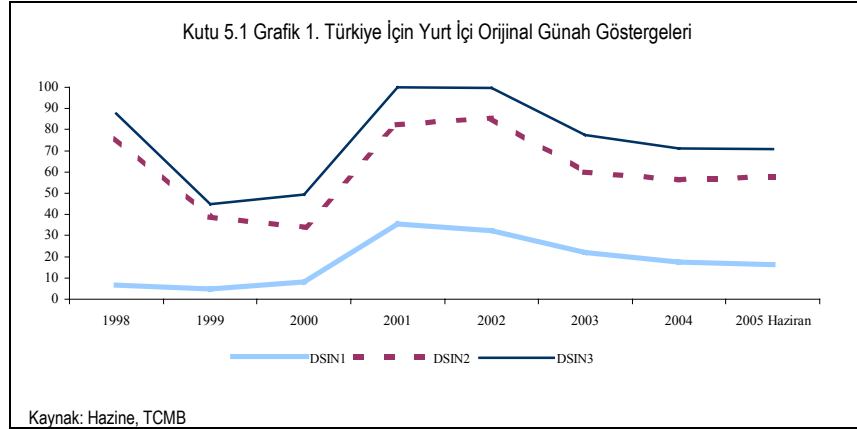
KUTU 5.1. MALİ BASKINLIK ve RİSK-DAHİL BORÇ YÜKÜ

Yapısı ve seviyesi bakımından sürdürülebilir niteliğe sahip kamu borç yükü (Borç stoku/GSYİH), sağlıklı maliye ve para politikaları ile birlikte makroekonomik istikrarın temelini oluşturmaktadır. Kısa vadeli, değişken faizli ve döviz cinsi senetlerden oluşan borç stoku yapısı, borç servisini (anapara ve faiz ödemeleri) faiz ve kur oynaklıklarına karşı kırılgan hale getirmekte ve bu nedenle riskli kabul edilmektedir. Mali baskı olarak da bilinen bu yapının varlığı, finansal istikrarı ve beklentileri olumsuz yönde etkilemekte ve bu bağlamda Merkez Bankası para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini sınırlamaktadır. Borç stokunun yapısının kırılgan hale gelmesi ile sonuçlanan sağlıksız borçlanma şekli, orijinal günah¹ kavramıyla açıklanabilmektedir. 'Orijinal Günah (OG)', ülkelerin kendi para birimleriyle, yurt dışında uzun vadeli borçlanmalarını (Uluslararası OG) ve yurt içinde kendi para birimleriyle kısa vadede veya döviz cinsinden borçlanmak zorunda kalmaları (Yurt içi OG) olarak tanımlanmaktadır. Etkin işlemeyen kurumsal yapı ve uygulanan politikalarla karşı güvensizlik, ülkelerin bu sorunu daha derinden yaşamasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, orijinal günaha bağlı olarak oluşan mali baskının derecesinin ölçülmesi ve izlenmesi önem kazanmaktadır. Türkiye uluslararası piyasalardan kendi para birimi cinsinden borçlanmadığından, yüksek uluslararası OG derecesine sahip ülke sınıflandırmasına girmektedir. Grafik 1'de, Hausmann ve Panizza (2003)¹ çalışmasında tanımlanan yurt içi OG göstergeleri Türkiye için türetilmiştir. Bu amaçla, iç borç stoku, borçlanma araçlarının yapısı dikkate alınarak bileşenlerine ayrılmıştır: i) Uzun vadeli sabit faizli iç borç stoku (DLTF), ii) Kısa vadeli sabit faizli iç borç stoku (DSTF), iii) Kısa dönem faizlerine endeksli, uzun vadeli değişken faizli iç borç stoku (DLTH), iv) Enflasyona endeksli, uzun vadeli iç borç stoku (DLTIP), v) Döviz cinsi/ döviz endeksli iç borç stoku (FC). Bu bileşenler kullanılarak üç farklı gösterge oluşturulmuştur.

$$DSIN1 = FC / (FC + DLTF + DSTF + DLTH + DLTIP)$$

$$DSIN2 = (FC + DSTF + DLTH) / (FC + DLTF + DSTF + DLTH + DLTIP)$$

$$DSIN3 = (FC + DLTF + DSTF + DLTIP) / (FC + DLTF + DSTF + DLTH + DLTIP)$$



Birinci tanım (DSIN1), döviz cinsi iç borç stokunun payını, ikinci tanım (DSIN2) döviz cinsi borç stokunun yanı sıra kısa vadeli faizlere karşı duyarlı olan iç borç stokunun payını göstermektedir. Son tanım (DSIN3) ise enflasyona endeksli senetleri de içeren iç borç stokunun payını yansıtmakta, sadece uzun vadeli sabit faizli kağıtlar kapsam dışında bırakılmaktadır.

Döviz cinsi, TL cinsi değişken faizli ve kısa vadeli borçlanmanın artmasına bağlı olarak her üç göstergede de 2001-2002 yılında kötüleşme gözlenmiştir. 2002 yılından itibaren programa duyulan güven ve bunun sonucu TL'ye artan güvene bağlı olarak uzun dönemli TL cinsi borçlanma artmaya başlamıştır. Görelî olarak hem yurt içi borçlanma vadelerinin uzaması hem de borç stokunun yapısının döviz cinsi borç stoku aleyhine değişmesi yurt içi OG derecesinin azaldığına işaret etmektedir. Ancak, OG göstergeleri hala yüksek seviyesini korumaktadır. Diğer bir ifadeyle, iç borç stokunun kısa vadeli faiz oranı ve döviz kurundaki oynaklıklara karşı duyarlılığı azalmakla birlikte devam etmektedir.

Borç stokunun kırılgan yapısı dikkate alındığında, kamunun faiz ve kur hareketlerine bağlı olarak üstlendiği riskin izlenmesi önem taşımaktadır. Risk-dahil kamu borç yükü bu amaçla oluşturulan bir göstergedir. Faiz ve kurdaki oynaklık ile bu değişkenler arasındaki ortak hareketin borç stokuna dahil edilmesi ile hesaplanan risk-dahil borç yükü, yüzde 95 güven aralığında, kur artış oranı ve faiz oranında yaşanabilecek olumsuz gelişmeler karşısında borç stokunun gelecek bir yıllık dönemde alması beklenen maksimum değerini göstermektedir.²

¹ Hausmann, R., Panizza, U., (2003), "The Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation, Journal of International Money and Finance", Vol. 22, Issue 7, p:957-990

² Risk faktörü olarak borç stokunun gelişiminin temel belirleyicisi olan döviz kuru ve nominal faiz oranı alınmış, borç yükünü etkileyen GSYİH büyüme oranı ise veri kabul edilmiştir. Risk-dahil borç yükü göstergesi hesaplanırken, Value-at-Risk (VaR, Riske Maruz Değer) metodolojisinden faydalanılmıştır. Finans sektöründe kullanılan VaR belirli bir zaman aralığı ve olasılık düzeyinde, bir portföyün piyasa değerinde gerçekleşmesi beklenen maksimum kaybı ifade etmektedir.

Risk-dahil borç yükü hesaplamalarında esas alınan borç dinamiği denklem 1'de gösterilmektedir. Bu çerçevede, borç stoku, sabit faizli YTL cinsi, değişken faizli YTL cinsi ve döviz cinsi olmak üzere üç bileşene ayrılmıştır.³ Denklem 1 standart borç yükü denkleminden farklı olarak, borç yükünün gelecek bir yılda alacağı değeri göstermektedir.

$$d_{t+1} = \frac{D_{t-1}^{SF} * (1 + i_{t-1})}{Y_{t+1}} + \frac{D_{t-1}^{FX} * (1 + i_{t-1}^{FX}) * (1 + \dot{e}_t)}{Y_{t+1}} + \frac{D_{t-1}^{DF} * (1 + i_t)}{Y_{t+1}} - \frac{FDF_{t+1}}{Y_{t+1}} \quad (1)$$

Bu denklemde:

d_t , t zamanındaki toplam iç borç stoku/ GSYİH oranını,

D_{t-1}^{SF} , t zamanındaki sabit faizli iç borç stokunu,

D_{t-1}^{FX} , t zamanındaki döviz cinsi borç stokunun TL karşılığını,

D_{t-1}^{DF} , t zamanındaki değişken faizli iç borç stokunu

Y_t , t zamanındaki 12 aylık toplam GSYİH'yi,⁴

i_t , YTL cinsi yıllık bileşik faiz oranını (Hazine ihalelerinde gerçekleşen net satış ile ağırlıklandırılmış faiz oranı kullanılmıştır),

i_{t-1}^{FX} , Döviz cinsi yıllık faiz oranını (Döviz cinsi mevduatlara uygulanan faiz oranı kullanılmıştır),

\dot{e}_t , t zamanında, ay sonu ABD doları alış kurundaki 12 aylık değişimi,

FDF_t , t zamanındaki 12 aylık toplam, kamu faiz dışı fazla miktarını göstermektedir.

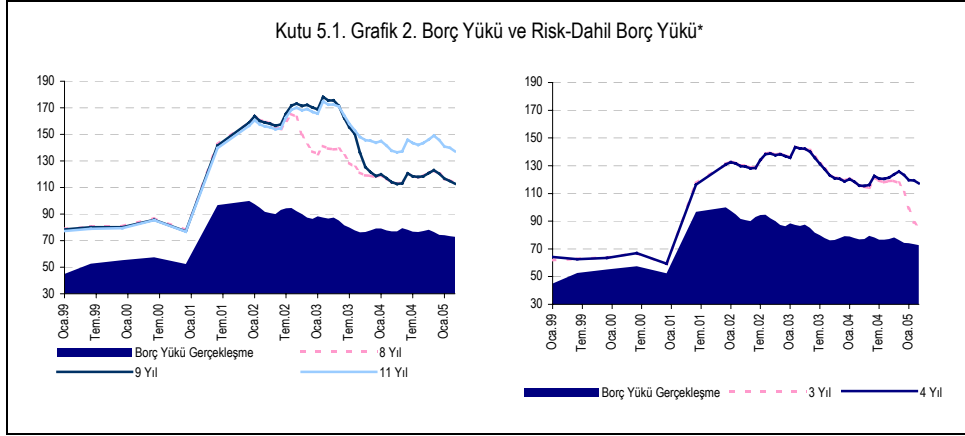
01/1999 - 03/2005 dönemi için aylık sıklıkta hesaplanan risk-dahil borç yükü ileriye yönelik bir göstergedir. t anındaki risk-dahil borç stoku, t-1 zamanında hesaplanmakta ve bir yıl sonra Borç Stoku/GSYİH oranının alabileceği maksimum değeri göstermektedir. Bu sayede, her ay, takip eden bir yıllık dönemde, faiz ve döviz kuruna ilişkin yaşanabilecek olumsuz gelişmelerin borç yükü üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Risk-dahil borç yükü göstergesi, tarihsel simülasyon yöntemi kullanılarak oluşturulmaktadır. Bu yöntemde, borç yükünün yüzde 95 güven aralığına karşılık gelen eşik değeri, risk faktörlerinin geçmiş değerleri kullanılarak hesaplanan, borç yükünün tarihsel sıklık dağılımından elde edilmektedir. Tarihsel simülasyon yönteminde öncelikle borç yükünün tarihsel dağılımının hesaplanmasına baz alınacak tarihsel zaman kesitinin uzunluğunun (pencere uzunluğu) belirlenmesi gerekmektedir. Daha sonra, belirlenen pencere uzunluğunda, risk faktörlerinin eş zamanlı tarihsel gerçekleştirmeleri bir araya getirilmektedir. Bir sonraki aşamada, risk faktörlerinin etkilenen borç yükü kısımlarının cari aydaki değerleri veri alınarak, borç stokunun mevcut yapısıyla geçmiş dönemde tutulması durumunda alabileceği değerler simule edilmekte ve bu sayede borç yükünün sıklık dağılımı elde edilmektedir. Bir sonraki aşamada, yüzde 95 güven aralığında borç yükünün alabileceği maksimum değer, simule edilen değerlerin yüzde 5 kadar kısmının dağılımın sağ tarafında kaldığı eşik değer olarak hesaplanmaktadır. Bir sonraki aya ilişkin risk-dahil borç yükü hesaplanırken pencere uzunluğu sabit tutularak zaman kesiti bir ay kaydırılmaktadır.

Farklı pencere uzunlukları kullanılarak hesaplanan risk-dahil borç yükü göstergeleri Grafik 2'de verilmiştir. Farklı pencere aralıklarında hesaplanan risk-dahil borç stoku göstergesinin zaman içinde gelişimi, borç stokunun yapısındaki değişim ve seçilen pencere aralığında, faiz oranı ve döviz kurunun oynaklığının seyri tarafından belirlenmektedir. 1999-2000 döneminde, uzun pencere uzunlukları için yaklaşık yüzde 80, kısa pencere uzunlukları için ise yüzde 65 seviyesinde bulunan risk-dahil borç yükü ölçütü 2001 krizi sonrasında borç stokundaki yapısal değişimin etkisiyle artış göstermiştir. 2001 krizi sonrasında ihraç edilen değişken faizli ve dövizde endeksli senetler, kur ve faiz riskine maruz borç yükü bileşenlerinin artmasına neden olmuştur. Risk-dahil borç yükü, her pencere uzunluğunda aynı dönemde artmakla birlikte, risk faktörlerinin oynaklığındaki değişime bağlı olarak farklı zamanlarda azalmıştır.⁵ 11 yıllık pencere uzunluğunda, risk-dahil borç yükü, değişken faizli ve döviz bağlantılı senetlerin GSYİH içindeki payının gelişimini yansıtmakta ve 2003 yılının ilk çeyreğinden itibaren azalma eğilimine girmektedir. Döviz cinsi borç stokunun GSYİH içerisindeki payının azalmasında Türk lirasının değer kazanması etkili olmuştur. 8 ve 9 yıllık zaman aralıklarında borç stokunun yapısal değişimine ilave olarak, risk faktörlerinin oynaklığındaki gerilemenin de etkisi görülmektedir. Söz konusu zaman kesitlerinde, risk faktörlerinin oynaklığında gözlenen gerileme, 1994 krizinin zaman kesitinin dışına çıkmasından kaynaklanmıştır. Uzun vadeli zaman kesitlerinde, risk-dahil borç yükü, 2001 krizi sonrasında borç stokunun yeniden yapılandırılmasının da etkisiyle yüzde 160-170 seviyelerine ulaştıktan sonra, son dönemde, borç stokunun yapısının döviz kuru ve faiz oranlarına karşı duyarlılığı ile faiz oranı ve döviz kurundaki oynaklık azaldıkça gerilemiş ancak kriz öncesi seviyesinin üzerinde kalmıştır.

³ Değişken faizli YTL cinsi senetler faize endeksli senetler ve vadesi bir yıla kadar olan bonoları içermektedir. TÜFE'ye endeksli senetler bu gruba dahil edilmemiştir. Döviz cinsi borç stoku ise dış borç stoku, döviz cinsi ve dövizde endeksli iç borç stokunu kapsamaktadır. Bu iki gruba dahil olmayan senetlerin tümü sabit faizli YTL cinsi borç stoku olarak kabul edilmiştir.

⁴ GSYİH aylık sanayi üretim endeksi baz alınarak aylıklandırılmıştır. Fernandez yöntemi kullanılmıştır.

⁵ Borç yükü dağılımının yüzde 95'lik değerine karşılık gelen döviz kuru ve faiz oranının zaman içindeki hareketi ve seviyesi pencere uzunluğu tarafından belirlenmektedir. Pencere uzunluğunun risk faktörleri üzerindeki etkisi şu şekilde sıralanabilir; i) Risk faktörlerinin hareketinde kriz dönemlerinin belirlenen zaman aralıklarına dahil olması ya da zaman aralığından çıkmasının etkisi olmaktadır, ii) Pencere uzunluğu kısaltıkça, risk faktörleri zaman içinde daha fazla değişim göstermektedir. Zaman kesitinin vadesi kısaltıkça risk faktörlerinin hafızası da kısaltmakta, diğer bir ifadeyle, geçmiş yüksek (veya düşük) faiz gerçekleştirmeleri ve döviz kuru artışları kısa süre içinde zaman aralığının dışında kalmaktadır. Bu durum, risk faktörlerinin kısa vadeli zaman aralığında, uzun vadeli zaman aralığına göre daha hızlı bir şekilde değişmesine neden olmaktadır, iii) Zaman kesitinin kısa olması, geçmiş dönemlere ilişkin olumsuz (olumlu) değerlerin zaman kesitinin dışında kalmasına neden olmakta, bu nedenle kısa zaman kesitlerinde risk seviyesi göreceli olarak düşük (yüksek) gerçekleşmektedir, iv) Pencere uzunluğu kısaltıkça, zaman aralığının yüzde 5'lik en yüksek kısmına düşen gözlem sayısı azalmaktadır. Örneğin 11 yıllık zaman aralığı için söz konusu gözlem sayısı 7 iken, 3 yıllık zaman aralığı için gözlem sayısı ikiye düşmektedir. Dolayısıyla kısa zaman aralıklarında yüzde 95'lik değer zaman aralığının maksimum değerine daha yakın olmaktadır.



Kısa vadeli pencere uzunluğunda - 3 ve 4 yıl- 1994 krizinin yaşandığı dönem yer almadığından, risk-dahil borç yükü ölçütünün seviyesinin görece olarak düşük olduğu gözlenmektedir. 1999-2000 döneminde yaklaşık yüzde 60 olan risk-dahil borç yükünün seviyesi, 2001 krizi sonrasında artma eğilimine girmiş, 2003 birinci çeyreğinde yüzde 140 seviyelerine kadar ulaşmış, takip eden dönemde ise azalmaya başlamıştır. 2001 krizinin zaman kesitinin dışına çıkmasıyla, 2004 yılının son aylarından itibaren 3 yıllık zaman kesitinde hesaplanan risk-dahil borç yükü önemli ölçüde gerilemiştir.

3, 4, 8, 9 ve 11 yıllık tarihsel zaman kesitleri için oluşturulan risk-dahil borç yükü göstergelerinin zaman içinde gelişimi, borç stokunun yapısındaki değişim ve seçilen zaman kesitinde, faiz oranı ve döviz kurunun oynaklığının gelişimini yansıtmaktadır. 2002 yılından itibaren farklı dönemlerde, risk-dahil borç stoku azalma eğilimine girmekle birlikte, 2005 yılı birinci çeyreği itibarıyla 2001 krizi öncesine göre yüksek seviyede bulunmaktadır. Risk-dahil borç stokunun kriz öncesi seviyesine dönememesi, 2001 krizi sonrasında yaşanan seviye artışı ve yapısal değişimi yansıtmaktadır. Cari dönemde, borç stokunun yapısı, 2001 yılına göre iyileşmekle birlikte, kırılganlığını korumaktadır. Kısa dönem zaman kesitindeki -3 ve 4 yıl- risk-dahil borç stokunun uzun dönem zaman kesitine göre- 8, 9 ve 11 yıl- düşük olması, faiz oranı ve döviz kuru oynaklığındaki azalmayı, diğer bir ifadeyle ekonomik istikrarın sağlanması yolunda elde edilen gelişimi yansıtmaktadır.

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

6. Görünüm

Bu bölümde, 2005 yılının Ocak-Temmuz dönemindeki gelişmeler ışığında, enflasyonun önümüzdeki döneme ilişkin görünümü, talep ve arz unsurları, maliyet unsurları ile parasal ve mali disiplin bağlamında özetlenmektedir.

6.1. Arz ve Talep Unsurları

2005 yılı ile birlikte ekonomik aktivite yeniden artış eğilimine girmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, yılın ikinci üç aylık döneminde de bu eğilimin devam ettiği görülmektedir. 2005 yılının ikinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemindeki hızlı artışın yüksek baz oluşturması ve İYA'daki yatırım harcaması eğilimindeki düşüş nedeniyle makine-teçhizat sektörü üretiminde gerileme olması beklenmektedir. Buna karşın, inşaat sektörüne ilişkin göstergeler inşaat yatırımlarının artmaya devam ettiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, üretim artışlarının daha çok kimyasal maddeler, plastik-kauçuk, metal eşya ve metalik olmayan diğer mineral maddeler gibi ara malı ve yatırım malı üreten sektörlerden kaynaklanması, üretimdeki istikrar konusunda olumlu sinyal vermektedir. Ancak, söz konusu sektörlerdeki kapasite kullanım oranları halihazırda enflasyonist baskı yaratacak bir düzeye erişmemiştir.

2005 yılının ilk üç aylık döneminde de, özel tüketimin harcama kompozisyonunda önceki dönemde gözlenen, yarı-dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarına doğru yöneliş devam etmiştir. Ayrıca, yılın ikinci üç aylık döneminde, dayanıklı tüketime yönelik harcamaların devam ettiği görülmüştür. Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, beyaz eşya satışlarında Mayıs ayında Nisan ayına göre artış olduğu, otomobil talebinin de Nisan ve Mayıs aylarında yılın ilk üç aylık dönemine kıyasla daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Bunun yanında, 2005 yılının ilk yarısında, kredi faizlerindeki düşüşe bağlı olarak banka kredi hacmindeki artış, özellikle konut kredisi ağırlıklı olarak, devam etmektedir. Likidite fazlasının sürmesi ve reel faizlerdeki düşüşe bağlı olarak kısa vadede bu eğilimin devam etmesi olası görülmektedir.

Mevcut arz ve talep koşulları, kısa dönemde enflasyon hedefine ulaşılmasında bir risk unsuru olarak görülmemekle beraber orta vadede dikkatle izlenmesi gereken bir durum olarak öne çıkmaktadır. Bu

bağlamda, 2004 yılı sonundan beri kamu harcamalarının artış eğiliminde olması, enflasyonun düşüş sürecinde en önemli etmenlerden biri olan mali disiplinin sağlanmasının büyük önem taşıması nedeniyle, dikkatle değerlendirilmesi gereken bir durumdur. Ancak, kamu harcamalarının yatırım kaynaklı ve daha çok inşaat yönlü olarak artıyor olması, yıl sonuna doğru yoğunlaşan kamu harcamalarının öne çekilmiş olabileceğine dair sinyal vermektedir. Bu bağlamda, yılın ikinci yarısında kamu harcamalarındaki artışın aynı ölçüde olmayacağı ve bütçe hedeflerini aşmayacağı öngörülmektedir.

6.2. Maliyet Unsurları:

6.2.a. Ücretler

Ekonomik aktivitedeki canlanmaya paralel olarak istihdam ve reel ücretlerdeki artış 2005 yılının ilk üç aylık döneminde de devam etmiştir. Ancak, üretimin hızlanmasıyla verimlilik artışları daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Bu noktada, reel ücretler ve istihdamın seviyesi hala düşük düzeyde seyretmektedir. Ayrıca, Nisan ve Mayıs aylarındaki sanayi üretimi gelişmeleri, yılın ikinci üç aylık dönemindeki üretim artışının daha yavaş olacağına işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, verimlilik artışlarının enflasyondaki düşüş eğilimine önceki senelerde olduğu kadar destek vermeyebileceği düşünülmektedir. Ayrıca, istihdamın artıyor olmasının, harcanabilir geliri büyütmesi bakımından da, talebi artırıcı etki yapabilmesi muhtemeldir. Bu nedenle, kamuda maaş ve ücretlerin enflasyon hedefiyle uyumlu olarak belirlenmesi büyük önem arz etmektedir.

Kamu sektöründe 2005 yılı memur ve işçi maaşları hedeflenen enflasyonun üzerinde belirlenmiştir. Söz konusu ücret politikası, özel sektörün ücret politikalarında bir gösterge niteliği taşımaktadır. Bu bağlamda, kamudaki ücret politikasının enflasyon hedefiyle uyumlu olması, gerek mali disiplinin sürdürülmesi, gerekse beklentilerin şekillenmesi açısından büyük önem taşımaktadır. 2006'da kamu işçilerine verilecek zammın enflasyon hedefiyle uyumlu belirlenmiş olması ise olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

6.2.b. Emtia Fiyatları

Petrol fiyatları, ekonomi üzerinde dışsal bir şok olarak değerlendirilmekte ve şokların uzun süreli olduğu durumlarda gerek doğrudan gerekse dolaylı etkileri ile maliyetler üzerinde önemli etki yaratabilmektedir. Ham petrol fiyatlarının, uluslararası piyasalarda, 2005 yılının üçüncü çeyreğinde varil başına 55 ABD dolarının üzerinde seyredeceği beklenmektedir. Küresel petrol talebinin 2004 yılı kadar olmasa da 2005 ve 2006 yıllarında da yüksek seyretmeye devam edeceği öngörüsü, petrol fiyatlarının yüksek seyredeceğine dair bekleyişleri güçlendirmektedir. Bunun yanında, OPEC ülkeleri dışındaki ülkelerin üretime katkısının sınırlı olacağı, stokların küresel düzeyde oldukça düşük olması, Irak, Nijerya ve Venezüella'da siyasi problemlerin devam ediyor olması gibi etkenler de petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde yüksek seviyesini koruyacağını göstermektedir.

Petrol fiyatlarındaki oynaklıklar zaman zaman enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Yeni Türk Lirasının güçlü konumu girdi fiyatlarındaki artışın iç piyasaya etkisini azaltsa da, son dönemdeki yüksek petrol fiyat artışlarını telafi edecek düzeyde değildir. Dışsal şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin tespit edilmesi, hangi şoklara ne zaman tepki verilebileceğine karar verilmesi açısından önem taşımaktadır. Yapılan hesaplamalar, petrol fiyat artışlarının enflasyon üzerindeki birincil etkilerinin son bir yıl içinde (petrol ürünleri, doğalgaz, ulaştırma, taşımacılık, turlar gibi alt kalemler yoluyla) 1 ile 2 puan aralığında değiştiğini göstermektedir (Kutu 1.1). Dolayısıyla, geçtiğimiz yılın ikinci yarısından itibaren enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasına neden olan faktörlerin başında petrol fiyatları gelmektedir.

Merkez Bankası, petrol fiyatlarının doğrudan etkilerine değil, bunların uzun vadeli bekleyişler ve fiyatlama davranışlarına olan kalıcı yansımalarına tepki verecektir. Bu bakımdan, hali hazırda bekleyişlerin olumlu bir seyir izlemesi önemli bir gelişmedir. Yıllık enflasyondaki düşüş süreci son dönemde kesintiye uğradığı halde, gelecek dönem bekleyişlerindeki düşüşler sürmektedir. Bu da ekonomik birimlerin maliyet şoklarının enflasyon üzerindeki etkilerini geçici olarak algıladıklarını ve bu şoklar ortadan kalktığında enflasyonun hedefler doğrultusunda seyredeceğini düşündüklerini göstermektedir.

Çin'in ekonomisini soğutma çabaları, yatırımları sınırlamaya yönelik girişimleri ve kendi demir-çelik üretimini artırması sonucunda ana metal talebindeki azalış, geçtiğimiz dört ayda, metal fiyatlarının gerilemesine neden olmuştur. Ancak, küresel ekonomide 2005 yılının ikinci yarısında, büyümenin yeniden toparlanacağı öngörülmektedir. Ekonomik büyüme ile metal fiyatları arasındaki yüksek ilişki nedeniyle, söz konusu öngörünün gerçekleşmesi, metal fiyatlarını da yeniden artıracak bir durum olarak dikkat çekmektedir.

6.2.c. Döviz Kurları

2005 yılının ikinci üç aylık döneminde uluslararası piyasalardaki portföy hareketleri nedeniyle ABD doları euro karşısında değerlenmiştir. Dış piyasalarda yaşanan bu harekete karşın, yurt içi piyasalarda, Türk lirası ABD doları karşısındaki güçlü konumunu korumaya devam etmiştir. Söz konusu parite hareketinin etkilerinin sınırlanmasında, bu dönemde ekonomideki iyileşmenin devam etmesi, IMF ile ilişkiler, AB'ye üyelik sürecinde ortaya çıkan sorunların bekleyişler üzerinde olumsuz etki yaratmaması, uluslararası likidite hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi ve cari açığın finansmanına olan güven etkili olan faktörler olmuştur.

Kur gelişmelerinin enflasyona etkisi geçmişe oranla zayıflamış olmakla beraber, Türkiye ekonomisinin dışa açıklık derecesinin giderek artmasına paralel olarak, enflasyonun önemli belirleyicilerinden bir tanesi olmaya devam edecektir. Önümüzdeki dönemde Türk lirasının güçlü pozisyonun devam ettirmesi, kuşkusuz, ekonominin dışsal şoklara karşı direncinin artırılmasına bağlıdır. Bu bağlamda, mali disiplinin devam ettirilmesi, yatırım ortamının iyileştirilmesi ve makroekonomik temellerin sağlamlaştırılması, yabancı yatırımların ve doğrudan sermaye girişlerinin önünün açılması kritik önem taşımaktadır.

6.3. Parasal ve Mali Disiplin

Merkez Bankası, gecelik faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmaya devam edecektir. Ancak ekonomik aktiviteye etki eden parasal aktarım mekanizması, daha uzun vadeli faiz oranları tarafından yönlendirilmektedir. Uzun vadeli faiz oranları da kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin orta vadeli bekleyişler ve Merkez Bankasının güvenilirliğine bağlıdır. Bu noktada, Merkez Bankasının ileriye yönelik bekleyişler üzerinde etkili olabilmesi, bir başka deyişle politika

kararlarını doğru yansıtabilmesi, maliye politikalarının da uyumlu olarak sürdürülmesi gereğini ortaya koymaktadır.

Kararlılıkla sürdürülmekte olan mali disiplin, Merkez Bankası politikalarının etkinliğini artırmada önemli rol oynamaktadır. Uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde, tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılmış ve ekonominin potansiyel büyüme hızına yaklaşmıştır. Faiz oranlarının gerilemesi, faiz yükünü önemli miktarda azaltmış ve bütçe açığını azaltıcı etkileriyle borç dinamiklerini iyileştirmiştir. Hazine borçlanma vadeleri uzamış, maliyetleri azalmıştır. Ekonominin kriz sürecinden çıkmasıyla birlikte, normalleşme sürecine girilmiş ve parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde sorun yaratan unsurlar giderek azalmaya başlamıştır. Bu durum, Merkez Bankasının, bir yandan, para politikasına ilişkin kararlarını daha orta vadeli bir perspektif içinde alabilmesine, diğer yandan, aldığı kararların ekonomik birimler tarafından daha doğru ve net anlaşılmasına fırsat yaratmıştır. Ancak, ekonomik büyüme oranı dikkate alındığında, reel faiz oranlarının azalmakla beraber hala yüksek seviyede olması, normalleşme sürecinin yapısal olarak devamına yönelik daha çok yol olduğunu göstermekte ve mali disiplinden taviz verilmemesini gerektirmektedir.

Bu noktada, borç stokundaki iyileşmenin yapısal reformlarla da desteklenmesi gereği vurgulanmalıdır. Aksi takdirde, içinde bulunduğumuz dönemde yüksek faiz dışı fazla verilmesine karşın, bütçedeki yapısal sorunlar devam edeceğinden, borçlanma gereği beklentilerinde yapısal bir azalma gerçekleşmeyecek ve dolayısıyla yüksek faiz dışı fazla gereği de devam edecektir. Böylece, ekonomi üzerindeki mali baskınlığın parasal aktarım mekanizması üzerinde yarattığı belirsizlikler tam olarak ortadan kalkmayacaktır. Bir başka deyişle, borç dinamiklerindeki iyileşmenin kalıcı olabilmesi, hem yüksek hem de kaliteli faiz dışı fazla ile mümkün olacaktır. Bu bağlamda, sosyal güvenlik, mali kuruluşlar ve vergi alanında yapısal reformların bir an önce hayata geçirilmesi, parasal aktarım mekanizmasındaki belirsizliklerin giderek daha da azalmasına yardımcı olacağı için, kritik önem taşımaktadır.

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

GRAFİKLER

2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Grafik 2.1. TÜFE ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi	3
Grafik 2.2. Tarım (ÜFE) ve Gıda (TÜFE) Alt Grupları	4
Grafik 2.3. Seçilmiş Alt Kalemler (TÜFE)	5
Grafik 2.4. TÜFE İçindeki Mal ve Hizmet Grupları	6
Grafik 2.5. Hampetrol Fiyatları ve İmalat Sanayi Fiyat Endeksi	7
Kutu 2.1 Grafik 1. Uluslararası Ham Petrol Fiyatları	8
Kutu 2.1. Grafik 2. Uluslararası Ham Petrol ve Yurt İçi Akaryakıt Fiyatları	8
Kutu 2.1. Grafik 3. TÜFE ve Doğrudan Etkileri Dışlayan TÜFE	9
Kutu 2.1. Grafik 4: ÜFE ve Doğrudan Etkileri Dışlayan ÜFE	9
Kutu 2.1 Grafik 5. Ham Petrol Fiyatlarından Doğrudan ve (Birincil) Dolaylı Yoldan Etkilenen Fiyatlar	10
Kutu 2.1 Grafik 6. TÜFE ve Doğrudan-Dolaylı Etkileri Dışlayan TÜFE	10
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	
Grafik 3.1.1. TCMB Beklenti Anketine göre Yıllık GSMH Büyüme Beklentisi	12
Grafik 3.1.2. Mevsimsellikten Arındırılmış Verilerle Mobilya İmalatı	13
Grafik 3.1.3. Özel Tüketim ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	14
Grafik 3.1.4. Yurt İçine Yapılan Beyaz Eşya ve Toplam Taşıt Araç Satışları	15
Grafik 3.1.5. TCMB İYA Kredi Faiz Oranı Beklentisi ve Yatırım Harcaması Eğilimi	16
Grafik 3.1.6. Özel Tüketim Harcamaları ve Beklenen Satışlar	17
Grafik 3.1.7. Çıktı Açığı / Potansiyel GSYİH	17
Grafik 3.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	19
Grafik 3.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Birim Reel Ücret Endeksi	20
4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	
Grafik 4.1.1. Hazine İhaleleri Reel Faiz Oranı ve Risk Primi	23
Grafik 4.1.2. Döviz Kuru Gelişmeleri	24
Grafik 4.1.3. Sıcak Para (Net Hata ve Noksan Dahil)	25
Grafik 4.1.4. GSMH ve Krediler	26
Grafik 4.2.1. TCMB Gecelik Faiz Oranları ve İkincil Piyasa Faiz Oranları	28
Grafik 4.2.2. Getiri Eğrileri	29
5. KAMU MALİYESİ	
Grafik 5.1 Faiz Yüğü	31
Grafik 5.2 Kamu Sektörü Borç Stoku Göstergeleri	34
Grafik 5.3 Konsolide Bütçe İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı	35
Grafik 5.4. Piyasa İç Borç Stokunun Ex-ante Reel Faizi	37
Grafik 5.5. Borçlanma Vadesi ve Bileşik Faiz	38
Kutu 5.1 Grafik 1. Türkiye İçin Yurt İçi Orijinal Günah Göstergeleri	39
Kutu 5.1. Grafik 2. Borç Yüğü ve Risk-Dahil Borç Yüğü	41

TABLolar

2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Tablo 2.1. TÜFE İçinde Petrol, Doğalgaz ve Türevleri Fiyatları	4
Kutu 2.1. Tablo 1. TÜFE ve ÜFE İçindeki Akaryakıt Ürünlerinin Fiyat Artışları	9
Kutu 2.1. Tablo 2. TÜFE'de En Yüksek Akaryakıt Girdisi Kullanan Sektörler	10
Kutu 2.1. Tablo 3: Son Bir Yılda Doğrudan ve Birincil Dolaylı Etkilerin TÜFE Enflasyonu Üzerindeki Etkisi	10
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	
Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	13
Tablo 3.3.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	21
Tablo 3.3.2. Üretim Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	22
4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	
Tablo 4.1.1. Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi	26
Tablo 4.1.2. Tüketici Kredilerinin Banka Grupları Bazında Dağılımı	27
5. KAMU MALİYESİ	
Tablo 5.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri	32
Tablo 5.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı	35

KISALTMALAR

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