

PARA POLİTİKASI RAPORU

NİSAN 2003



*TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI*

İÇİNDEKİLER

GENEL DEĞERLENDİRME	1
I. FİYAT GELİŞMELERİ	4
I.1. Tüketici Fiyatlarındaki Gelişmeler	5
I.2. Toptan Eşya Fiyatlarındaki Gelişmeler	8
I.3. Enflasyon Beklentileri	11
II. PARA VE KUR POLİTİKASI	16
II.1. Para ve Kur Politikasının Genel Çerçevesi	16
II.2. TCMB Bilançosu Gelişmeleri	17
II.3. Parasal Büyüklüklerdeki Gelişmeler	19
II.4. Faizlerdeki Gelişmeler	20
II.5. Döviz Piyasalarındaki Gelişmeler	23
III. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	25
III.1. Bankacılık Sektörü	25
III.2. Menkul Kıymet Piyasası	30
IV. KAMU MALİYESİ VE İÇ BORÇ STOKU	32
IV.1. Gelirler	32
IV.2. Harcamalar	33
IV.3. Konsolide Bütçe Açığı ve Finansmanı	33
IV.4. İç Borç Stoku	34
V. TALEP VE ÜRETİM GELİŞMELERİ	38
V.1. Talep Gelişmeleri	38
V.2. İş Gücü Piyasası Gelişmeleri	43
VI. ÖDEMELER DENGESİ	45
VI.1. Dış Ticaret Gelişmeleri	45
VI.2. Cari İşlemler Dengesi	48
VI.3. Sermaye Hareketleri	49

VII.	DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER	52
VIII.	İLERİYE YÖNELİK BEKLENTİLER	58
	VIII.1. Enflasyonu Etkileyen Faktörler	58
	VIII.2. Riskler ve Temel Varsayımlar	61

GENEL DEĞERLENDİRME*

2002 yılında da olduğu gibi, örtük enflasyon hedeflemesi politikasına devam edilmiş, ayrıca para tabanı da ek bir nominal çapa olarak kullanılmıştır. Nisan-Aralık 2003 dönemi için TCMB bilanço büyüklüklerine ilişkin hedefler de 5 Nisan 2003 tarihli ek niyet mektubu ile belirlenmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranları, enflasyonla mücadelede temel politika aracı olmuştur. 2003 yılının ilk üç aylık döneminde Irak operasyonu ve gelecek dönem maliye politikasının oluşturulmasına ilişkin gelişmeler piyasalarda görece bir belirsizlik ortamını beraberinde getirmiştir. Söz konusu belirsizlik ortamında uluslararası ham petrol fiyatları ve döviz kurundaki gelişmeler nedeniyle artan maliyetler ile gıda ve tarım fiyatlarındaki hızlı yükseliş, 2003 yılı ilk üç aylık dönemde enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına neden olmuştur. Buna karşın, iç talep yetersizliğinin sürmesi maliyet artışlarının özellikle tüketici fiyatlarına yansımalarını sınırlamıştır. Sonuç olarak, 2002 yılı sonunda sırasıyla yüzde 29,7 ve yüzde 30,8 olan yıllık TÜFE ve TEFE enflasyonları 2003 yılı Mart ayı sonunda yüzde 29,4 ve yüzde 35,2 olarak gerçekleşmiştir. Nisan ayı içerisinde Irak operasyonunun sona ermesi ve yaşanan dışsal şokun olumsuz etkilerinin enflasyondaki düşüş eğiliminde sadece geçici etki yaratacağı öngörüsü, son aylardaki olumlu bütçe performansı ve Uluslararası Para Fonu ile yürütülen dördüncü gözden geçirmenin sonuçlandırılması piyasalardaki belirsizlikleri önemli ölçüde azaltmıştır. Bu çerçevede, gelecek dönem enflasyonunu etkileyen değişkenler göz önünde bulundurularak 25 Nisan 2003 tarihinde geç likidite penceresi borç alma faizi dışındaki kısa vadeli faiz oranları 3'er puan düşürülmüştür.

TCMB, fiyat istikrarını destekleyici unsur olarak gördüğü finansal istikrarı güçlendirecek uygulamalara bu dönemde de devam etmiş ve Piyasa Yapıcılığı sistemi çerçevesinde TCMB bünyesinde Devlet İç Borçlanma Senetleri Ödünç İşlemleri Piyasası kurulmuştur. Bunun yanı sıra, Irak operasyonu ile ilgili gelişmelerin finansal

piyasalar üzerindeki olumsuz etkisinin en az düzeye indirilmesi yolunda Türk lirası ve döviz piyasalarında Mart ayında bir takım ilave tedbirler alınmıştır. Bu çerçevede, TCMB, 20 Mart tarihinde ek likidite talebinin oluşması durumunda, gerekli görüldüğü takdirde İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda yüzde 51 faiz oranından gecelik vadede fonlama yapacağını açıklamıştır. Aynı tarihte geç likidite penceresi borç verme faiz oranı 5 puan indirilerek yüzde 56 olarak belirlenmiştir. Ayrıca, bankalara sağlanan 1 hafta vadeli döviz deposu faiz oranı 20 ve 24 Mart tarihlerinde, sırasıyla 4 ve 2 puan indirilmiştir.

Para arzları gelişmeleri incelendiğinde, M1 ve M2 para arzlarının 2003 yılı ilk üç aylık döneminde reel olarak sırasıyla yüzde 5,2 ve yüzde 4,2 oranında daraldığı gözlenmektedir. Dolaşımdaki paranın reel olarak artmasına karşılık M1 para arzındaki daralma vadesiz mevduatlarda yaşanan gerilemeden kaynaklanmıştır. M2Y para arzı da incelenen dönemde reel bazda yüzde 7,9 oranında daralmıştır. M2Y para arzındaki reel gerilemenin görece olarak daha yüksek oluşunun temel sebebi DTH'larda yaşanan yüzde 11,1 oranındaki reel daralma olmuştur.

Hazine ihaleleri incelendiğinde, gerçekleşen aylık ortalama bileşik faiz oranları Ocak ayında önemli ölçüde artış göstermiştir. Şubat ayında sınırlı bir düşüş gösteren söz konusu faiz oranları Mart ayında Irak operasyonuna ilişkin belirsizliklere paralel şekilde tekrar yükseliş eğilimi göstermiştir. Böylece, Mart ayında aylık ortalama Hazine ihalesi bileşik faizi seçimlerden sonraki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde ikincil piyasa ortalama bileşik faiz oranları da önemli ölçüde dalgalanma göstermiştir. Mart ayı başından itibaren ise ikincil piyasa faiz oranlarında hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Nisan ayında ise, belirsizliklerin azalmasına paralel şekilde, Hazine ihalesi ve ikincil piyasa faizlerinde önemli ölçüde düşüş meydana gelmiştir.

2003 yılının ilk üç aylık döneminde, kurların seyri büyük ölçüde iktisadi temellerin izleyeceği eğilimin ana belirleyicisi olan yürürlükteki programın gerekliliklerinin ne ölçüde yerine getirileceği hakkında oluşan tereddütler

* Bu raporda 25 Nisan 2003 tarihine kadar olan veriler kullanılmıştır.

ve dış gelişmeler tarafından belirlenmiştir. ABD doları, 2003 yılı Mart ayına kadar Aralık ayı sonundaki seviyesine göre sınırlı bir düşüş gösterirken, aynı dönem içerisinde euro, dolara ve TL'ye karşı değer kazanmıştır. Mart ayı sonundan başlayarak kurlar tekrar Ocak ayındaki seviyelerine gerilemiştir.

Bankacılık sektörünün kredi hacmi, 2002 yılı Aralık ve 2003 yılı Ocak aylarında artış eğilimi göstermiştir. Şubat ayında Irak krizi ile ilgili belirsizlikler nedeniyle tekrar daralan toplam kredi hacmi Mart ayında reel olarak değişmemiştir. 2003 yılının ilk çeyreği bir bütün olarak değerlendirildiğinde ise toplam kredi hacmi yıl sonuna göre hesaplar arası transferden kaynaklanan 3,3 katrilyon TL çıkarıldıktan sonra reel olarak yüzde 1 oranında artmıştır.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde faiz ve özelleştirme dışı bütçe fazlası geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 25,5 oranında artarak 4,9 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde bütçe açığı ise 10,9 katrilyon Türk lirası olmuştur. Hazine'nin iç borçlanmada net kullanıcı konumunda olduğu 2003 yılı Ocak-Şubat döneminde konsolide bütçe nakit açığı 9 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde iç borçlanmada 10,7 katrilyon Türk lirası net kullanıcı durumunda olan Hazine'nin net dış borçlanması ise aynı dönemde 422 trilyon Türk lirası tutarında gerçekleşmiştir.

2002 yılı sonunda 149,9 katrilyon Türk lirası olan iç borç stoku, 2003 Mart ayı itibariyle yüzde 8,5 oranında artarak 162,6 katrilyon Türk lirası düzeyine ulaşmıştır. 2003 yılı Ocak ayında Hazine, Irak operasyonunun zamanlamasına ilişkin ortaya çıkan kaygılardan dolayı piyasalardan iftasının oldukça üzerinde borçlanarak gelecek dönemler için rezerv birikimine gitmiştir. 2003 yılının ilk iki ayında oluşan faiz dışı bütçe fazlası ise, iç borç stokunun artış hızının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur.

2001 yılındaki ciddi daralmanın ardından Türkiye ekonomisi, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının son üç aylık döneminde, GSYİH ve GSMH, bir önceki yılın aynı dönemine göre, sırasıyla,

yüzde 11,4 ve yüzde 11,5 oranlarında artış göstermiştir. Bu doğrultuda, GSYİH ve GSMH, 2002 yılında bir önceki yıla göre yüzde 7,8 oranında artmıştır.

2002 yılında talep bileşenlerinin ekonomik büyüme katkıları incelendiğinde, stok değişmesinin büyüme en yüksek katkıyı sağladığı görülmektedir. Özel harcamaların katkısı sınırlı kalırken kamu harcamaları yılın ikinci yarısında ekonominin büyümesine katkı sağlamıştır. Öte yandan, 2002 yılında ithalattaki hızlı artış ve diğer görünmeyen gelirlerdeki gerilemenin etkisiyle net ihracat bileşeninin büyüme katkısı negatif olmuştur. Toplam nihai yurtiçi talep 2002 yılında bir önceki yıla göre yalnızca yüzde 1,7 oranında artış göstermiştir. İç talebin düşük bir seviyede kalması, tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskının olmamasını sağlamıştır. Öte yandan, ihracatta sağlanan hızlı artışlar iç talebin düşük bir seviyede kalmasına karşın, sanayi üretiminin yüksek bir oranda artmasını mümkün kılmıştır. Ekonomide gerçekleşen bu hızlı büyümede bir önceki yıl yaşanan ciddi daralmanın yarattığı baz etkisi de önemli bir rol oynamıştır.

2002 yılındaki hızlı büyüme karşın işgücü piyasasında ortaya çıkan olumsuz gelişmeler artarak devam etmiştir. 2000 yılında yüzde 6,6 olan işsizlik oranı, 2001 yılında yüzde 8,5'e 2002 yılında ise yüzde 10,6 seviyesine yükselmiştir. Reel ücretler ise başta özel imalat sanayii sektöründe olmak üzere 2002 yılında da gerilemeye devam etmiştir.

2002 yılı Ocak-Aralık döneminde ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 12 oranında artarak 35,1 milyar ABD dolara, ithalat ise yüzde 22,8 oranında büyüyerek 50,8 milyar ABD dolara çıkmıştır. Böylece dış ticaret açığı yüzde 56,5 oranında büyüyerek 15,8 milyar ABD doları olmuş, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise yüzde 69'a gerilemiştir. 2003 yılı Ocak-Şubat dönemi için DİE tarafından açıklanan geçici dış ticaret rakamlarına göre, ihracat geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 21,1 oranında, ithalat ise yüzde 27,3 oranında artmıştır. 2002 yılında, ekonomik büyüme paralel olarak artmaya başlayan dış ticaret açığı cari işlemler üzerinde belirleyici olmuştur. Böylelikle, 2002 yılının son çeyreğinde cari işlemler dengesi yıllık bazda

açık vermeye başlamıştır. 2002 yılı genelinde cari işlemler hesabı 1,8 milyar ABD doları, 2003 yılı Ocak ayında ise 224 milyon ABD doları açık vermiştir. 2002 yılında 2,2 milyar ABD doları, 2003 yılı Ocak ayında ise 1,2 milyar ABD doları net sermaye girişi olmuştur.

Dünya ekonomisi 2002 yılında beklentilerin aksine oldukça yavaş ve kırılğan bir toparlanma süreci yaşamış ve 2001 yılındaki yüzde 2,2'lik büyümesinin ardından 2002 yılında yüzde 3 oranında büyümüştür. Gelişmiş ülkelerin büyüme hızı dünya ortalamasının altında kalırken, gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomik performans, bölgeler ve ülkeler itibarıyla önemli farklılıklar göstermiştir. 2002 yılının son çeyreğinde ve 2003 yılının ilk çeyreğinde küresel ekonominin seyrinde, Ortadoğu'daki gerilime bağlı olarak artan belirsizlik ve yükselen petrol fiyatları belirleyici olmuştur. Nisan ayı itibarıyla Ortadoğu'daki gerilimden kaynaklı belirsizlik büyük ölçüde kaybolmuştur. 2002 yılında yüksek büyüme oranları ile dikkat çeken Asya ekonomilerinin ABD ekonomisindeki yavaşlamadan etkilenmeye başladıkları görülmektedir. Güney Amerika ekonomilerinin ise 2002 yılındaki daralmadan sonra 2003 yılında pozitif büyüme kaydetmeleri beklenmektedir.

Sonuç olarak, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde, gelecek dönem maliye politikasının oluşturulmasına ve Irak operasyonuna ilişkin gelişmeler piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Bunun yanısıra, tarım ve gıda fiyat artışlarındaki hızlanma da aylık enflasyon oranlarında beklentilerin üzerinde artışlara neden olmuştur. Ancak, 2003 yılının geriye kalan döneminde, Ortadoğu'daki siyasi belirsizliklerin görece olarak azaldığı ve ekonomik programın kararlılıkla uygulanmaya devam edildiği bir ortamda, fiyat istikrarı odaklı para politikası uygulamasının enflasyonda tekrar bir düşüş trendini beraberinde getireceği düşünülmektedir.

I.FİYAT GELİŞMELERİ

Uluslararası ham petrol fiyatları ve döviz kurundaki gelişmeler nedeniyle artan maliyetler ile gıda ve tarım fiyatlarındaki hızlı yükseliş, 2003 yılı ilk üç aylık dönemde enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına neden olmuştur. Buna karşın, iç talep yetersizliğinin sürmesi maliyet artışlarının özellikle tüketici fiyatlarına yansımalarını sınırlamıştır. Sonuç olarak, 2002 yılı sonunda sırasıyla yüzde 29,7 ve yüzde 30,8 olan TÜFE ve TEFE yıllık artışları, 2003 ilk çeyreği sonunda yüzde 29,4 ve yüzde 35,2 olarak gerçekleşmiştir (Tablo I.1).

Söz konusu dönemde enflasyondaki artışın büyük oranda dış gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Irak Savaşı'nın yarattığı belirsizlik gerek döviz kuru gerekse petrol fiyatlarının dalgalanmasına neden olmuştur. Ocak-Mart döneminde oldukça inişli çıkışlı bir seyir izleyen döviz kuru sepeti, Mart ayı itibariyle, 2002 yılı Aralık ayına göre ortalama yüzde 7,3 oranında artış göstermiştir (Kutu.I.1).

Irak ile ilgili gelişmeler petrol fiyatlarını da önemli ölçüde etkilemiş ve döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki artışlar yurt içi akaryakıt ürünleri fiyatları aracılığıyla özellikle TEFE'deki artışta önemli rol oynamıştır. TEFE içerisinde yer alan petrol ürünleri alt grubunda Ocak-Mart dönemi artışının yüzde 20,2'ye ulaştığı görülmektedir.

Uluslararası ham petrol fiyatları ve döviz kurundaki gelişmeler nedeniyle artan maliyetler ve gıda ve tarım fiyatlarındaki hızlı yükseliş, 2003 yılı ilk üç aylık dönemde enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına neden olmuştur.

İlk çeyrekte enflasyondaki artışta, dış gelişmelerin yanında kamu fiyat ayarlamaları da etkili olmuştur. Kamu fiyat artışları önemli ölçüde akaryakıt fiyatlarındaki gelişmelerinden kaynaklanmakla birlikte, akaryakıt ürünleri dışındaki kamu fiyatlarında da ayarlamalar yapılmıştır. Söz konusu ayarlamalar, sıkı maliye politikası ve programlanan mali hedeflere ulaşılması çerçevesinde gerçekleştirilmiştir

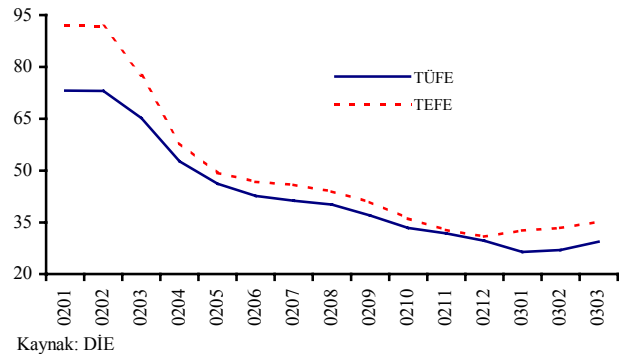
Tablo I.1. Yıllık ve Dönemsel Enflasyon Oranları

	Ağırlık (%)	YILLIK ENFLASYON			OCAK-MART	
		2001 Aralık	2002 Aralık	2003 Mart	2002	2003
TEFE	100,00	88,6	30,8	35,2	8,8	12,4
TEFE (Kamu)	23,17	99,7	32,4	42,7	5,2	13,4
TEFE (Özel)	76,83	84,6	30,3	32,4	10,2	12,0
TEFE(Tarım Dışı)	77,78	96,3	29,6	35,6	4,6	9,4
TEFE(Tarım)	22,22	65,5	35,2	33,9	23,8	22,6
TÜFE	100,00	68,5	29,7	29,4	8,4	8,2
TÜFE(Dış Tic.Konu Olan)	58,16	78,1	30,1	27,4	9,9	7,6
TÜFE(Dış Tic.Konu Olm)	41,84	59,4	29,4	31,6	6,8	8,7
TÜFE(Mallar)	70,69	80,9	29,7	29,3	8,7	8,4
TÜFE(Hizmetler)	29,31	48,2	29,8	29,6	7,9	7,8
TÜFE(Kamu Kont.Olan)	20,72	92,0	31,3	34,9	7,5	10,5
TÜFE(Kamu Kont.Olm.)	79,28	62,1	29,2	27,6	8,5	7,1
TÜFE(Gıda)	28,50	78,4	24,1	28,5	12,7	16,8
TÜFE(Day.Tük. Malları)	7,33	65,6	45,0	20,0	24,7	3,1
TÜFE(Gıda Dışı)	68,91	65,6	31,5	29,7	7,1	5,6
TÜFE(Konut Dışı)	74,2	72,9	30,1	30,0	9,3	9,2
Kur Sepeti (ortalama)	-	113,6	15,8	33,8	-7,2	7,3
İhracat Fiyat Endeksi ⁽¹⁾	-	-5,0	4,9	7,5 ⁽¹⁾		
İthalat Fiyat Endeksi ⁽¹⁾	-	-5,8	9,6	13,7 ⁽¹⁾		

Kaynak: DIE, TCMB
(1) 2003 Ocak

Tarım fiyatlarının 2002 yılı son çeyreğindeki hızlı artış eğilimini, 2003 yılı Ocak-Mart döneminde de koruduğu görülmektedir. Tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki hızlı artış, TÜFE gıda fiyatlarını da etkilemiş ve ilk çeyrekte, gıda fiyatları mevsimsellikten arındırılmış olarak yüzde 11,1 artış göstermiştir. Aynı dönemde mevsimsellikten arındırılmış gıda dışı TÜFE artışı ise yüzde 7,0 oranında kalmıştır.

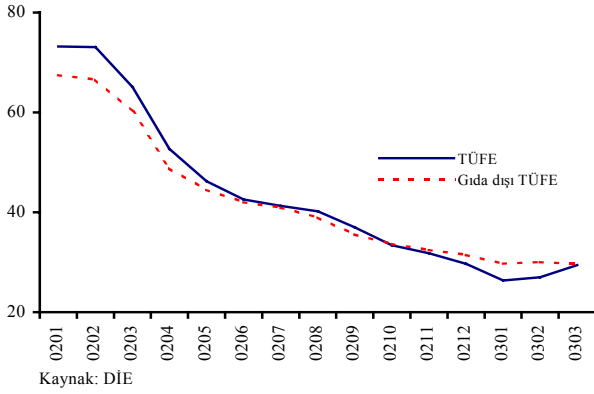
Grafik I.1. TEFE ve TÜFE; 1994=100
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: DIE

Döviz kuru, akaryakıt fiyatları ve akaryakıt dışındaki kamu fiyatlarında görülen artışların TEFE, talep koşullarının ise TÜFE artışı üzerinde daha fazla etkili olması nedeniyle, 2003 yılı ilk çeyreğinde TEFE artışındaki hızlanma daha belirgin olmuştur (Grafik I.1).

Grafik I.2. TÜFE ve Gıda Dışı TÜFE; 1994=100 (Yıllık Yüzde Değişim)



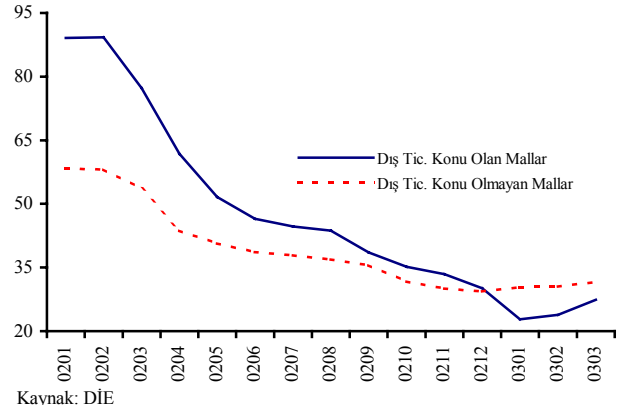
I.1. Tüketici Fiyatlarındaki Gelişmeler

Tüketici fiyatları enflasyonu, 2003 yılı ilk üç aylık bölümünde mevsimselliğin de etkisiyle yükselen gıda, ulaşım ve sağlık grubu fiyatlarından olumsuz etkilenmiş, dayanıklı tüketim malları fiyatları ve kira artışlarının görece olarak düşük kalması ise TÜFE enflasyonunu sınırlayan başlıca faktör olmuştur.

Dış Ticarete Konu Olan Malların Fiyatlarındaki Gelişmeler:

Dış ticarete konu olmayan malların fiyatları Ocak-Mart döneminde görece olarak daha hızlı artış göstermiştir. Ancak bu durum temel olarak mevsimsellikten kaynaklanmaktadır. Özellikle giyim grubunda gözlenen mevsimsel fiyat gerilemesi dış ticarete konu olan grupta enflasyonu yavaşlatırken, yıl başında hizmet grubu fiyat artışlarının yine mevsimsellik nedeniyle hızlanması dış ticarete konu olmayan gruptaki fiyat artışlarını olumsuz etkilemiştir. Sonuç olarak, dış ticarete konu olan ve olmayan malların fiyatlarının ilk çeyrekte sırasıyla yüzde 7,6 ve yüzde 8,7 oranında arttığı görülmüştür (Grafik I.1.1).

Grafik I.1.1. TÜFE Dış Ticarete Konu Olan ve Olmayan Mallar; 1994=100 (Yıllık Yüzde Değişim)

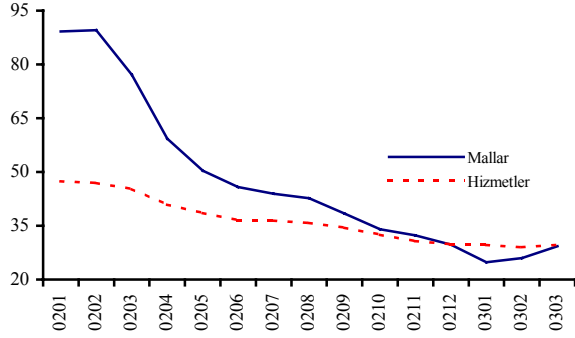


Mal ve Hizmet Grubu Fiyatlarındaki Gelişmeler:

Mal grubunda giyim fiyatlarındaki gerilemeye rağmen Ocak-Mart dönemi artışı yüzde 8,4 olmuştur. Ancak, bu artışın gıda ve akaryakıt fiyatlarından kaynaklanması, bu grupta da enflasyonun dışsal faktörler nedeniyle yükseldiğini göstermektedir. Nitekim gıda fiyatları dışarıda bırakıldığında ilk çeyrekte mal grubu fiyat artışı yalnızca yüzde 3,9 olmuştur. Kira artışlarının düşük seviyesini koruyarak ilk üç aylık dönemde yalnızca yüzde 5,5 artmasına rağmen, hizmet grubu genelinde aynı dönemde yüzde 7,8 fiyat artışı görülmüştür. Sağlık hizmetleri ve mali hizmetlerin fiyatlarının mevsimsel olarak yükselmesi ve akaryakıt fiyat artışlarının ulaşım hizmetleri fiyatlarına yansımaları hizmet grubu fiyat artışlarının temel nedenleri olmuştur. mevsimsel etkilerin görülmediği yıllık fiyat artış hızının yatay seyrini sürdürmesi de hizmet grubunda fiyat artışının büyük ölçüde mevsimsellikten kaynaklandığını göstermektedir (Grafik I.1.2). Savaşın etkilerinin ortadan kalkması ve mevsimsel artışların da yavaşlamasıyla hizmet grubunda enflasyonun da yeniden düşme eğilimine gireceği tahmin edilmektedir.

Gıda fiyatları dışarıda bırakıldığında ilk çeyrekte mal grubu fiyat artışı yalnızca yüzde 3,9 olmuştur.

Grafik I.1.2. TÜFE Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları; 1994=100 (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: DİE, TCMB

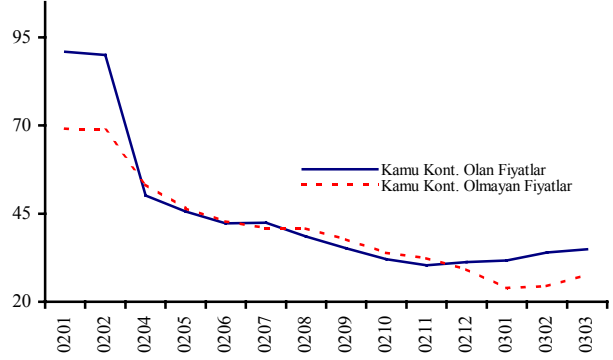
Kamu Kontrolünde Olan Fiyatlardaki Gelişmeler:

Kamu kontrolündeki fiyatlar 2003 yılı ilk çeyreğinde 2002 yılı geneline göre daha yüksek artış göstermiştir. Bu grupta, 2002 yılında çeyrekler itibariyle en yüksek fiyat artışı yüzde 9,2'iken, 2003 yılı ilk üç aylık dönemde fiyatlar yüzde 10,5 oranında yükselmiştir. Dış etkenler nedeniyle artan akaryakıt fiyatları, kamu tarafından sağlanan hizmetlerin bir kısmında yapılan mevsimsel fiyat ayarlamaları ve kamu kesimi mali durumunun program hedefleri ile tutarlı bir duruma getirilmesi amacı ile Tekel ürünleri gibi kamu fiyatlarının artırılmasının aynı dönemde gerçekleşmesi bu durumun başlıca nedeni olmuştur. Özellikle, akaryakıt fiyat artışlarının yavaşlaması ile kamu fiyatlarındaki bu eğilimin de ekonomik programa bağlı kalınması koşuluyla önümüzdeki dönemde tersine dönmesi beklenmektedir. Aynı dönemde, kamu kontrolünde olmayan grupta ise fiyat artışı yüzde 7,1 oranında kalmıştır. Yıllık fiyat artışları incelendiğinde de kamu kontrolündeki fiyatlardaki artışın daha belirgin olduğu, kamu kontrolünde olmayan grupta ise enflasyonun 2002 yılı sonundaki düzeyinin altında olduğu görülmektedir (Grafik I.1.3).

TÜFE Alt Kalemleri

2003 yılı ilk üç aylık dönemde TÜFE'de en yüksek artışı gıda, içki ve tütün grubu ile sağlık grubu fiyatları gösterirken, konut ve ev eşyası gruplarında fiyat artışlarının görece olarak düşük kalması TÜFE enflasyonunu sınırlamıştır.

Grafik I.1.3 TÜFE, Kamu Kontrolünde Olan ve Olmayan Fiyatlar; 1994=100 (Yıllık Yüzde Değişim)

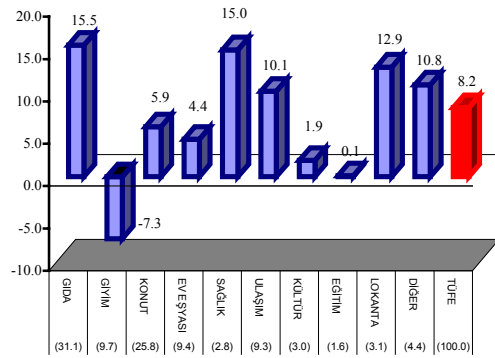


Kaynak: DİE, TCMB

Gıda Fiyatları

Gıda fiyatlarında 2002 yılı son çeyreğinde görülen artış eğilimi, 2003 yılı ilk üç aylık dönemde hızlanarak devam etmiştir. Fiyat artışlarının kısmen mevsimsel etkilerden kaynaklanmasına rağmen, olumsuz hava koşullarının da etkisiyle tarımsal ürün fiyatlarında son altı aylık dönemde gözlenen artış eğiliminin gıda grubu fiyatlarına yansımaları, bu grupta fiyatların mevsimsel etkilerin de ötesinde artması ile sonuçlanmıştır. Nitekim, Ocak-Mart döneminde gıda fiyatlarındaki artış yüzde 16,8'ken, mevsimsellikten arındırılmış fiyat artışı da yüzde 11,1 olmuştur. Gıda dışındaki grupların çoğunda ise enflasyonun genellikle geçen yılın aynı döneminin gerisinde kaldığı görülmüştür (Tablo I.1.1).

Grafik I.1.4. TÜFE ve Alt Kalemler :1994=100 (2003 yılı Ocak- Mart Dönemi Artışları)



Kaynak: DİE

Tablo I.1.1. TÜFE ve Alt Kalemler; 1994=100

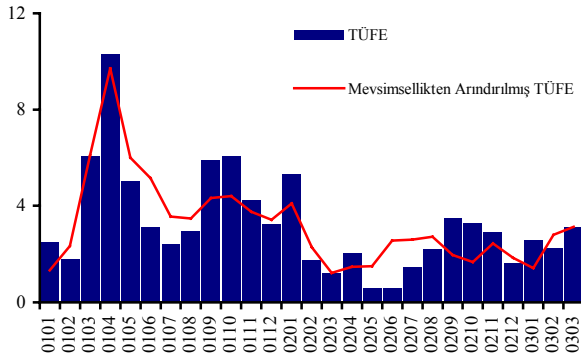
	YILLIK			OCAK - MART	
	2001 Aralık	2002 Aralık	2003 Mart	2002	2003
TÜFE	68,5	29,7	29,4	8,4	8,2
Gıda, İçki ve Tütün	80,2	24,7	29,7	11,1	15,5
Gıda	78,4	24,1	28,5	12,7	16,8
Giyim ve Ayakkabı	65,2	40,1	33,8	-2,9	-7,3
Konut	59,6	28,9	28,0	6,6	5,9
Kira	39,7	29,0	27,0	7,2	5,5
Ev Eşyası	72,7	25,9	19,7	9,9	4,4
Sağlık	58,4	27,5	33,5	9,9	15,0
Ulaştırma	77,5	36,8	31,4	14,6	10,1
Eğl. ve Kült.	61,7	24,5	18,8	6,8	1,9
Eğitim	52,4	53,8	53,6	0,3	0,1
Lok. Pastane ve Otel	46,2	32,3	36,6	9,4	12,9
Çeş. Mal ve Hiz.	81,2	30,5	29,6	11,6	10,8
Mal Grubu	80,9	29,7	29,3	8,7	8,4
Gıda Dışı Mal Grubu.	82,4	32,9	29,8	6,4	3,9
Hizmet Grubu	48,2	29,8	29,6	7,9	7,8

Kaynak: DIE, TCMB

Konut Grubu Fiyatları

Kira artışlarının düşük seyrini sürdürmesi konut grubu fiyat artışlarını Ocak-Mart döneminde sınırlayan en önemli unsur olmuştur. Akaryakıt fiyat artışlarına rağmen, elektrik fiyatlarının son beş aydır artırılmaması, konutun ısınma ve diğer giderlerinde de fiyat artışlarının hızlanmasını önlemiştir. Sonuç olarak, yüzde 5,9 oranında fiyat artışı gösteren konut grubunda enflasyon, ilk üç ayda TÜFE genel artışının oldukça altında gerçekleşmiştir.

Grafik I.1.5. TÜFE ve Mevsimsellikten Arındırılmış TÜFE; 1994=100 (Aylık Yüzde Değişim)



Kaynak: DIE, TCMB

Ev Eşyası Grubu Fiyatları

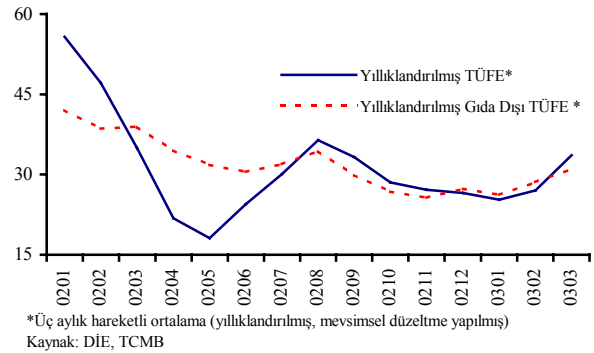
Ev eşyası grubunda ilk çeyrekte yüzde 4,4 oranında gerçekleşen fiyat artışı geçmiş yılların aynı dönemleri ile karşılaştırıldığında tarihsel olarak düşük bir düzeyde kalmıştır. Her yıl başında fiyatları ayarlanan dayanıklı tüketim mallarında ilk çeyrekte önemli bir fiyat artışı gerçekleşmemesi tüketim talebindeki zayıflığa işaret etmektedir.

Ulaştırma ve Sağlık Grupları Fiyatları

Sağlık ve ulaştırma gruplarında fiyat artışları sırasıyla yüzde 15,0 ve yüzde 10,1 olmuştur. Tıbbi hizmetler ve hastane hizmetleri fiyatlarındaki mevsimsel fiyat ayarlaması bu yıl ilk üç aya yayılarak ve oldukça yüksek oranda gerçekleştirilmiştir. Ulaştırma grubunda ise gerek akaryakıt fiyat artışları, gerekse bu artışlara paralel olarak yüzde 11,3 yükselen ulaşım hizmetleri fiyatları etkili olmuştur.

Tüm bu gelişmeler çerçevesinde, mevsimsellikten arındırılmış tüketici fiyatları endeksinin üç aylık hareketli ortalamalara göre yıllıklandırılması yoluyla hesaplanan yıllık enflasyon 2003 yılının ilk üç aylık döneminde artış göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış yıllıklandırılmış enflasyon Mart ayı itibarıyla, TÜFE genelinde yüzde 33,6, gıda dışı TÜFE'de ise yüzde 31,0 olmuştur (Grafik I.1.6).

Grafik I.1.6. Yıllık Enflasyon TÜFE (Yıllık Yüzde Değişim)



*Üç aylık hareketli ortalama (yıllıklandırılmış, mevsimsel düzeltme yapılmış)

Kaynak: DIE, TCMB

Sonuç olarak, enflasyondaki, düşüşte meydana gelen duraklamanın dış şoklar ve içeride de gıda fiyatları gibi dışsal faktörlerden kaynaklandığı görülmektedir.

Sonuç olarak, enflasyondaki, düşüşte meydana gelen duraklamanın dış gelişmeler ve içeride de gıda fiyatları gibi dışsal faktörlerden kaynaklandığı görülmektedir. Bir başka deyişle enflasyonda kalıcı bir artış eğilimine girildiğini söylemek şu andaki verilerle mümkün görünmemektedir. Bu durumda, enflasyonla mücadelede geriye dönüşün söz konusu olmadığı açıktır.

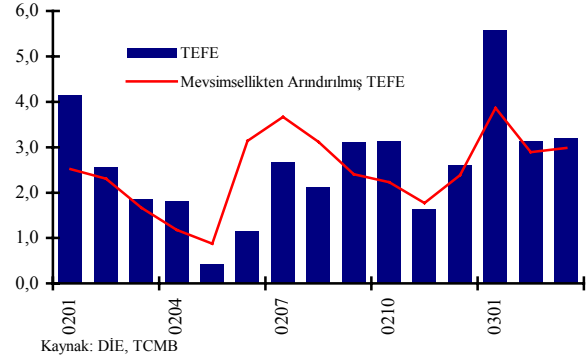
Enflasyonla mücadeledeki kazanımların korunabilmesi için ekonomi politikalarının tutarlı ve kararlı bir şekilde uygulanması ile güven ortamının güçlendirilerek beklentilerin olumlu etkilenmesi önem kazanmaktadır.

Yıl sonu enflasyon hedefinin yüzde 20 olduğu göz önüne alındığında, Ocak-Mart dönemi enflasyonunun hedefle uyumlu bir düzeyde olmadığı görülmektedir. Ancak, enflasyonun bu dönemde yüksek gerçekleşmesine neden olan faktörlerin büyük ölçüde önümüzdeki dönemde etkisini kaybetmesi beklenmektedir. Bu durumda, önümüzdeki dönemde de iç talep gelişmelerinin mevcut durumunu koruması, döviz kurunda yukarıya doğru keskin bir hareket görülmemesi ve program dışı kamu fiyat ayarlamalarına başvurulmaması varsayımıyla, gıda dışı TÜFE'deki yıllık artışın enflasyon hedefi doğrultusunda seyredeceği tahmin edilmektedir. Bu noktada, enflasyonla mücadeledeki kazanımların korunabilmesi için ekonomi politikalarının tutarlı ve kararlı bir şekilde uygulanması ile güven ortamının güçlendirilerek beklentilerin olumlu etkilenmesi önem kazanmaktadır.

1.2. Toptan Eşya Fiyatlarındaki Gelişmeler

2003 yılının ilk çeyreğinde, TEFE enflasyonundaki artış eğilimi sürmüştü ve Mart ayında geçen yılın aynı ayına göre TEFE'deki artış oranı yüzde 35,2'ye çıkmıştır. İmalat sanayi ve tarım fiyatlarındaki yüksek artış oranları TEFE'deki söz konusu eğilime katkıda bulunmuştur. 2003 yılının ilk üç ayında mevsimsellikten arındırılmış TEFE artış ortalaması yüzde 3,3 olarak gerçekleşmiştir. (Grafik I.2.1).

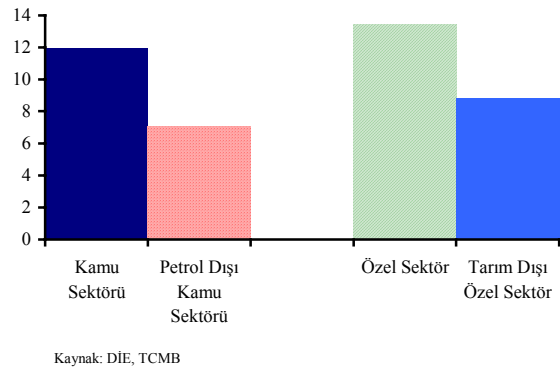
Grafik I.2.1. TEFE ve Mevsimsellikten Arındırılmış TEFE; 1994=100 (Aylık Yüzde Değişim)



2003 yılı ilk üç ayında TEFE enflasyonunda gözlenen artış eğilimi, imalat sanayi ve tarım sektörleri kaynaklıdır.

TEFE enflasyonunun kamu ve özel sektör arasındaki dağılımı incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde özel sektör fiyat artışının yüzde 12'de kalırken, kamu kesimi fiyat artışının yüzde 13,4 düzeyinde gerçekleştiği gözlenmektedir. Tarım fiyatları dışarıda bırakıldığında özel sektördeki fiyat artış oranı yüzde 7'ye gerilemekte, kamu petrol imalatı sanayi fiyatları dışarıda bırakıldığında ise kamu fiyat artış oranı yüzde 8,8'e gerilemektedir (Grafik I.2.2). Böylelikle, 2003 yılı ilk çeyreğinde TEFE enflasyonunun genelde tarım ve petrol imalatı sanayi fiyat artış oranlarından kaynaklandığı görülmektedir.

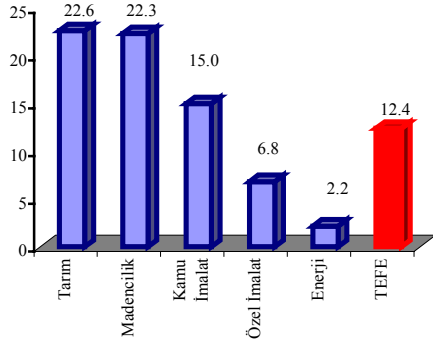
Grafik I.2.2. 2003 Yılı İlk Üç Ayı TEFE Kamu, Özel Sektör ve Alt Grup Fiyat Artışları (Yüzde Değişim)



Tarım Fiyatları

Ocak ayı sonunda Antalya ve çevresindeki seraların selden zarar görmesi ve sert geçen kış mevsiminin etkisiyle, tarım fiyatları 2003 yılı Ocak-Mart döneminde birikimli olarak yüzde 22,6 oranında artmıştır. Söz konusu oran, yüzde 12,4'lük birikimli TEFE artışının oldukça üstünde kalmaktadır (Grafik I.2.3). Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler incelendiğinde, 2003 yılının ilk üç ayında tarım fiyatları ortalama olarak yüzde 3,3 düzeyinde artmıştır. Önümüzdeki aylarda tarım fiyatlarında gözlenen söz konusu yüksek oranlı artışların devam etmesi durumunda TÜFE altında yer alan gıda fiyatları da olumsuz etkilenebilecektir.

Grafik I.2.3. TEFE ve Alt Kalemler; 1994=100 (2003 Yılı Ocak - Mart Artışları)

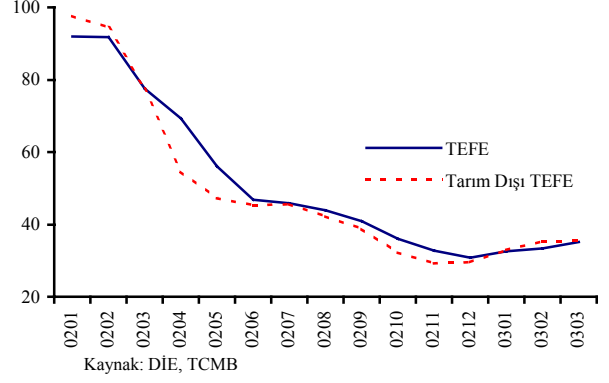


Kaynak: DİE

Tarım fiyatları dışarıda bırakıldığında, TEFE'nin birikimli artışı yüzde 9,4'e gerilemektedir. Bunun yanında, tarım dışı TEFE'nin aylık artış oranı Ocak ayından itibaren düşmektedir. Ancak, ilgili oranlar 2002'deki gerçekleştirmelerin üzerinde kaldığı için hem TEFE'nin hem de tarım dışı TEFE'nin yıllık bazdaki artış oranları yükselmektedir (Grafik I.2.4). Mart ayı itibarıyla yıllık artışlar TEFE'de yüzde 35,2, tarım dışı TEFE'de yüzde 35,6 seviyesindedir.

Tarım grubu fiyat artış oranı 2003 yılının ilk çeyreğinde yüzde 22,6 olurken, tarım dışı TEFE'nin artış oranı yüzde 9,4'tür.

Grafik I.2.4. TEFE ve Tarım Dışı TEFE: 1994=100 (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: DİE, TCMB

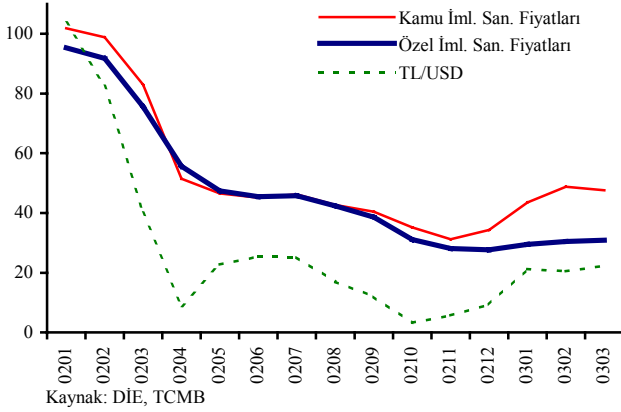
İmalat Sanayi Fiyatları

TEFE'nin yüzde 71,1'ini oluşturan imalat sanayi fiyatları, üretim maliyetleri ve beklentilerdeki gelişmelerden en çok etkilenen alt gruptur. Ocak ayında Irak'a yönelik askeri operasyona ilişkin gelişmeler ile istikrarsızlaşan uluslararası ham petrol fiyatları ve döviz kurları imalat sanayii fiyatları üzerinde maliyet yönlü baskı oluşturmuştur. Şubat ve Mart aylarında ise, imalat sanayi fiyat artış oranları, beklentiler paralelinde, sınırlı kalmıştır.

Irak'a yönelik operasyona ilişkin gelişmelerle döviz piyasalarında ve uluslararası ham petrol fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar, imalat sanayi fiyat artış oranı üzerinde etkili olmuştur.

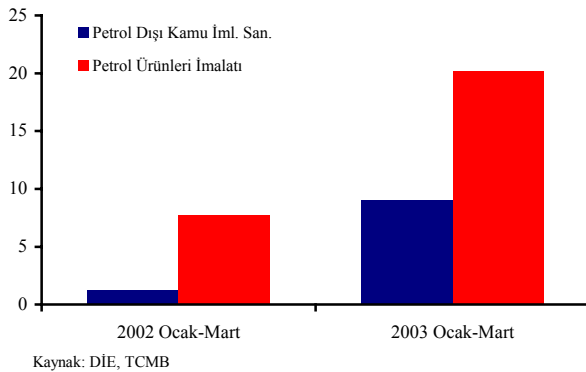
Özel imalat sanayi fiyat artış oranlarının yükselen uluslararası ham petrol fiyatlarından etkilendiği gözlenmektedir. Ayrıca, 2003 yılının ilk üç ayında Türk lirasının döviz sepeti karşısında yaklaşık yüzde 7,3 oranında değer kaybetmesi, başta petrol ürünleri ve ana metal imalatı sanayi fiyatları olmak üzere, döviz kuruna hassas olduğu bilinen sektör fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Böylelikle, yıllık bazda Mart ayı itibarıyla, özel imalat sanayi fiyat artış oranı 2002 yılı sonundaki yüzde 27,7 düzeyinden yüzde 30,9'a ulaşmıştır (Grafik I.2.5).

Grafik I.2.5. Dolar Kuru, Kamu ve Özel Sektör İml. San. Fiyatları;1994=100 (Yıllık Yüzde Değişim)



Ocak ayında TEKEL ürünlerinde fiyat ayarlamasına gidilmesi ve sözü geçen maliyet yönlü baskılarla yüzde 8,5 gibi yüksek bir oranda gerçekleşen kamu imalat sanayi fiyatları artış oranı, Şubat ve Mart aylarında mali piyasalardaki görece istikrar ile yavaşlamıştır. Böylelikle, 2003 yılının ilk üç ayında kamu imalat sanayi fiyatları yüzde 15 artmıştır. Bu oranda, yüzde 20,2 artan petrol ürünleri imalatı sektörü fiyatları önemli rol oynamıştır (Grafik I.2.6). Yıllık bazda ise Mart ayı itibariyle kamu imalat sanayi fiyat artış oranı, 2002 sonu değeri olan yüzde 34,3'den yüzde 47,6'ya yükselmiştir (Grafik I.2.5).

Grafik I.2.6. Üçer Aylık Dönemler İtibariyle 2002, 2003 Yılları Petrol ve Petrol Dışı Kamu İmalat Sanayi Fiyat Artışları



Sonuç olarak, imalat sanayi fiyatları 2003 yılının ilk üç ayında yüzde 9,3 artmıştır. Yıllık bazda, toplam imalat sanayi fiyat artış oranı Aralık sonundaki yüzde 29,7'den

yüzde 35,9 seviyesine ulaşmıştır. Ancak, önümüzdeki aylarda, uluslararası ham petrol fiyatlarında ve mali piyasalarda istikrarın devam etmesiyle imalat sanayi fiyat artış oranları sınırlı kalabilecektir.

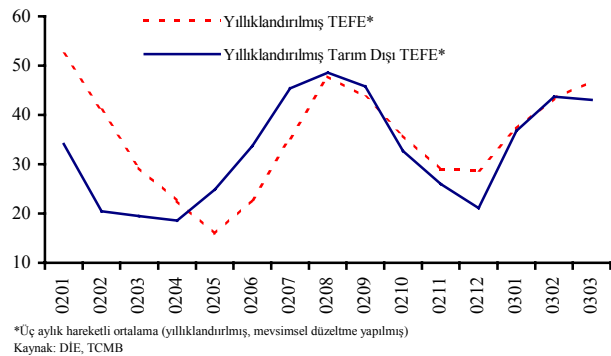
Enerji Fiyatları

2003 yılının ilk üç ayında enerji grubu fiyat artış oranı oldukça düşük düzeylerde gerçekleşmiştir. 2002 yılının ilk üç ayında enerji fiyatları, birikimli olarak yüzde 8,3 düzeyinde artarken 2003 yılının ilk üç ayında artış oranı yüzde 2,2 seviyesinde kalmıştır. Bu durum 2003 yılı ilk çeyreğinde suyun toplanması, arıtılması ve dağıtım alt grubundaki yüzde 9,5'lik fiyat artışına rağmen elektrik, gaz üretimi ve dağıtım alt grubunda fiyatların yalnızca yüzde 0,5 oranında artmasından kaynaklanmıştır.

Elektrik Piyasası Denetleme Kurulu'nun belirleyici olması ve elektrik fiyatları üzerindeki kesintilerin indirilmesi, bu dönemde elektrik fiyat artışlarını sınırlandırmıştır. Böylece, yıllık bazda, enerji fiyatları artış oranı Aralık ayındaki yüzde 24,3 düzeyinden yüzde 17,3 seviyesine gerilemiştir.

Özetle, 2003 yılının ilk çeyreğinde TEFE enflasyonu yükselme eğilimine girmiştir. Bu gelişmede, sert geçen kış mevsimi ve sera alanlarında meydana gelen su baskınlarıyla yüksek oranlarda artan tarım fiyatları etkili olmuştur. Bunun yanında, Ocak ayında mali piyasalarda gözlenen dalgalanma ve akaryakıt fiyatlarındaki artış imalat sanayi fiyat artış oranlarını olumsuz etkilemiştir. Böylelikle, Mart ayı itibariyle yıllık bazda TEFE enflasyonu 2002 yıl sonu seviyesinin yaklaşık 5 puan üzerine çıkarak, yüzde 35,2 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik I.2.7. Yıllık Enflasyon Eğilimi, TEFE (Yıllık Yüzde Değişim)



Mevsimsellikten arındırılmış toptan eşya fiyatları endeksinin üç aylık hareketli ortalamalara göre yıllıklandırılması yoluyla hesaplanan yıllık enflasyon 2002 yıl sonu seviyesine göre artış göstererek, Mart ayı itibariyle yüzde 46,8 olarak gerçekleşmiştir. Tarım dışı fiyat grubu için benzer şekilde yıllık enflasyon hesaplandığında ise, söz konusu oranın Mart ayı itibariyle 2002 yılı sonuna göre artış gösterdiği ancak 2003 yılı Şubat ayına göre düşerek yüzde 43,1 olarak gerçekleştiği gözlenmektedir (Grafik I.2.7).

Böylelikle, dışsal faktörler olan, tarım fiyatları ve uluslararası ham petrol fiyatlarından gelen etkiler göz ardı edildiğinde 2003 yılı ilk çeyreğinde TEFE enflasyonundaki artışın sınırlı kaldığı görülmektedir.

I.3. Enflasyon Beklentileri

2003 yılının ilk çeyreğinde Irak'a yönelik operasyon süreci, iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar ve enflasyonda gözlenen artış eğilimi beklentileri olumsuz etkilemiştir.

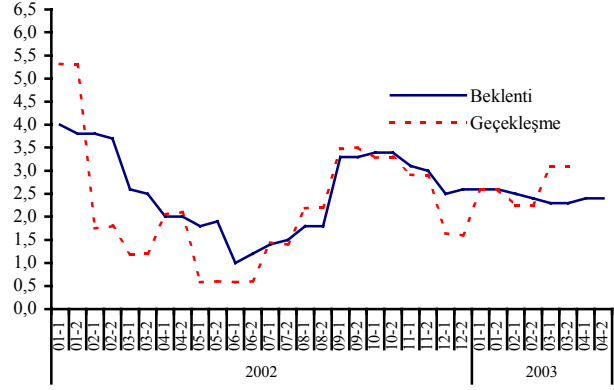
Tüketici Fiyatlarına İlişkin Beklentiler

Tüketici enflasyonuna ilişkin beklentilerin analizi amacıyla TCMB Beklenti Anketinden yararlanılmaktadır.¹ Anketin ay içinde iki defa düzenlenmesi, anket katılımcılarının büyük bölümünün mali sektör temsilcilerinden oluşması ve anket sonuçlarının niceliksel olması çeşitli siyasi, ekonomik gelişmelerin beklentiler üzerindeki etkilerini gözleyebilme imkanı sunmaktadır.

2003 yılı Ocak ve Şubat aylarında TÜFE'nin aylık artışına ilişkin beklenti, gerçekleşmelerin üzerinde kalmıştı. Buna karşılık, Mart ayında içinde bulunulan aya ilişkin enflasyon beklentisi gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar sonucunda gerçekleşmenin altında kalmıştır.

¹ İlk kez 3 Ağustos 2001 tarihinde uygulanan ankette reel ve mali sektör temsilcilerinin, enflasyon ve diğer makroekonomik değişkenler konusundaki beklenti ve tahminleri yer almaktadır. TCMB Beklenti Anketi verileri, DİE tarafından enflasyon rakamlarının açıklanmasından sonra birinci ve üçüncü haftalarda olmak üzere ayda iki defa toplanmakta ve katılımcılara sırasıyla bir aylık, iki aylık, yıl sonu ve on iki aylık tüketici enflasyonu beklentileri sorulmaktadır.

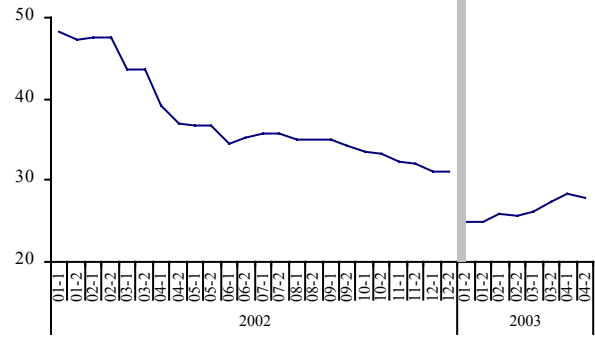
Grafik I.3.1. İçinde Bulunulan Aya İlişkin Beklenen ve Gerçekleşen TÜFE Enflasyon Oranı (Aylık, Yüzde)



Kaynak: TCMB Beklenti Anketi

Yıl sonu enflasyon beklentileri 2003 yılı ilk çeyreğinde yükselmiş, Nisan ayının ikinci dönemi itibariyle beklentiler yüzde 20 enflasyon hedefinin yaklaşık 8 puan üzerinde kalmıştır. Enflasyon bekleyişinin yıl sonu hedefinden uzaklaşmasında ilk çeyrekte, tarım ve gıda fiyatları ile uluslararası ham petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak, gerçekleşen enflasyonun beklentilerin üzerinde kalması etkili olmuştur.

Grafik I.3.2. Yıl Sonu İtibariyle Beklenen TÜFE Enflasyon Oranı (Yüzde)



Kaynak: TCMB Beklenti Anketi

Gelecek 12 aylık döneme ilişkin tüketici enflasyon beklentileri, 2003 yılının ilk üç ayında yatay bir seyir izlemiştir. Benzer eğilim, 2002 yılı Mayıs-Temmuz döneminde yaşanan belirsizlikler sonrası gözlenmiş, ancak takip eden dönemde seçim tarihinin belirlenmesi sonucunda belirsizliklerin ortadan kalkması sonrası enflasyon beklentileri tekrar düşme eğilimine girmiştir. 2002'deki gelişmeler göz önünde bulundurulduğunda, beklentilerin tekrar düşüş eğilimine girebilmesi için

ekonomik programın kararlılıkla uygulanmaya devam edilmesi, böylelikle dışsal etkilerle artan enflasyonun, beklentiler üzerinde yarattığı olumsuz etkinin sınırlandırılması gerekmektedir.

Grafik I.3.3. Gelecek 12 Aylık Dönemde Beklenen TÜFE Enflasyon Oranı (Yüzde)

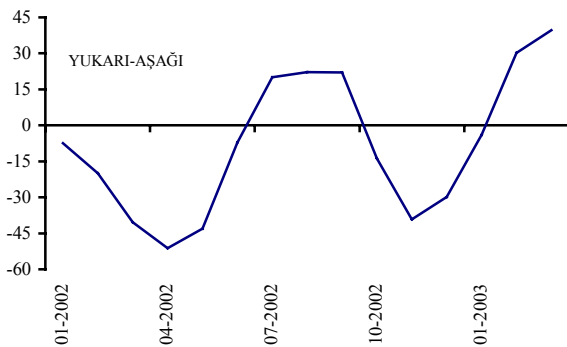


Kaynak: TCMB Beklenti Anketi

Toptan Eşya Fiyatlarına İlişkin Beklentiler

Toptan eşya enflasyonuna ilişkin beklentilerin analizi amacıyla TCMB İktisadi Yönelim Anketinden yararlanılmaktadır.ⁱⁱ İktisadi Yönelim Anketinin nitel beklentilerine göre, gelecek üç ayda TEFE enflasyonunun artmasını bekleyenlerin oranı artmaya devam etmektedir. Şubat ayında yüzde 30,2 seviyesinde olan yukarı-aşağı farkı Mart ayı anketinde yüzde 39,7'ye çıkmıştır.

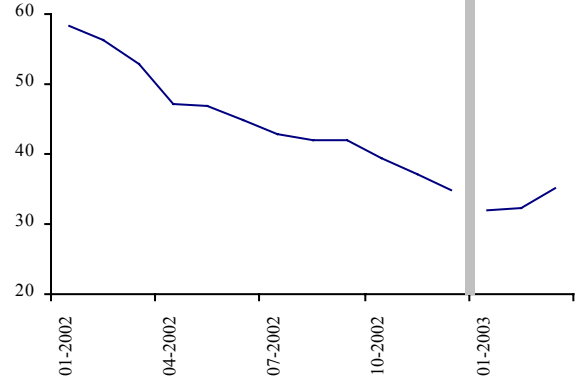
Grafik I.3.4. Gelecek Üç Aylık Dönemde TEFE Enflasyon Beklentisi (Yüzde)



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

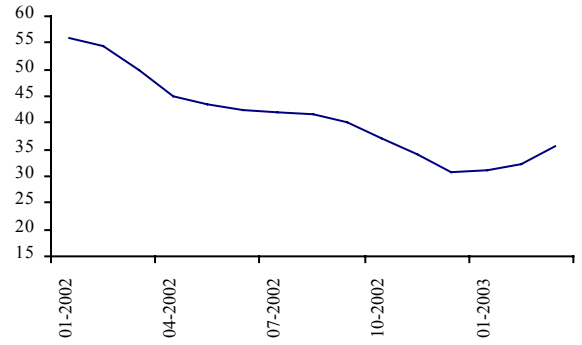
ⁱⁱ Anket ilk kez kamu sektörü ve özel sektörden firmaların katılımıyla 1987 yılında uygulanmış ve önümüzdeki üç aya ilişkin TEFE beklentileri ile ilgili nitel soru 1997 yılında ankete dahil edilmiştir. Katılımcılardan özel sektör temsilcilerinin yanıtları analizde kullanılmaktadır.

Grafik I.3.5. Yıl Sonu İtibariyle Beklenen TEFE Enflasyon Oranı



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

Grafik I.3.6. Gelecek 12 Aylık Dönemde Beklenen TEFE Enflasyon Oranı (Yüzde)



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

TCMB İktisadi Yönelim Anketi Mart ayı sonuçlarına göre, gelecek 12 aylık dönem ve yıl sonu TEFE enflasyon beklentilerinin, Şubat ayında olduğu gibi bir önceki aya göre yükselmeye devam ettiği gözlenmektedir. Mart ayı anketinde yıl sonu TEFE beklentisi yüzde 35,2 düzeyine, gelecek 12 aylık enflasyon beklentisi yüzde 35,7 seviyesine ulaşmıştır.

İmalat Sanayii Fiyatlarına İlişkin Beklentiler

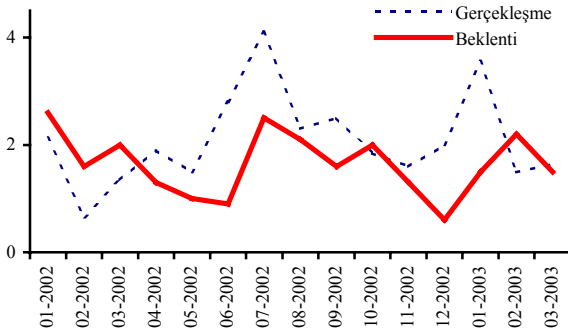
İmalat sanayi fiyat artış beklentilerinin analizi için DIE'nin hazırladığı Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketinden yararlanılmaktadır.ⁱⁱⁱ Anketin 2002 yılı Şubat ayı sonuçlarına göre, Mart ayında imalat sanayii fiyatlarının toplamda yüzde 1,7, kamu sektöründe yüzde 1,9 ve özel sektörde ise yüzde 1,5 oranında artması

ⁱⁱⁱ İlgili anket, kamuoyuna bilgi vermek amacıyla hazırlanmakta ve toplam sanayi üretiminin yaklaşık yüzde 70'ini temsil eden işyerlerinin üretim, satış ve satış fiyatlarına ilişkin beklentilerini vermektedir.

beklenmekteydi. Söz konusu ayda, imalat sanayi fiyat artış oranları toplamda yüzde 1,7 kamu sektöründe yüzde 1,8 ve özel sektörde yüzde 1,6 olarak beklenti seviyesinde gerçekleşmiştir.

İmalat sanayii fiyat artış oranlarına ilişkin beklentiler Ocak ayında maliyet yönlü baskılarla artmış ancak takip eden dönemde akaryakıt fiyatları ve döviz kurunda gözlenen istikrarla azalmıştır. Irak'a yönelik askeri operasyonun sonuçlanması ile uluslararası ham petrol fiyatlarının düşmesi, imalat sanayii fiyatlarına ilişkin beklentileri önümüzdeki aylarda olumlu etkilemeye devam edecektir.

Grafik 1.3.7. Aylık Özel İmalat Sanayi Fiyatlarına İlişkin Beklentiler ve Gerçekleşmeler (Aylık, Yüzde)



Kaynak: DİE Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi

KUTU 1.1. DALGALI KUR REJİMİ SONRASI DÖVİZ KURU ENFLASYON İLİŞKİSİ DEĞİŞTİ Mİ?

Dışa açık bir ekonomide yurtiçi fiyat düzeyi, dış ticarete konu olan mal ve hizmetlerin fiyatları aracılığı ile uluslararası fiyatlardan ve döviz kuru değişimlerinden etkilenmektedir. Döviz kurlarındaki artış girdi maliyetlerini ve ithal malların Türk lirası cinsinden fiyatlarını yükseltmekte ve öncelikle ithalat fiyatlarını daha sonra da ithal malların yurtiçi piyasadaki fiyatlarını etkilemektedir. Döviz kurlarındaki artışın yurtiçi enflasyonu etkilemesi döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi olarak adlandırılmaktadır. Bu çalışmada Türkiye’de kur-enflasyon ilişkisinde dalgalı kur rejimi sonrasında bir değişimin olup olmadığı incelenecektir⁽¹⁾. Kur-enflasyon ilişkisindeki değişim, geçişkenliğin yavaşlaması ve azalması çerçevesinde ele alınacaktır.

Geçişkenliğin azalması döviz kurundaki herhangi bir değişimin fiyatlar üzerindeki kümülatif etkisinin azalması şeklinde tanımlanmıştır. Diğer yandan, **geçişkenliğin yavaşlaması**, döviz kuru ve fiyatlar arasındaki ilişkinin gecikmeli hale gelmesi anlamında kullanılacaktır (örneğin, bu ay içindeki döviz kuru artışının üç ay sonra fiyatlara yansımaya başlaması gibi). Bu iki geçişkenlik kavramı birbirinden bağımsız olmamakla beraber, böyle bir sınıflandırmanın ekonomik birimlerin karar alma süreçlerindeki değişimin (eğer varsa) daha iyi anlaşılabilmesine ve davranışsal kökenlerinin ayrıştırılmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Ekonomik birimler, döviz kurundaki değişimler sonrası fiyatları ayarlarken kur artışının kalıcı olup olmadığını göz önüne almaktadır. Türkiye deneyimi incelendiğinde, kontrollü döviz kuru rejiminin (managed float) uygulandığı 1989-2000 döneminde, döviz kurundaki herhangi bir artışın—büyüklüğü ne olursa olsun—kalıcı algılanması nedeniyle, firmaların söz konusu artışı fiyatlarına otomatik olarak yansıttığı gözlenmiştir. Dalgalı kur rejiminde ise, kur artışının geçici olması ihtimalinin, yani döviz kurunun kısa bir süre içerisinde yeniden düşebileceği ihtimalinin, karar alma sürecinde göz önüne bulundurulması beklenmektedir. Bu da, döviz kuru – enflasyon ilişkisinde bir değişimi beraberinde getirebilecektir.

Tablo 1: Dalgalı Döviz Kuru Rejimi ile kurlardan enflasyona geçiş yavaşladı mı? :1987-2003 , k Dönem Gecikmeli Döviz Kuru Değişim Oranı ile TÜFE Artış Oranı Arasındaki Korelasyon Katsayıları

Döviz Kuru Gecikmeli değeri (k)	1987:01-1995:01		1995:01-2001:02		2001:2-2003:03		2001:6-2003:03	
	Aylık Değişim	3 Aylık Değişim	Aylık Değişim	3 Aylık Değişim	Aylık Değişim	3 Aylık Değişim	Aylık Değişim	3 Aylık Değişim
0	0,65	0,63	0,33	0,57	0,42	0,48	-0,13	0,07
1	0,27	0,54	0,42	0,52	0,60	0,70	0,10	0,23
2	0,06	0,29	0,28	0,39	0,37	0,61	0,38	0,46
3	-0,02	0,02	0,21	0,26	0,26	0,39	0,72	0,63
4	-0,10	-0,06	0,06	0,14	0,10	0,29	0,54	0,63
5	0,01	0,01	0,05	0,08	0,16	0,36		

Not: Döviz kuru artışı için aylık ortalama nominal ABD doları kuru’nun değişim oranı kullanılmıştır

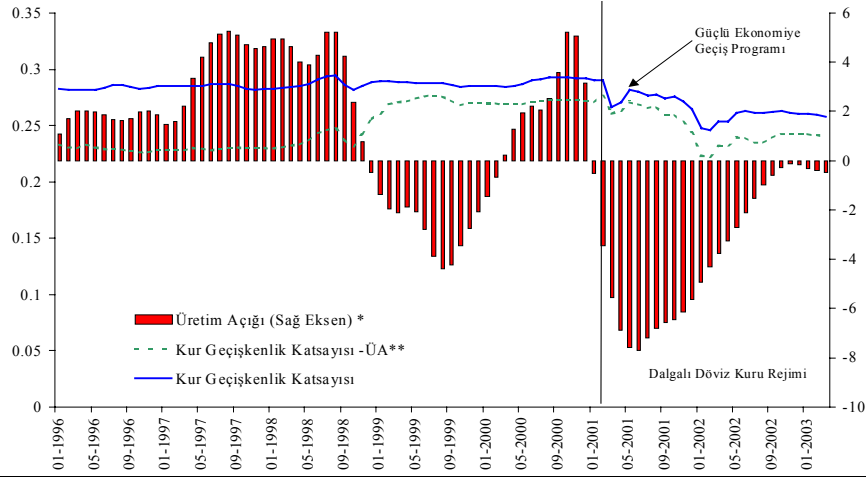
Kur-fiyat geçişkenlik ilişkisindeki yavaşlamayı incelemek için döviz kuru ve fiyatlardaki değişimlerin dinamik korelasyon katsayıları hesaplanmıştır (Tablo 1). 1987-1995 dönemi incelendiğinde enflasyon ve devalüasyon arasında bir çeşit eşzamanlı endeksleme mekanizmasının olduğu anlaşılmaktadır. Ara kesit olarak 1995-2001 döneminde ise enflasyonun döviz kurundaki değişimleri bir ay gecikmeyle takip ettiği gözlenmektedir. Buna karşılık, 2001 Mayıs ayından itibaren fiyat ve kur değişimleri arasındaki en yüksek korelasyon ilişkisi üç aya yükselmiştir. Bir başka deyişle, t anındaki kur değişim oranı ile t+3 dönemindeki enflasyon arasında güçlü bir bağıntı gözlenmektedir.

Burada dikkat çeken önemli noktalar bulunmaktadır. Öncelikle, dalgalı kur rejimine geçişten sonraki bir kaç aylık dönemde kur-enflasyon ilişkisinin dinamik korelasyon yapısının belirgin bir değişim göstermediği göze çarpmaktadır. Buna karşılık, Mayıs 2001 den sonraki dönemde bu yapının değiştiği gözlenmektedir. Yani kur-enflasyon ilişkisindeki kırılma dalgalı kur rejimine geçişten hemen sonra değil, “güçlü ekonomiye geçiş programı” uygulanmaya başlandıktan sonra ortaya çıkmıştır. Bu sonucun iktisadi açıklaması ekonomik birimlerin dalgalı kur rejimini algılamaları ve davranış biçimlerine yansımalarının zaman aldığı şeklinde yapılabilir. Alternatif bir bakış açısıyla, dalgalı kur rejimine geçilmesinin ardından bu sistemin devam edip etmeyeceği yönündeki belirsizliğin kredibilitesi yüksek bir program, ve ileriye yönelik güçlü taahhütlerden sonra aşıldığı ve sonuç olarak Haziran 2001 den sonra kur-enflasyon bağıntısının gecikmeli hale geldiği söylenebilir.

⁽¹⁾ Temmuz 2002 Para Politikası Raporunda söz konusu ilişki diğer ülke deneyimleri göz önünde bulundurularak incelenmiştir.

Kurdan fiyatlara geçişin azalması konusunda Tablo 1'e bakarak kesin bir yargıya varmak hatalı olacaktır. Zira, aynı ay içerisindeki korelasyon azalırken, üç ay gecikmeli korelasyonların arttığı gözlenmektedir. Bu gözlemden yola çıkarak, toplam etki konusunda daha somut gözlemlere ulaşabilmek için gecikmeli etkileri de hesaba alan bir yöntem uygulanmıştır. Bu çerçevede, 1988 ve 2003 yılları arasında aylık veri kullanılarak başlangıç noktası sabit örneklemeden TÜFE enflasyonunu cari ve son dört ayın döviz kuru değişimi⁽²⁾, son ayın üretim açığı ve gecikmeli TÜFE enflasyonu ile açıklayan hareketli regresyon (recursive regression) tahmin edilmiştir⁽³⁾.

Grafik 1 : Dalgalı Döviz Kuru Rejimi ile kurlardan enflasyona geçiş azaldı mı? Başlangıç Noktası Sabit Örneklemler Regresyondan Hesaplanan Kur Geçişkenlik Katsayısı ve Üretim Açığı



Not: İlgili denklemlerden alınan gecikmeli kur katsayılarının toplamıdır.

(*) Üretim Açığı serisinin bazı gözlemleri (2002 yılının son çeyreği ve 2003 yılı ilk çeyreği) için yargısal tahmin kullanılmıştır.

(**) İlgili katsayı 'Üretim Açığı' nın da açıklayıcı değişken olarak yer aldığı regresyondan alınmıştır.

Döviz kuru - enflasyon ilişkisinin zaman içinde azalıp azalmadığını izlemek için 1995 yılından itibaren her seferinde bir gözlem daha eklenerek hesaplanan döviz kuru katsayılarının toplamı Grafik 1'de yer almaktadır. Şubat 2001'i takip eden dönemde, kur-enflasyon ilişkisinde bir kırılmayla beraber düşüş olduğu gözlenmektedir. Ancak, bu düşüş eş zamanlı korelasyon katsayılarının ima ettiği büyüklüklerin çok altındadır. Ayrıca, dikkat çeken bir diğer nokta, Şubat 2001 den itibaren geçişkenlik ilişkisinin üretim açığı serisiyle yakın bir seyir izlediğidir.

Sonuç olarak, kontrollü döviz kuru rejimindeki otomatik ve anında gerçekleşen fiyatlandırma alışkanlıklarının son dönemde (2001-2003) değiştiği hipotezini destekleyen bulgular elde edilmiştir. Ancak, ekonomik aktivitedeki devresel dalgalanmalar dikkate alındığında ilişkiyi zayıflamanın çok keskin olmadığı ve kalıcı nitelik taşıyamayabileceği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, gözlem sayısının az olduğu ve bir çok yapısal değişimin (dalgalı kur rejimi ve Merkez Bankası bağımsızlığı gibi) bir arada ortaya çıktığı bir dönemde kur-enflasyon ilişkisindeki olası değişimi istatistiksel açıdan anlamlı olarak ayırtmak bu noktada mümkün görünmemektedir. Bu konuda daha detaylı bir ekonometrik analiz ancak makroekonomik dinamikler dengeye oturduktan sonra ve yeterli sayıda veri oluştuğunda yapılabilecektir.

Kaynakça:

Garcia, C. and E. Restrepo (2001) "Price Inflation and Exchange Rate Pass-Through in Chile", Central Bank of Chile Working Paper 1 28.

Leigh, Daniel and Marco Rossi (2002) "Exchange Rate Pass-Through in Turkey", IMF Working Paper.

⁽²⁾ Türkiye'deki Enflasyon ve döviz kuru geçişkenliği üzerine yapılan yeni bir çalışmada (Leigh and Rossi 2002) geçişkenliğin büyük bir bölümünün 4 ay içerisinde tamamlandığı tespit edilmiştir.

⁽³⁾ Benzer bir tekniğin Şili ekonomisine uygulaması için bkz. Garcia ve Restrepo.(2000)

II. PARA VE KUR POLİTİKASI

II.1. Para ve Kur Politikasının Genel Çerçevesi

2003 yılının ilk dört aylık döneminde, para politikası uygulamasında Para Tabanı temel nominal çapa özelliğini korurken, örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine devam edilmiştir. Bu çerçevede, kısa vadeli faiz oranları, enflasyonla mücadelede temel politika aracı olmaya devam etmiştir. TCMB, gelecek dönem enflasyonunu etkileyen değişkenleri göz önünde bulundurarak 25 Nisan 2003 tarihinde geç likidite penceresi gecelik borç alma faizi dışındaki kısa vadeli Türk lirası faiz oranlarında 3 puanlık bir indirime gitmiştir. Buna ilave olarak, 20 Mart 2003 tarihinde finansal istikrarı güçlendirmek amacıyla geç likidite penceresi borç verme faizi 5 puan düşürülmüştür.

Bu dönemde, TCMB fiyat istikrarı hedefi çerçevesinde parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü API ve Bankalararası Para Piyasası'nda yaptığı işlemlerle sağlamaya devam etmiştir. Nisan-Aralık 2003 dönemi için TCMB bilanço büyüklüklerine ilişkin hedefler ise 5 Nisan 2003 tarihli ek niyet mektubu ile belirlenmiştir (Tablo II.1.1-2).

TCMB, destekleyici hedef olarak gördüğü finansal istikrarı güçlendirecek uygulamalara 2003 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu çerçevede, Piyasa Yapıcılığı sistemi çerçevesinde TCMB bünyesinde Devlet İç Borçlanma Senetleri Ödünç İşlemleri Piyasası kurulmuştur. Bu piyasada piyasa yapıcısı bankalar DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilirken, piyasa yapıcısı olmayan bankalar sadece DİBS ödünç verme işleminde bulunabilmektedir. Ödünç alma/verme oranının belirlenmesinde rekabetçi fiyat mekanizmaları geçerli olmaktadır. TCMB'nin bu piyasadaki temel rolü ödünç alan ve veren bankalar arasında aracılığı sağlamak olmuştur. Ancak, bu aracılık TCMB'nin daha önceki dönemde Türk lirası ve döviz piyasalarında üstlendiği aracılıktan farklılık arz etmekte ve yapılan düzenlemelerle TCMB işlem riski üstlenmemektedir.

TCMB, Irak operasyonu ile ilgili gelişmelerin finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkisinin en az düzeye indirilmesi yolunda Türk lirası ve döviz piyasalarında

Mart ayında bir takım ilave tedbirler almıştır. Bu çerçevede 20 Mart 2003 tarihli basın duyurusunda, TCMB Türk lirası piyasalarında likidite fazlasının devam ettiğini; ancak, ek likidite talebi oluşması durumunda, gerekli görüldüğü takdirde İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda yüzde 51 faiz oranından fonlama yapacağını açıklamıştır. Yine aynı duyuruda, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesindeki gecelik borç verme faiz oranının 5 puan indirilerek yüzde 56 olarak belirlendiği açıklanmıştır. Bunun yanı sıra aynı tarihte, bankalara Döviz ve Efektif Piyasaları çerçevesinde sağlanan bir hafta vadeli döviz depo işlemi faiz oranı da yüzde 12'den yüzde 8'e düşürülmüştür. Bu oran, 24 Mart tarihinde ise 2 puan daha indirilerek yüzde 6 olarak belirlenmiştir.

Merkez Bankası 2003 yılının ilk üç aylık döneminde de piyasadaki fazla likiditeyi çekmek için, belirlediği faiz oranlarından İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki ters repo işlemlerine ve Bankalararası Para Piyasası'ndaki alım yönlü işlemlerine devam etmiştir. Bununla birlikte, 2002 yılı Nisan ayında uygulamaya konulan 4 hafta vadeli Türk lirası depo alım ihaleleri, Türk lirası likiditenin sterilize edilmesinde bu dönemde de kullanılmıştır.^(P)

Tablo II.1.1. Para Tabanı ve Net İç Varlıklar Büyüklükleri İçin Belirlenmiş Olan Performans Kriterleri ve Gösterge Niteliğindeki Hedefler (Trilyon TL)

	Para Tabanı		Net İç Varlıklar	
	Üst Sınır ⁽¹⁾	Gerçekleşme	Üst Sınır ⁽¹⁾	Gerçekleşme
31 Aralık 2002	10.850 ^(P)	10.720	33.100 ^(G)	28.603
30 Nisan 2003	12.800 ^(P)		32.800 ^(G)	
30 Haziran 2003	13.200 ^(P)		34.100 ^(G)	
30 Eylül 2003	14.100 ^(G)		33.800 ^(G)	
31 Aralık 2003	14.300 ^(G)		34.200 ^(G)	

⁽¹⁾ Üst sınırlar, sözkonusu tarihlerdeki ve bu tarihin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(P): Performans kriteri, (G): Gösterge değer

Tablo II.1.2. Net Uluslararası Rezervlerin Seviyesine İlişkin Performans Kriterleri ve Gösterge Niteliğindeki Hedefler (Milyon ABD Doları)

	Alt Sınır	Gerçekleşme
31 Aralık 2002	-9.700 ^(P)	-4.614
30 Nisan 2003	-6.500 ^(P)	
30 Haziran 2003	-7.000 ^(P)	
30 Eylül 2003	-6.000 ^(G)	
31 Aralık 2003	-6.000 ^(G)	

II.2. TCMB Bilanço Gelişmeleri

2003 yılının ilk üç aylık döneminde, Stand-by tanımlı bilanço gösteriminin pasif tarafını oluşturan Para Tabanı büyüklüğünde en belirgin hareket Şubat ayı içerisindeki dini tatil döneminde yaşanmıştır. Para Tabanı'nın sonraki dönemlerle karşılaştırıldığında görece olarak daha az dalgalanma gösterdiği ve yaklaşık olarak aynı seviyelerde kaldığı Ocak ayı içerisinde, Net İç Varlıklar'da genel bir düşüş, Net Dış Varlıklar'da ise artış eğilimi gözlenmiştir. Şubat ayından itibaren ise, söz konusu eğilim tersine dönmüş, Net İç Varlıklar Mart ayı sonuna kadar artış gösterirken, Net Dış Varlıklar'da düşüş yaşanmıştır.

Tablo II.2.1 Seçilmiş TCMB Bilanço Kalemleri (trilyon TL)

	31/12 2002	31/03 2003	31/03 2003
	SABİT	SABİT	CARI
I- PARA TABANI (a+b+c)	10.427	12.208	12.208
a-Emisyon	7.636	8.303	8.303
b. TL Zorunlu Karşılıklar	1.672	1.828	1.828
c. Serbest Tevdiat	1.120	2.077	2.077
II-NET DIŞ VARLIKLAR (A+B+C)	3.931	3.285	2.164
A-Net Uluslararası Rezervler (1+2+3)	14.456	13.592	17.857
1-Brüt Uluslararası Rezervler	37.128	36.103	46.868
2-Brüt Uluslararası Yükümlülükler	-22.672	-22.511	-29.011
- Bankalar Döviz Mevduatı	-9.064	-8.970	-11.321
- IMF	-10.962	-10.812	-13.932
3-Vadeli İşlemler (net)	0	0	0
B- Orta Vadeli Dış Krediler (net)	2.020	2.001	2.373
C-Diğer	-12.546	-12.308	-18.067
III-NET İÇ VARLIKLAR	6.497	8.923	10.044
Hazine Borçları	29.388	30.342	32.633
a-Bankamız Portföyü	29.448	30.407	32.700
b-Diğer Hazine Borçları	-60	-65	-66
Kamu'nun TL Mevduatı	-272	-1.212	-1.212
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	-4.694	-3.177	-3.926
Açık Piyasa İşlemleri (net)	-9.579	-9.789	-9.789
Diğer Kalemler	-7.256	-6.745	-6.745
Değerleme Hesabı	-1.109	-695	-1.166
NIV (1)	6.497	8.923	
Hazine'nin IMF Yükümlülüğü (2)	18.591	18.509	
Hazine'nin 1 Yıllık Kısa Vad. Döv. Yük. (3)	2.508	2.762	
NET İÇ VARLIKLAR (Prog.tanımlı) (1+2+3)	27.596	30.194	

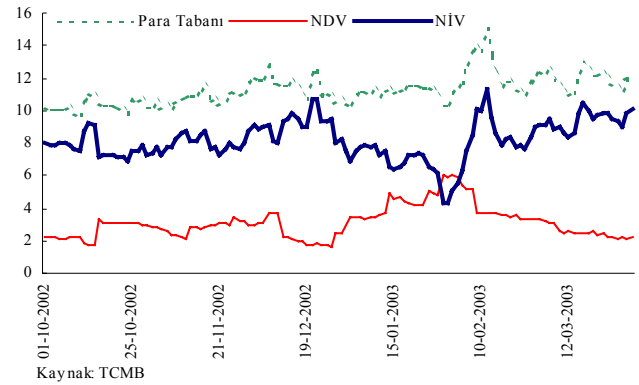
Kaynak: TCMB

Şubat ayının başından itibaren bayram tatili dönemi öncesi artan para talebi ile birlikte Para Tabanı

büyükliğünde yüksek düzeyli artışlar yaşanmıştır. Şubat ayı ortasına kadar olan dönemde Para Tabanı'nda yaşanan artış yaklaşık olarak 4,5 katrilyon Türk lirası olmuştur. Söz konusu çok yüksek miktarda artışta, bayram tatilinin uzunluğunun yanı sıra maaş ödemelerinin öne alınması da etkili olmuştur. Bayram tatili sonrası emisyon hacmindeki daralma ile birlikte Para Tabanı'nda önemli ölçüde gerileme yaşanmıştır. 2003 yılının ilk çeyreğinin geriye kalan dönemlerinde Para Tabanı daha yüksek düzeylerde seyrederken önceki dönemlere göre daha dalgalı bir yapı göstermiştir.

2003 yılının ilk üç aylık döneminde Para Tabanı'nda yaşanan artışın kaynağını büyük ölçüde emisyon alt kalemindeki artış oluşturmuş, TL Zorunlu Karşılıklar kalemindeki artış da bu gelişme üzerinde etkili olmuştur. Serbest Tevdiat alt kalemindeki gelişmeler ise, önceki dönemlerde de olduğu gibi, Para Tabanı'nın dalgalanması üzerinde önemli ölçüde etkili olmuştur. Serbest Tevdiat'ın Para Tabanı'nın ortalama seviyesi üzerindeki etkisi ise diğer iki alt kaleme oranla oldukça sınırlı kalmıştır.

Grafik II.2.1. Para Tabanı, NİV ve NDV (Katrilyon TL)



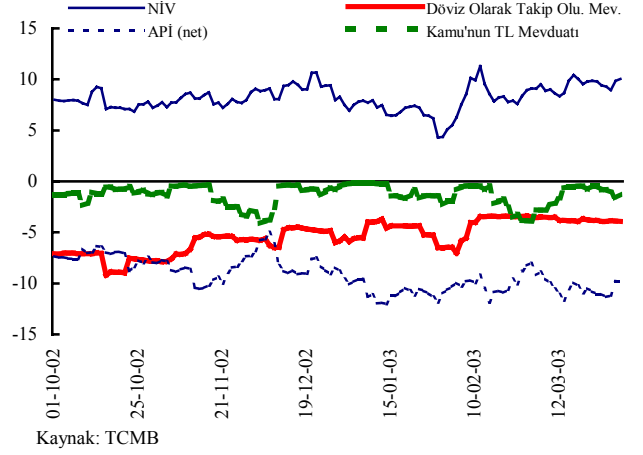
TCMB bilançosunun aktif tarafında yer alan iki ana kalemden biri olan Net İç Varlıklar, 2003 yılı Ocak ayı içerisinde yaklaşık 3 katrilyon Türk lirası düzeyinde bir gerileme göstermiştir. Net Dış Varlıklar'da yaklaşık olarak aynı miktarda bir artışın yaşandığı söz konusu dönemde, Net İç Varlıklar'daki azalışın kaynağını büyük ölçüde Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki Türk lirası ve yabancı para cinsinden mevduatındaki artışlar

oluşturmuştur. Ocak ayı içerisinde Hazine'nin dış borç servisinin oldukça üzerinde dış borçlanmaya gitmesi ve ABD doları cinsinden tahvil ihracı yoluyla iç piyasadan yabancı para borçlanması Net İç Varlıklar'ın Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat alt kaleminde takip edilen Hazine'nin döviz mevduatında yüksek miktarda artışları beraberinde getirmiştir. Aynı dönemde Hazine'nin Türk lirası cinsinden net borçlanmasının nakit açığının üzerinde gerçekleşmesi sonucunda, Kamu'nun TL Mevduatı alt kaleminde takip edilen Türk lirası mevduatı da artış yaşamıştır.

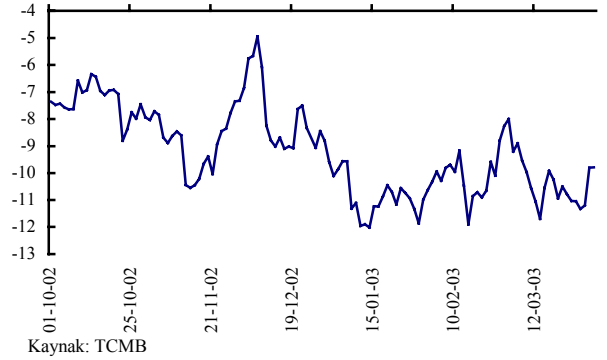
Şubat ayının başından ay ortasına kadar olan dönemde Para Tabanı'nda ortaya çıkan yüksek miktarda artışlar Net İç Varlıklar artışı ile karşılanmıştır. Söz konusu dönemde Net Dış Varlıklar'da düşüş yaşanması ile birlikte Net İç Varlıklar yaklaşık olarak 7 katrilyon Türk lirası düzeyinde artış göstermiştir. Bayram tatili öncesinde önemli ölçüde artış gösteren para talebi ile birlikte, Net İç Varlıklar'ın APİ (net) alt kaleminde takip edilen Merkez Bankası'nın piyasadan çektiği likidite tutarında yaklaşık olarak 2,5 katrilyon Türk liralık azalış yaşanmıştır. Aynı dönemde dış borç servisi kaynaklı olarak özellikle yabancı para cinsinden mevduatta belirgin olmak üzere Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki mevduatında yüksek düzeylerde azalış yaşanmıştır. Bu çerçevede, APİ (net) kaleminin yanı sıra Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat ve Kamu'nun TL Mevduatı alt kalemleri de Net İç Varlıklar'ı artırıcı yönde gelişme göstermiştir. Bayram tatilini takip eden günlerde, para talebinde yaşanan azalış ile birlikte Merkez Bankası tarafından piyasadan çekilen likidite miktarı tekrar artış göstermiş, Net İç Varlıklar'da ise 20 Şubat tarihine kadar yaklaşık 3,5 katrilyon Türk liralık bir gerileme yaşanmıştır.

Şubat ayı sonundan Mart ayı sonuna kadar olan dönemde, Net İç Varlıklar genel bir artış eğilimi göstermiştir. Mart ayının ilk iş günlerinde 2003 yılının ilk üç aylık dönemi içerisinde en yüksek seviyesinde bulunan Hazine'nin Türk lirası cinsinden mevduatı, faiz oranlarındaki artışın da etkisiyle piyasadan borçlanmanın düşürülmesi ile birlikte Mart ayı içerisinde önemli ölçüde gerileme göstermiş ve aynı dönemde piyasadan çekilen likidite miktarında artış yaşanmıştır.

Grafik II.2.2. NİV Hesabı ve Önemli Alt Kalemleri (Katrilyon TL)



Grafik II.2.3 Açık Piyasa İşlemleri (net-Katrilyon TL)



Net İç Varlıklar'ın diğer bir alt kalemi olan Hazine Borçları kaleminin tamamına yakın bir bölümünü oluşturan TCMB portföyü ise, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde kurlarda ve faiz oranlarında yaşanan gelişmeler doğrultusunda yeniden değerlemeye bağlı bir hareket göstermiştir. Söz konusu kalem, 2002 yılı Aralık ayı sonlarındaki yaklaşık 31 katrilyon Türk lirası seviyesinden 2003 yılı Mart ayı sonu itibarıyla 32,5 katrilyon Türk lirası seviyesine yükselmiştir.

Stand-by bilançosunun aktif tarafında yer alan diğer bir ana kalem olan Net Dış Varlıklar hesabı ise 2003 yılı Ocak ayı içerisinde yaklaşık 3 milyar ABD dolarlık artış göstermiştir. Ocak ayı içerisinde Hazine'nin dış borç servisinin oldukça üzerinde dış borçlanmaya gitmesi ve iç piyasadan da yabancı para cinsinden borçlanması bu gelişme üzerinde etkili olmuştur. Şubat ve Mart aylarında

ise Hazine'nin net dış borç ödeyicisi konumunda olması ve bu dönemde uluslararası mali kuruluşlardan kaynak girişi olmaması Net Dış Varlıklar'ın yaklaşık 1,3 milyar ABD doları seviyesine gerilemesini beraberinde getirmiştir.

Temel bilanço kalemlerindeki gelişmeler Para Tabanı değişimlerine katkı açısından değerlendirildiğinde ise ortaya çıkan durum şu şekildedir: 2003 yılı Mart ayı ortalama Para Tabanı değeri 2002 yılı Aralık ayı ortalaması ile karşılaştırıldığında yüzde 4,1 oranında artış göstermiştir. Bu artışın bilançonun aktif tarafındaki karşılıkları yüzde 1,3'lük katkı ile Net Dış Varlıklar ve yüzde 2,8'lik katkı ile Net İç Varlıklar artışları olmuştur.

Tablo II.2.2. Ana Bilanço Kalemlerinin Para Tabanı Artışına Katkıları

	Aylık Ortalama (Trilyon TL)			Para Tabanı Değişimine Katkı (Yüzde)	
	2002 Mart	2002 Aralık	2003 Mart	Mart 2002- Mart 2003	Aralık 2002- Mart 2003
Para Tabanı	8.317	11.490	11.960	100,0	100,0
Emisyon	5.550	8.074	8.370	77,4	63,0
TL Zorunlu Karşılıklar	1.761	1.664	1.786	0,7	26,0
Serbest Tevdiat	1.005	1.752	1.804	21,9	11,0
NDV	-1.745	2.423	2.577	118,7	32,8
NİV	10.062	9.067	9.382	-18,7	67,2
• Hazine Borçları	28.507	30.496	31.942	94,3	308,0
• Kamu'nun TL Mevduatı	-1.218	-1.357	-1.527	-8,5	-36,4
• Döviz Olarak Takip Ol.					
Mev.	-2.670	-5.267	-3.732	-29,2	326,8
• APİ (net)	-6.155	-7.964	-10.203	-111,1	-476,6

Kaynak : TCMB

II.3. Parasal Büyüklüklerdeki Gelişmeler

Mart ayı itibariyle M1, M2 para arzları Aralık ayına göre reel olarak yüzde 5,2 ve yüzde 4,2 oranında daralmıştır. Dolaşımdaki paranın reel olarak artmasına karşılık M1 para arzındaki daralma vadesiz mevduatlarda yaşanan gerilemeden kaynaklanmıştır (Tablo II.3.2.). M2Y para arzı da incelenen dönemde reel bazda yüzde 7,9 oranında daralmıştır. M2Y para arzındaki reel gerilemenin görece olarak daha yüksek oluşunun temel sebebi DTH'larda yaşanan yüzde 11,1 oranındaki reel daralma olmuştur.

Mart ayı itibariyle M1, M2 para arzları Aralık ayına göre reel olarak yüzde 5,2 ve yüzde 4,2 oranında daralmıştır.

Türk lirası cinsinden mevduatlar, Mart ayı itibariyle Aralık ayı sonuna göre reel olarak yüzde 4,9 oranında gerilerken, kurlarda yaşanan artışa karşılık Döviz Tevdiat Hesaplarının (DTH) Türk lirası karşılığı da yüzde 11,1 oranında gerilemiştir. Bu dönemde Irak savaşı nedeniyle ortaya çıkan belirsizliğin artmasıyla birlikte dövize alternatif TL yatırım araçlarının getirilerinde gözlenen artış sonucu DTH'lar dolar bazında 44,3 milyar ABD dolarından 41,4 milyar ABD dolarına gerilemiştir. DTH'ların M2Y para arzı içerisindeki payı, 2002 yılı Aralık ayı sonunda yüzde 54,1 iken, 2003 yılı Mart ayında yüzde 52,3'e gerilemiştir.

Tablo II.3.1. Parasal Göstergeler (Trilyon TL)

	2002 MAR.	2002 ARA.	2003 OCA.	2003 ŞUB.	2003 MAR.
	M1	11,486	14,259	14,521	15,043
Dolaşım. Para	4,915	7,209	6,901	7,463	7,881
Vadesiz Mev.	6,571	7,050	7,619	7,580	6,741
M2	50,104	61,195	61,366	62,132	63,412
Vadeli Mev.	38,618	46,936	46,845	47,089	48,791
M2Y	103,335	133,450	134,149	131,967	132,878
DTH	53,230	72,255	72,783	69,835	69,465
M2YR	107,024	136,213	137,368	135,057	136,802
Repo	3,690	2,763	3,219	3,090	3,925
TÜFE (1994=100)	6,242	7,469	7,662	7,835	8,078
ABD doları	1,332,489	1,622,282	1,642,218	1,602,796	1,708,213

Kaynak: TCMB, Haftalık Basın Bülteni ay sonu Cuma günü verileri kullanılmıştır.

DTH'ların M2Y para arzı içerisindeki payı 2003 yılı Mart ayında yüzde 52,3'e gerilemiştir.

Türk lirası cinsinden mevduatlardaki gelişmelere vade yapıları açısından bakıldığında, vadesiz Türk lirası mevduatların toplam Türk lirası mevduat içerisindeki payı, 2002 yılı Aralık ayına göre 1 puan kadar gerileyerek Mart ayı sonunda yüzde 12,1 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan repo işlemlerinin toplam TL mevduata oranı, 2002 yılı Aralık ayı sonunda yüzde 5,1 iken, savaş belirsizliğinin etkisiyle vadelerdeki kısalmaya paralel olarak Mart ayında yüzde 7,1 oranına yükselmiştir.

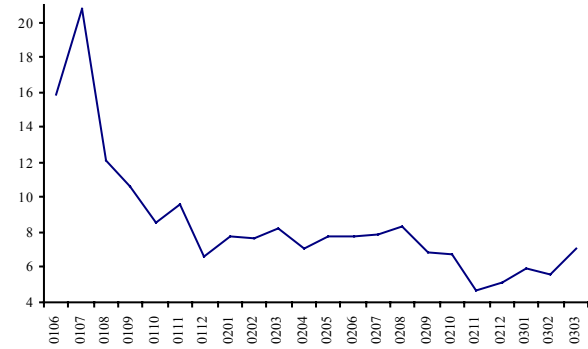
Tablo II.3.2. Parasal Göstergeler Reel Yüzde Değişim

	YILLIK			ARALIK AYINA GÖRE		
	2002			2003		
	OCA.	ŞUB.	MAR.	OCA.	ŞUB.	MAR.
M1	12.7	0.5	-1.6	-0.7	0.6	-5.2
Dolaşımdaki Para	21.2	-2.3	23.9	-6.7	-1.3	1.1
Vadesiz Mevduat	6.0	3.4	-20.7	5.4	2.5	-11.6
M2	3.7	0.0	-2.2	-2.3	-3.2	-4.2
Vadeli Mevduat	1.2	-0.2	-2.4	-2.7	-4.4	-3.9
M2Y	5.7	0.4	-0.6	-2.0	-5.7	-7.9
DTH	7.5	0.7	0.8	-1.8	-7.9	-11.1
M2YR	4.8	-0.4	-1.2	-1.7	-5.5	-7.1
Repo	-22.9	-25.9	-17.8	13.6	6.6	31.3

Kaynak: TCMB, Haftalık Basın Bülteni ay sonu Cuma günü verileri kullanılmıştır.

M2Y para arzına bankaların müşterileriyle yaptıkları repo işlemlerinin de eklenmesiyle ulaşılan M2YR para arzı 2002 yılının ilk çeyreğinde reel bazda yüzde 7,1 oranında daralmıştır. Irak savaşının yarattığı belirsizlik ortamıyla vadelerdeki kısılmaya paralel olarak repo işlemlerinde Aralık ayına göre reel olarak yüzde 31,3 oranında artış yaşanmıştır. (Grafik II.3.1.).

Grafik II.3.1. Repo İşlemlerinin TL Mevduata Oranı (Yüzde)

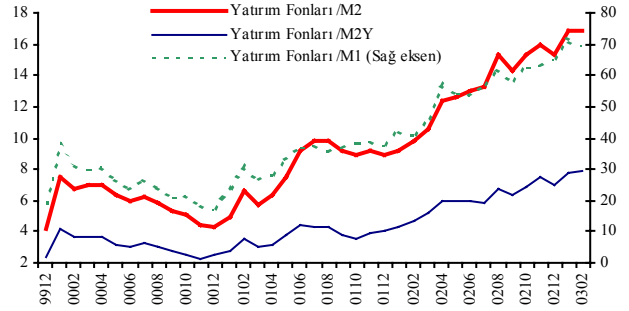


Kaynak: TCMB, Haftalık Basın Bülteni ay sonu Cuma günü verileri kullanılmıştır.

Ekonomik birimlerin son yıllarda tasarruflarını artıran bir şekilde yatırım fonlarında değerlendirdikleri görülmektedir. Söz konusu fonların yüzde 97'si Devlet İç Borçlanma Senetleri ve ters repo işlemlerinden oluşmaktadır. Getiri oranları, vadeli mevduat getirisine paralel seyreden bu yatırım araçları, bir yandan da yüksek likiditeye sahip olmalarından dolayı M1 için bir ikame niteliği taşıyabilmektedir. Bu nedenle para arzları gelişmeleri üzerinde yatırım fonlarındaki hareketlerin etkisinin olduğu görülmektedir. Yatırım fonlarının para arzına oranı incelendiğinde, 2001 yılı başında girdiği artış

eğilimini devam ettirdiği görülmektedir (Grafik II.3.2). Yatırım fonları/M1 para arzı oranı 2002 yılı sonunda yüzde 65,5 iken 2003 yılı Şubat ayı sonunda yüzde 69,5'e yükseldiği gözlenmektedir. Yatırım fonlarının M2 para arzına oranı aynı dönemde yüzde 15,3'ten yüzde 16,8'e yükselirken M2Y para arzına oranı ise yüzde 7,0'den yüzde 7,9'a yükselmiştir (Grafik II.3.2).

Grafik II.3.2. Yatırım Fonlarının M1, M2 ve M2Y Para Arzlarına Oranı (yüzde)



Kaynak: TCMB, Haftalık Basın Bülteni ay sonu Cuma günü verileri ve SPK Aylık Bülten verileri kullanılmıştır.

II.4. Faizlerdeki Gelişmeler

TCMB, finansal istikrarı güçlendirmek, Irak operasyonunun piyasalardaki etkisini azaltmak amacıyla 20 Mart tarihinde geç likidite penceresi borç verme faiz oranını beş puan düşürerek yüzde 56 olarak belirlemiştir. Bununla birlikte, gelecek dönem enflasyonunu etkileyen enflasyon beklentileri, diğer piyasa faiz oranları, döviz kurları ve talep gelişmelerini göz önünde bulunduran TCMB, 25 Nisan 2003 tarihinde, geç likidite penceresi borç alma faizi dışındaki kısa vadeli faiz oranlarında 3 puanlık indirimde gitmiştir (Tablo II.4.1).

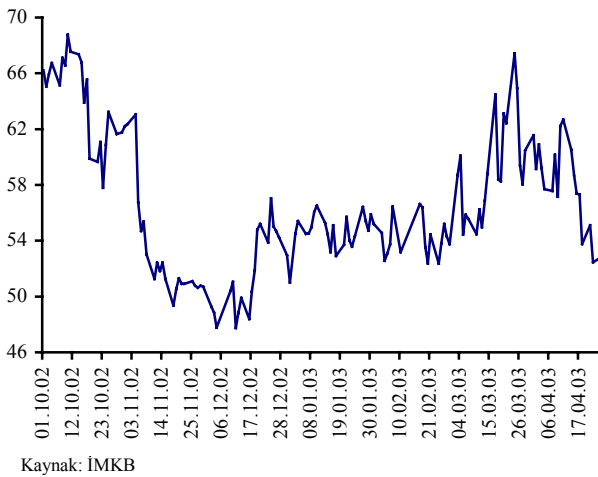
Tablo II.4.1. TCMB Faizleri (basit, yüzde)

	30 Nisan 2002	5 Ağustos 2002	11 Kasım 2002	20 Mart 2003	25 Nisan 2003
Gecelik Borçlanma	48	46	44	44	41
Gecelik Borç Verme	55	53	51	51	48
1 Hafta Borçlanma	49	46	44	44	41
Geç Likidite Penceresi Borçlanma*	-	5	5	5	5
Geç Likidite Penceresi* Borç Verme	-	63	61	56	53

*Geç Likidite Penceresi uygulamasına 1 Temmuz 2002'de geçmiştir. 1 Temmuz tarihinde bu uygulama faizleri, borçlanma için yüzde 5, borç verme için ise yüzde 65 olarak belirlenmiştir. Kaynak: TCMB

2003 yılının ilk üç aylık döneminde ikincil piyasa faiz oranları ve buna bağlı olarak Hazine ihale faizleri, iç borcun sürdürülebilirliğine konusunda Irak operasyonuna ve gelecek dönem maliye politikasının belirlenmesine ilişkin belirsizlikler kaynaklı gündemden etkilenmiştir. Bu çerçevede, ikincil piyasa ortalama bileşik faiz oranları yılın ilk aylık döneminde dalgalanma göstermiştir (Grafik II.4.1). Mart ayı başından itibaren ise Irak operasyonu ve Türkiye'nin bu çerçevedeki rolüne ilişkin gelişmelere bağlı olarak faiz oranlarındaki dalgalanma önemli ölçüde artmış ve faiz oranlarında hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Ortalama bileşik faiz oranlarının Irak operasyonunun başlamasını takip eden ilk üç iş gününde 9,2 puan artması da piyasaların belirsizliklere olan tepkisini göstermektedir. İkincil piyasa ortalama faiz oranı Mart ayı sonlarında düşüş eğilimi göstermiş, Nisan ayı başlarında işlem gören kağıtların ortalama vadesinin artmasına bağlı olarak tekrar bir yükselmiş de, Nisan ayının takip eden döneminde hızla düşmüştür. İkincil piyasa faiz oranları 24 Nisan tarihinde Ocak ayı sonundaki değerinin 2,5 puan altında gerçekleşerek yüzde 52,7 olmuştur.

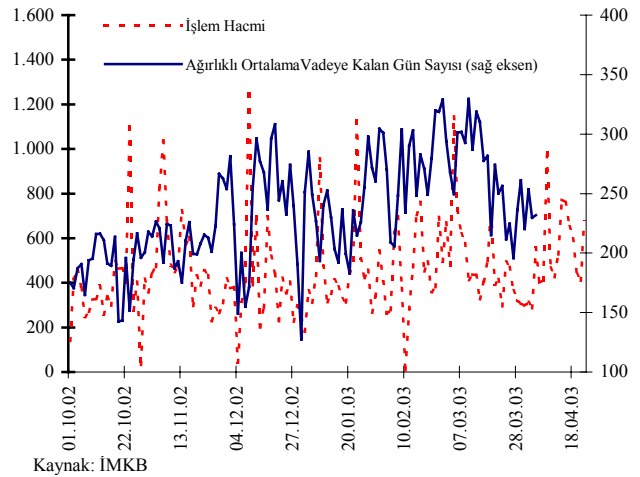
Grafik II.4.1. İMKB Bono ve Tahvil Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı Faiz Oranları (ağırlıklı ortalama, bileşik, yüzde)



Ocak-Nisan 2003 döneminde ikincil piyasa faiz gelişmelerini yansıtan nitelikte bir DİBS olan 3 Aralık 2003 vadeli devlet tahvili faiz oranı ise, Ocak-Şubat döneminde sınırlı bir dalgalanma gösterip azalmış, Mart ayı başından itibaren hızlı bir sıçrama göstermiştir. 25 Mart 2003 tarihinde bu tahvilin faizi yüzde 72,5 ile bu

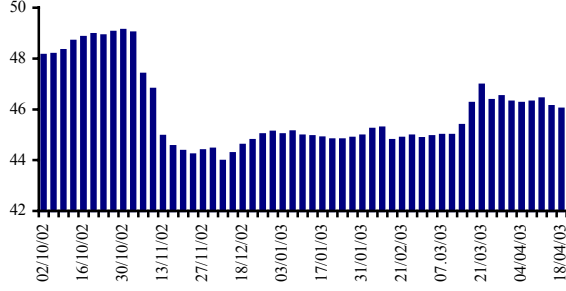
dönemdeki en yüksek değerini almıştır. Mart ayı sonuna doğru ise belirsizliklerin bir ölçüde azalmasına paralel bir biçimde önemli bir azalış göstermiştir. Bu düşüş eğilimi Nisan ayında da güçlenerek devam etmiştir. Bu borçlanma senedinin faizi Ocak ayı başında yüzde 56,4 iken 24 Nisan tarihinde yüzde 53,3 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde İMKB Bono ve Tahvil Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı'ndaki işlem hacmi ve ortalama vadeye kalan gün sayısı dönem boyunca belirsizliklere ve faiz oranlarındaki gelişmelere paralel şekilde dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik II.4.2).

Grafik II.4.2. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı İşlem Hacmi (trilyon TL) ve Ağırlıklı Ortalama Vadeye Kalan Gün Sayısı



Dört haftalık TL depo alım ihalesindeki basit faiz oranları Ocak ayından Mart ayı ortasına kadar olan dönemde yüzde 44,5-45,5 aralığında hareket etmiştir (Grafik II.4.3). 14 Mart tarihinden Mart sonuna kadar ise bu faizlerde sınırlı bir yükselme gözlenmiştir. Bununla birlikte 19 ve 21 Mart tarihli ihalelerde en fazla borçlanılabilecek tutardan az miktarda teklifin gelmesi de piyasaların Irak operasyonuna ilişkin belirsizlik algılamalarının yatırım tercihlerine yansımaları göstermektedir. Ancak, Mart ve Nisan ayındaki diğer ihalelerde teklif miktarı en fazla borçlanılabilecek miktar kadar olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda Ocak ayı sonunda yüzde 44,96 olan dört haftalık depo alım ihalesi basit faiz oranı, 18 Nisan tarihli ihalede yüzde 46,02 olarak gerçekleşmiştir.

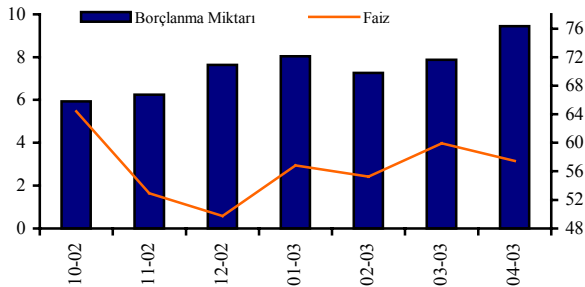
Grafik II.4.3. 4 Hafta Vadeli Türk lirası Depo Alım İhalesi Faiz Oranları (basit, yüzde)



Kaynak: TCMB

Hazine ihaleleri incelendiğinde, ihalelerde gerçekleşen aylık ortalama bileşik faiz oranının Ocak ayında önemli ölçüde arttığı, Şubat ayında sınırlı bir düşüş gösterdiği, Mart ayında ise Irak operasyonuna ilişkin belirsizliklere paralel şekilde tekrar yükseliş eğilimi gösterdiği gözlenmektedir (Grafik II.4.4). Böylece, aylık ortalama Hazine ihalesi bileşik faizi seçimlerden sonraki en yüksek seviyesine Mart ayında ulaşmıştır. Mart ayındaki ihalelerde kısa vadeli devlet iç borçlanma senetleri faizlerinin önemli ölçüde arttığı, ancak daha uzun vadeli senetlerin faizinin sınırlı miktarda arttığı gözlenmektedir. Bu gözlem de piyasaların, yaşanan gelişmelerin risk faktörlerini kısa vadeye daha çok yansıttığını, uzun vadeye ise sınırlı ölçüde yansıttıklarını göstermektedir. Nisan ayında ise ortalama ihale faizi, ayın ikinci yarısındaki ihalelerde faizin düşmesine paralel şekilde 2,5 puan düşmüştür. Diğer önemli bir gözlem ise, Irak operasyonu gibi kısa vadeli belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla, faiz düşüşü kısa vadeli borçlanma senedi ihalelerine daha çok yansımıştır.

Grafik II.4.4. Hazine İhaleleri Faizleri (yüzde) ve Borçlanma Miktarı (net, katrilyon TL)*

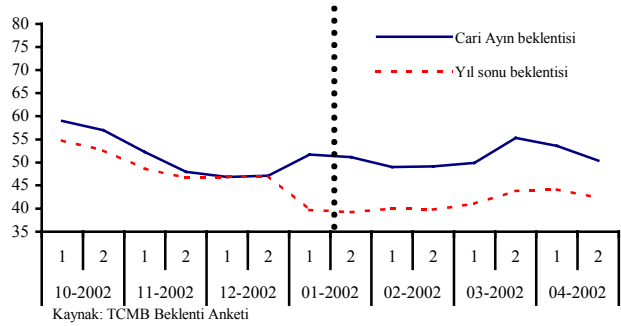


*İhale faizleri, Hazine'nin o aydaki iskontolu kağıt ihalelerindeki ortalama bileşik faizlerdir. Borçlanma miktarında sadece Hazine'nin iskontolu kağıt satışları alınmıştır.

Kaynak: TCMB

TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan üç aylık Hazine ihalesi bileşik faizine ilişkin sonuçlar da yukarıdaki iki gözlemi desteklemektedir. Cari aya ilişkin üç aylık Hazine ihalesi bileşik faiz oranı beklentileri Ocak ayında 4,1 puan artarak önemli ölçüde bozulmuş, Şubat ayında ise 2 puan azalmıştır (Grafik II.4.5). Mart ayının ilk anketinde sınırlı bir bozulma gösteren cari aya ilişkin ihale faizi beklentileri ikinci dönemde ise 5,4 puan artarak yüzde 55,3'ye yükselmiştir. Bu oran, 2003 yılındaki en düşük seviyesini gösterdiği Şubat ayı ilk dönemindeki beklentinin 6,3 puan üzerindedir. Nisan ayında ise cari aya ilişkin faiz beklentileri hızla düşmüş ve ayın ikinci döneminde yüzde 50,4 olmuştur. Yıl sonuna ilişkin ihale faizi beklentisi ise Mart ayı ikinci döneminde yüzde 43,8 seviyesinde gerçekleşerek 2003 yılında en düşük seviyesini gösterdiği Ocak ayı ikinci dönemi gözleminin 4,6 puan üzerinde kalmıştır. Nisan ayında ise cari aya ilişkin beklentiye göre sınırlı şekilde düşerek ayın ikinci döneminde yüzde 42,3 olmuştur. Ancak, cari aya ilişkin Hazine ihalesi faizi beklentisi ve yıl sonuna ilişkin Hazine ihalesi beklentisi Nisan ayı ikinci döneminde yıl içindeki en düşük düzeylerinden sırasıyla 1,4 ve 3,1 puan üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik II.4.5. Üç Aylık Hazine İhalesi Faiz Oranı Beklentisi (yüzde, bileşik)

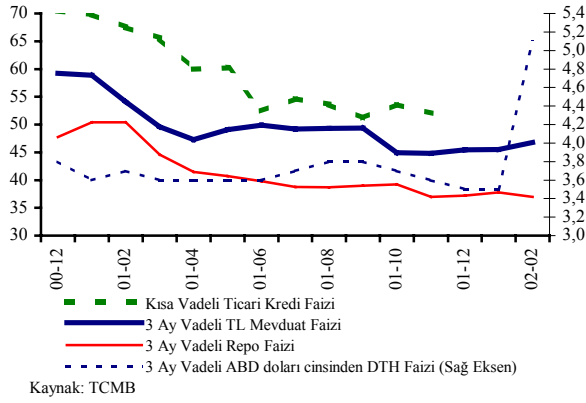


Kaynak: TCMB Beklenti Anketi

3 ay vadeli Türk lirası mevduat faiz oranları 2002 yılı Aralık ayında sınırlı oranda düşmüş, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde ise yükselmiş ve Mart ayında Kasım 2002'deki seviyesinin 1,9 puan üzerinde kalarak yüzde 46,8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik II.4.6). Buna karşılık yabancı para cinsinden faiz oranları ise Aralık-Şubat döneminde aşamalı düşüş kaydetmiş ancak Mart ayında önemli ölçüde yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda 3 ay vadeli ABD doları cinsinden DTH faizi aynı dönemde

1,4 puan artarak Mart ayı sonunda yüzde 5,1 olmuştur. Repo faiz oranları ise Aralık-Mart döneminde 2,2 puan oranında düşerek yüzde 37'ye gerilemiştir. Kısa vadeli ticari kredi faizleri ise Ağustos-Aralık döneminde azalarak yüzde 52'ye gerilemiştir.

Grafik II.4.6. Ticari Kredi, TL, YP Mevduat ve Repo Faiz Oranları (Yüzde)



Hazine'nin yurtdışına ihraç ettiği 2030 yılı vadeli tahvilin, aynı vadeli referans bonolardan getiri farkı 2003 yılında Mart ayına kadar 616-646 baz puanı aralığında hareket etmiştir (Grafik II.4.7). Ancak, getiri farkı Mart ayı başında Irak operasyonuna ilişkin iç ve dış siyasi gelişmelere paralel şekilde bir sıçrama göstermiştir. Bu yükseliş eğilimi, ayın takip eden döneminde devam etmiş, Irak operasyonunun başlamasını takip eden ilk üç günün sonunda 961 baz puana kadar yükselmiştir. Getiri farkı Mart ayı sonuna doğru düşüş eğilimi göstermişse de, 9 Nisan tarihinde 770 baz puanı olarak gerçekleşmiştir. Bu seviye, Ocak ayı sonundaki seviyenin yaklaşık 110 baz puan üzerindedir.

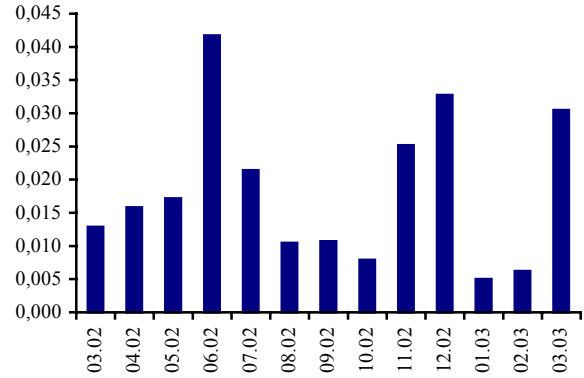
Grafik II.4.7. Getiri Farkı (baz puan, Türkiye 15/01/2030- Amerikan Hazinesi 30 yıllık Temsili Tahvili (Generic Bond))



II.5. Döviz Piyasalarındaki Gelişmeler

Döviz kurları, geçen yıl Kasım ayı başında yapılan genel seçim sonrasında Aralık ayı ortalarına kadar düşüş eğilimi göstermiş, daha sonra AB'ye üyelik sürecine ve ABD'nin Irak'a müdahalesine ilişkin gelişmelerle hızla yükselmişti. Merkez Bankası'nın Aralık ayı sonlarında gerçekleştirdiği döviz müdahalesi ile piyasalardaki dalgalanmalar azalmıştı. 2003 yılının ilk üç ayında da kurların seyrinin büyük ölçüde Irak operasyonu ile ilgili gelişmeler tarafından belirlendiği gözlenmiştir. Diğer siyasi ve ekonomik gelişmelerin kurlar üzerindeki etkileri ise daha kısa süreli ve sınırlı düzeyde olmuştur. (Grafik II.5.1).

Grafik II.5.1. Aylık Kur Volatilitesi(*)

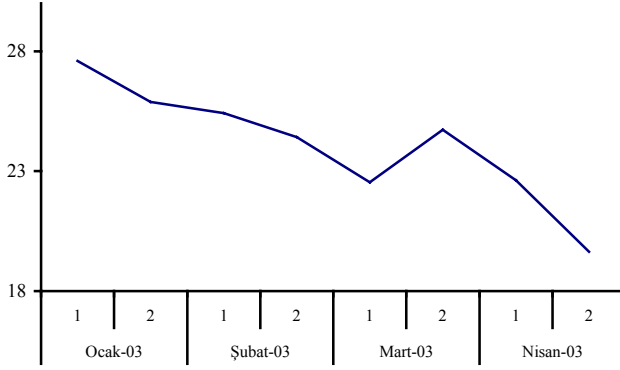


*Volatilité ölçütü olarak döviz kurundaki aylık standart sapmanın döviz kurunun aylık ortalamasına oranı kullanılmıştır.
Kaynak: TCMB

ABD doları, 2003 yılı Mart ayına kadar Aralık ayı sonundaki seviyesine göre sınırlı bir düşüş gösterirken, aynı dönem içerisinde dolara karşı değer kazanan euro, TL'ye karşı değer kazanmıştır. Mart ayı süresince Irak operasyonu ve Türkiye'nin operasyondaki rolüne ilişkin gelişmeler kurların oldukça dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuş ancak Mart ayı sonundan başlayarak kurlar tekrar Ocak ayındaki seviyelerine gerilemişlerdir. Merkez Bankası Irak operasyonuna ilişkin gelişmelerin kurlar üzerinde oluşturabileceği olası riskleri göz önüne alarak bir takım tedbirler almıştır. Bu tedbirler, yukarıda açıklandığı üzere, Döviz ve Efektif piyasalarında borçlanma faizlerinin düşürülmesi, olası efektif döviz

talebi durumunda talebin karşılanabilmesine yönelik gerekli hazırlıkların yapılması olarak sıralanabilir.

Grafik II.5.2. 2003 yılı için Dolar Kuru yıllık Artış Oranı Beklentisi (yüzde)*



Her aya ait yıl sonu dolar kuru beklentileri 2002 yıl sonu değeri kullanılarak yıllık artış beklentisi rakamına döndürülmüştür
Kaynak: TCMB

Yıl sonu döviz kuru beklentilerinin de kurların cari dönemdeki hareketlerine paralel bir seyir izledikleri görülmektedir. Ocak ayı başında 2.085.000 TL olan yıl sonu dolar kuru beklentisi Mart ayının ikinci yarısına kadar düşmüş, Mart ayı sonunda cari dönem beklentilerine paralel olarak artmış ve Nisan ayı başında tekrar düşüş göstermiştir. Yıl sonu döviz kuru beklentilerinin cari dönem kur beklentilerine paralel bir seyir izlemesinin kurların piyasadaki kısa dönemli arz talep koşullarından çok risk algılamalarındaki değişimlerden etkilendiğinin başka bir kanıtı olduğu düşünülmektedir.

2003 yılı başından Nisan ayı sonuna kadar olan dönemde, yıl sonu döviz kuru beklentileri ile cari dönem kur beklentilerinin paralel bir seyir izlemiş olması, söz konusu dönemde kurların piyasa koşullarından çok risk algılamalarındaki değişikliklerden etkilendiğini ortaya koymaktadır.

Borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin yatırımcıların risklere hızlı ve şiddetli tepki vermesinin arkasındaki en önemli etken olduğu tahmin edilmektedir. Borç stokuna ilişkin endişelerin azalmasının diğer mali piyasalarda olduğu gibi döviz piyasasında da oynaklığı

daha da azaltacağı düşünülmektedir. Borç stoku alanındaki olumlu gelişmelerin ters para ikamesi sürecini de olumlu yönde etkileyebileceği düşünülmektedir.

Grafik II.5.3. Döviz Kuru (TL/USD, Alış-Satış Ortalaması, bin TL)



Kaynak: TCMB

III. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

III.1. Bankacılık Sektörü

Yaşanan krizlerden sonra yeniden yapılandırılan bankacılık sektöründe toplam banka sayısı, 2003 yılı Mart ayı itibarıyla 40 mevduat bankası ve 14 kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere 54'e gerilemiştir. Mevduat bankaları, 3 kamu bankası, 20 özel banka, 2 TMSF kapsamındaki banka ve 15 yabancı bankadan oluşmaktadır. Yabancı bankaların 4'ü Türkiye'de kurulmuş yabancı banka, 11'i ise Türkiye'de şube açmış yabancı bankadır.

27 Ocak 2003 tarihinde tekrar TMSF kapsamına alınan ve satış sürecine devam edilen Pamukbank için 28 Mart tarihine kadar talep gelmemiştir. Banka, çözüme kavuşturulabilmesi amacıyla 3 Nisan tarihinde ikinci kez satışa sunulmuştur.

Tablo III.1.1. Mali Piyasalar-Temel Göstergeler (Trilyon TL)

	29.03 2002	27.12 2002	28.03 2003
Mevduat (Yerleşiklerin)	100.451	128.549	128.100
TL	47.221	56.294	58.635
Yabancı Para	53.230	72.255	69.465
Repo-Müşterilerle	3.690	2.763	3.925
Krediler (Mevduat Bank. Reel Kesim)*	30.931	31.845	36.559
TL	18.130	17.409	19.151
Yabancı Para	12.801	14.436	17.408
Tüketici Kredileri	2.077	2.902	3.416
Kredi Kartları	2.551	4.099	4.481
Yabancı Para Pozisyon (Milyon USD)	-674	-517	643
Tah.Gecikmiş Al./Top.Kredi(%)	18,6	26,0	20,6
Tah.Gecikmiş Al./Top.Krd.(%)-TMSF hariç	15,9	22,3	18,5
Alım-Satım Ama. Menk. Değ./Top.Mev.(%)	20,3	30,4	31,9
Vadeye K. Eld. Tut. Menk. Değ./Top.Mev.(%)	46,9	34,6	36,3
Kredi/Mevduat (%)	31,1	25,1	30,1
Kamu Ban.Mev./Top.TL.Mev.(%)	56,5	53,9	55,1
Kamu Ban.Kredi./Top.Kred.(%)	23,9	22,8	21,3

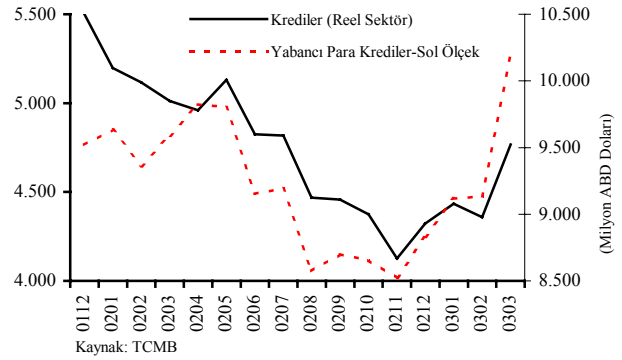
* 2003 yılı Mart ayında kredilerde gerçekleşen 3,3 katrilyon TL'lik artış; bir bankanın yurtdışı şubesinden kullanılan yabancı para kredilerin yurtiçine aktarılmasından kaynaklanmıştır.

Kaynak: TCMB, Haftalık Basın Bülteni, Ayın son Cuması verileri.

III.1.a. Krediler

Bankacılık sektörünün mali yapısındaki bozulma sonucu daralma eğiliminde olan kredi hacmi, 2002 yılı Aralık ve 2003 yılı Ocak aylarında artış eğilimine girmesine rağmen, Şubat ayında Irak krizi ile ilgili belirsizlikler nedeniyle tekrar daralmıştır. Toplam kredi hacmi, Ocak ayında bir önceki aya göre reel olarak yüzde 3 oranında artarken, Şubat ayında ise reel olarak yüzde 2 oranında daralmıştır (Grafik III.1.1).

Grafik III.1.1. Reel Sektöre Açılan Kredi Hacmi (TÜFE 94=100 Endeksi ile Reelleştirilmiş, Milyar TL)



Kredi hacmi, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerden sonra ilk kez 2002 yılı Aralık - 2003 yılı Mart döneminde artmıştır.

2003 yılı Mart ayında ise, toplam krediler, bir bankanın yurtdışı şubesinden kullanılan ve kredi hacmi içinde gözükmeyen 3,3 katrilyon TL'lik yabancı para kredinin kredi kalemleri içinde gösterilmeye başlanması sonucu artmıştır. Mart ayında, toplam krediler reel olarak bir önceki aya göre yüzde 9 artarken, hesaplar arası transferden kaynaklanan 3,3 katrilyon TL çıkarıldıktan sonra reel olarak değişmemiştir. Toplam krediler, 2003 yılının ilk çeyreğinde ise yıl sonuna göre hesaplar arası transferden kaynaklanan 3,3 katrilyon TL çıkarıldıktan sonra reel olarak yüzde 1 oranında artmıştır.

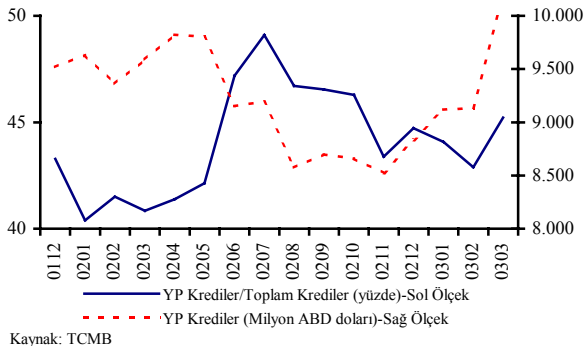
Bu dönemde, özel bankaların kredileri yıl sonuna göre, hesaplar arası transferden kaynaklanan artış çıkarıldıktan sonra, reel olarak yüzde 1 oranında artarken, kamu bankalarının kredileri reel olarak yüzde 1 daralmıştır.

Yabancı bankaların kredileri ise reel olarak yüzde 1 artmıştır.

2003 yılı Mart ayında, Türk lirası cinsinden ticari krediler Ocak ve Şubat aylarında gerçekleşen artışlar nedeniyle yıl sonuna göre reel olarak yüzde 3 oranında artarken, ihtisas kredileri reel olarak yüzde 4 oranında daralmıştır.

Yabancı para cinsinden kredilerin TL karşılığı, 2003 yılı Mart ayında yıl sonuna göre hesaplar arası transferden kaynaklanan artış çıkarıldıktan sonra reel olarak değişmemiştir. Yabancı para cinsinden krediler ABD doları cinsinden ise 2003 yılı Mart ayında yıl sonuna göre, hesaplar arası transferden kaynaklanan artış çıkarıldıktan sonra 300 milyon dolar artarak, 9,1 milyar dolara yükselmiştir. Yabancı para cinsinden kredilerin Türk lirası karşılığının toplam krediler içerisindeki payı, 2002 yılı sonunda yüzde 44,7 iken, Mart ayında yüzde 45,2'ye yükselmiştir (Grafik III.1.2).

Grafik III.1.2. Yabancı Para Krediler



Tablo III.1.2. Mevduat Bankaları Kredileri (Trilyon TL.)

	Kamu	Özel*	Yabancı	Toplam
29.03.2002	7.374	22.317	1.219	30.910
TL	5.517	12.091	522	18.130
YP	1.857	10.226	697	12.780
27.12.2002	7.259	22.430	2.156	31.845
TL	5.664	10.814	931	17.409
YP	1.595	11.616	1.225	14.436
28.03.2003**	7.786	26.415	2.359	36.560
TL	6.047	12.074	1.030	19.151
YP	1.739	14.341	1.329	17.409

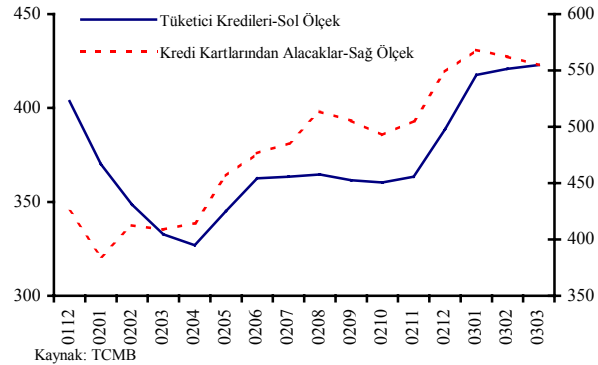
* TMSF bünyesindeki bankalar dahil.

** 2003 yılı Mart ayında kredilerde gerçekleşen 3,3 katrilyon TL'lik artış; bir bankanın yurtdışı şubesinden kullanılan yabancı para kredilerin yurtiçine aktarılmasından kaynaklanmıştır.

Kaynak: TCMB Haftalık Basın Bülteni.

Tüketici kredileri ve kredi kartlarından alacaklar kalemi 2003 yılı Mart ayında bir önceki yıl sonuna göre reel olarak sırasıyla yüzde 8 ve yüzde 1 oranlarında artmıştır. Tüketici kredilerinin toplam krediler içerisindeki payı, 2002 yılı sonunda yüzde 9 iken, Mart ayında yüzde 8,9'a gerilemiştir. (Grafik III.1.3). Kredi kartlarından alacaklar kaleminin, 14 Mart tarihinde tüketicinin korunması hakkında kanunda yapılan değişiklik ile icra takibi aşamasına gelen veya icra takibinde olan kredi kartı borçlarının geri ödemesinde kolaylık sağlanması ile önümüzdeki dönemde düşmesi beklenmektedir. Bu kanuna göre, 30 gün içinde yazılı başvuruda bulunulan kredi kartı borçlarının temerrüt tarihindeki ana parası, yıllık yüzde elliye geçmemek üzere gecikme faizi uygulanmak suretiyle oniki eşit taksitte ödenebilecektir.

Grafik III.1.3. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarındaki Gelişmeler (TÜFE 94=100 Endeksi ile Reelleştirilmiş, Milyar TL)

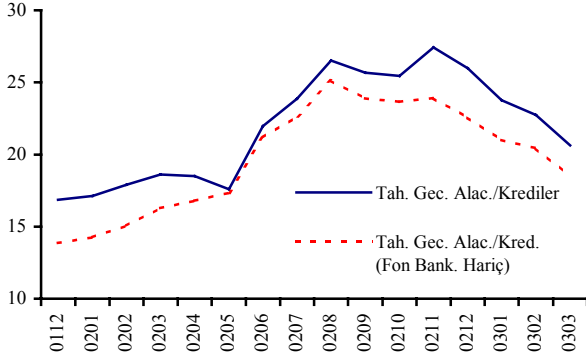


Tüketici kredileri ve kredi kartlarından alacaklar kalemi 2003 yılı Mart ayında bir önceki yıl sonuna göre reel olarak sırasıyla yüzde 8 ve yüzde 1 oranlarında artmıştır.

Tahsili gecikmiş alacakların toplam krediler içindeki payı, 2002 yılı sonunda yüzde 26 iken, 2003 yılı Mart ayında yüzde 20,6'ya gerilemiştir (Grafik III.1.4.). Mart ayında, TMSF kapsamındaki bankaların tahsili gecikmiş alacaklarının toplam içindeki payı yüzde 12, kamu bankalarının payı yüzde 49 ve özel bankaların payı ise yüzde 37 olarak gerçekleşmiştir.

2003 yılı Mart ayında, tahsili gecikmiş alacakların yüzde 49'u kamu bankalarına ait bulunmaktadır.

Grafik III.1.4. Tahvili Gecikmiş Alacakların Toplam Krediler İçerisindeki Payı (Yüzde)



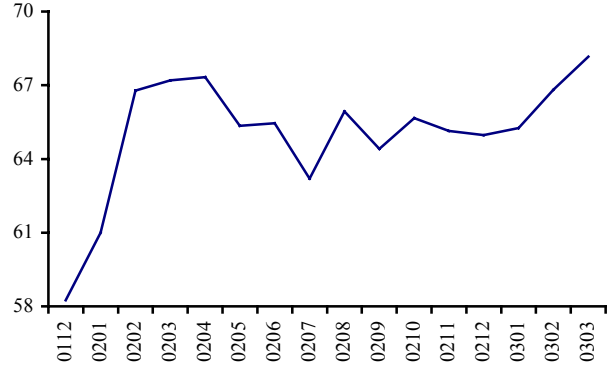
III.1.b. Alım Satım Amaçlı ve Satılmaya Hazır Menkul Değerler ve Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler

Bankaların, ağırlıklı olarak hazine bonusu ve devlet tahvili portföyünün muhasebeleştirildiği “alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değerler” ve “vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler” kalemleri toplamı Mart ayında bir önceki yıl sonuna göre reel olarak yüzde 3 oranında daralmıştır. Bu dönemde, alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değerler kalemi reel olarak yüzde 4 ve vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler kalemi reel olarak yüzde 3 daralmıştır.

2003 yılı Mart ayında kamu bankalarının devlet iç borçlanma senetlerinin önemli kısmı, vadeye kadar elde tutulacak menkul değerlerden oluşurken, özel bankaların devlet iç borçlanma senetlerinin önemli kısmı alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değerlerden oluşmaktadır. 2003 yılı Mart ayında, mevduat bankalarının alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değerleri içinde kamu bankalarının payı yüzde 17 iken, özel bankaların payı yüzde 81’dir. Mevduat bankalarının vadeye kadar elde tutulacak menkul değerleri içinde ise kamu bankalarının payı yüzde 75 iken, özel bankaların payı yüzde 23 olmuştur.

Bankaların, “alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değerler” ve “vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler” kalemleri toplamı Mart ayında bir önceki yıl sonuna göre reel olarak yüzde 3 oranında daralmıştır.

Grafik III.1.5. Bankacılık Sektörünün Menkul Değerler Portföyü Toplamının Toplam Mevduat İçindeki Payı (Yüzde)



Tablo III.1.3. Alım Satım Amaçlı ve Satılmaya Hazır Menkul Değerler ve Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerlerdeki Gelişmeler (Trilyon TL.)

	Kamu	TMSF	Özel	Bankacılık Sektörü
2002 Mart				
Alım Satım Amaçlı ve Sat. Hazır Menkul Değerler	3.447	2.007	16.252	20.200
TL	1.395	1.986	10.216	12.027
YP	2.052	21	6.036	8.173
Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	30.840	1.494	15.256	46.854
TL	24.195	1.494	10.401	34.880
YP	6.645	0	4.855	11.974
2002 Aralık				
Alım Satım Amaçlı ve Sat. Hazır Menkul Değerler	5.762	4.474	31.820	39.106
TL	1.442	4.442	17.772	20.037
YP	4.320	32	14.048	19.069
Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	33.075	194	10.244	44.417
TL	24.483	188	7.350	32.251
YP	8.592	6	2.894	12.166
2003 Mart				
Alım Satım Amaçlı ve Sat. Hazır Menkul Değerler	6.799	4.576	32.770	40.802
TL	1.831	4.548	17.678	20.096
YP	4.968	28	15.092	20.706
Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	34.876	197	10.517	46.516
TL	25.867	197	7.541	33.843
YP	9.009	0	2.976	12.673

Kaynak: TCMB

III.1.c. Sektörün Kaynak Yapısındaki Gelişmeler

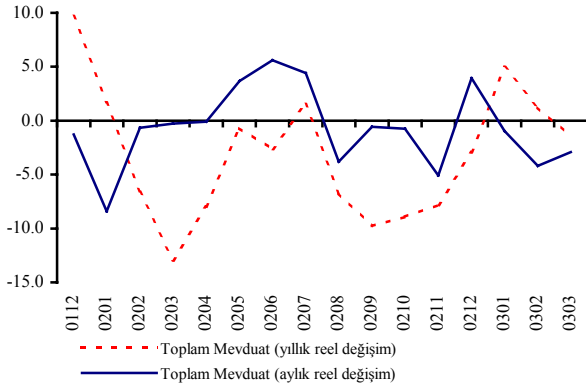
2003 yılının ilk üç aylık döneminde, yurtiçi yerleşiklere ait TL mevduat ve ABD doları cinsinden döviz tevdiat hesapları (DTH) reel olarak daralmıştır. Bu daralma kısmen Irak savaşının yarattığı tedirginlik ortamından,

kısmen de yurtiçi yerleşiklerin getirisi görel olarak artan repo, DİBS ve yatırım fonu gibi TL enstrümanlara geçmesinden kaynaklanmıştır (Kutu.III.1).

Yurtiçi yerleşiklere ait toplam mevduat, 2003 yılının ilk çeyreğinde reel olarak yüzde 8 oranında daralarak 128 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Grafik III.1.6). Bu gerilemenin büyük bölümü de döviz tevdiat hesaplarının Türk lirası karşılığının reel olarak düşmesinden kaynaklanmıştır. İlk üç aylık dönemde Türk lirasının ABD dolarına karşı reel olarak değer kazanması -DTH'nin üçte ikisinden fazlasının ABD doları bazında olması nedeniyle- DTH'nin Türk lirası karşılığındaki reel gerilemeyi artırmıştır.

2003 yılının ilk çeyreğinde toplam mevduatta görülen gerilemenin en önemli nedeni DTH'nin Türk lirası karşılığındaki reel düşüştür.

Grafik III.1.6. Toplam Mevduattaki Gelişmeler (TÜFE 94=100 Endeksi ile Reelleştirilmiş, Yüzde)

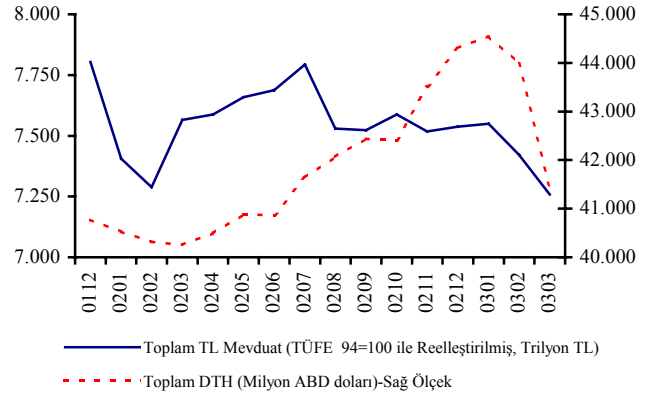


Türk lirası mevduat, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde reel olarak yüzde 4 oranında gerilemiş ve 58,6 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, özel ve yabancı bankaların Türk lirası mevduattaki payı yüzde 45,2'den yüzde 44,1'e ve yüzde 0,9'dan yüzde 0,8'e düşerken, kamu bankalarının payı yüzde 53,9'dan yüzde 55,1'e yükselmiştir. Tasarruf sahibinin Irak savaşının yarattığı tedirginlik nedeniyle daha güvenli olarak görülen kamu bankalarını tercih ettiği düşünülmektedir.

İlgili dönemde, DTH'nin Türk lirası karşılığı ise reel olarak yüzde 11 oranında daralmış ve 69,5 katrilyon Türk lirasına gerilemiştir.

DTH'ya ABD doları cinsinden bakıldığında ise bu kalemin Mart 2003 sonunda Aralık 2002'ye göre 2,9 milyar ABD doları daralarak 41,4 milyar ABD doları olarak gerçekleştiği görülmektedir (Grafik III.1.7).

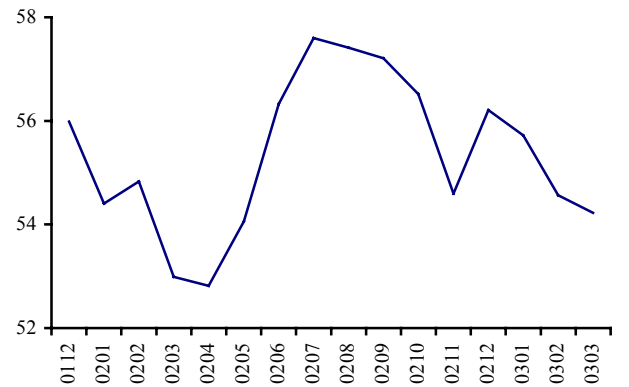
Grafik III.1.7. TL Mevduat ve DTH'teki Gelişmeler



Banka gruplarının döviz tevdiat hesapları içindeki payına bakıldığında ise, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde özel ve yabancı bankaların payının yüzde 74,3'ten yüzde 73,9'a ve yüzde 3,1'den yüzde 2,8'e düştüğü, kamu bankalarının payının ise yüzde 22,6'dan yüzde 23,3'e yükseldiği görülmektedir.

Yukarıda bahsedilen gelişmeler nedeniyle DTH'nin mevduat içerisindeki payı da düşmüştür. Aralık 2002'de yüzde 56,2 olan bu pay, Mart 2003'te 54,2'ye gerilemiştir (Grafik III.1.8.).

Grafik III.1.8. DTH'nin Toplam Mevduat İçindeki Payı (Yüzde)



KUTU.III.1 IRAK KRİZİ ve PORTFÖY TERCİHLERİ

Son Irak savaşının finansal sisteme etkisi, 1990'daki savaşa hem benzer hem de farklı şekillerde ortaya çıkmıştır. En önemli benzerlik, sisteme ilk etkinin Döviz Tevdiat Hesapları (DTH) çekilişleri şeklinde ortaya çıkmasıdır. Her iki krizde de Merkez Bankası efektif yabancı para stoklarını artırmış ve son kredi mercii olarak sistemin ihtiyaçlarının karşılanması için gerekli tedbirleri önceden almıştır. İkinci önemli benzerlik, her iki krizde de nominal iç borçlanma maliyetinin yüzde 50'li seviyelerden yaklaşık yüzde 70'lerin üzerine çıkmış olmasıdır.

Temel fark ise, makro temelleri sağlamlaştırmayı hedefleyen bir programın uygulanması ve program çerçevesinde Merkez Bankası'nın özerk bir yapıya kavuşturulması, kısa vadeli avans uygulamasının ortadan kaldırılması ve dalgalı kur rejimine geçilmiş olmasıdır. İlk savaşın tersine zorunlu döviz devir uygulaması da artık yürürlükte değildir. Uygulanan dalgalı kur rejimi, 'gözetimli dalgalanma' rejiminin uygulandığı Birinci Irak Savaşı döneminin tersine, piyasaların savaş süresince ve sonrasında kendi dinamikleri ile serbest piyasa koşulları altında yeni dengelerini bulmalarını sağlamıştır. Son savaşta döviz piyasalarına doğrudan müdahale ihtiyacı ortaya çıkmamıştır. Sistemde DTH çıkışlarının yol açtığı döviz likiditesi ihtiyacı, döviz depo faizlerinin yüzde 12'den yüzde 6'ya kadar indirilmesi suretiyle karşılanmıştır.

IRAK KRİZİNİN PORTFÖY TERCİHLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Tarih	Yurtiçi Yerleşik DTH (Milyon USD)	Yurtiçi Yerleşik TL Mevduat (Trilyon TL)	Repo (Trilyon TL)	Banka Dışı Kesimin DİBS Portföyü (Trilyon TL)	Yatırım Fonu (Trilyon TL)	TL Yatırım Araçları (Trilyon TL)	Net Değişim (Trilyon TL) (*)
28.02.03	47.550	58.149	3.090	37.428	10.657	109.324	
07.03.03	47.363	58.424	3.404	38.185	10.894	110.907	
14.03.03	46.741	58.723	3.963	39.030	10.799	112.515	
21.03.03	45.314	59.445	3.660	39.906	10.987	113.998	
28.03.03	45.051	58.635	3.925	41.485	10.738	114.783	
04.04.03	44.914	58.809	3.269	42.106	10.577	114.761	
11.04.03	45.012	57.852	3.983	43.063	10.710	115.608	
28 Şubat-14 Mart Dönemi:	-809	574	873	1.602	142	3.191	1.878
14 Mart-28 Mart Dönemi:	-1.690	-88	-38	2.455	-61	2.268	-614
28 Mart-11 Nisan Dönemi:	-39	-783	58	1.578	-28	825	760

(*): DTH TL karşılığı için USD alış kuru kullanılmıştır.
Kaynak: TCMB, veriler geçicidir.

1 Mart tarihinde, Türkiye'de yabancı asker bulundurma ve yurtdışına asker gönderme tezkeresinin TBMM tarafından reddinden sonra TL yatırım araçları faiz oranlarındaki düşüş eğilimi tersine dönmüştür. Eşanlı olarak döviz kurunda dalgalanma başlamıştır. Krizin tasarruf araçlarındaki ilk keskin göstergesi ise 14 Mart'tan sonraki DTH çözülmesidir. Ay ortasında savaşın kaçınılmazlığının ortaya çıkması ve Türkiye'nin savaşta tutumunun belirsizliğine eklenen ABD dış yardımının gerçekleşmeyeceğinin ortaya çıkması ile ikinci el DİBS faiz oranları yüzde 70'lerin ve USD döviz kuru da 1.750.000 TL'nin üzerine çıkmıştır.

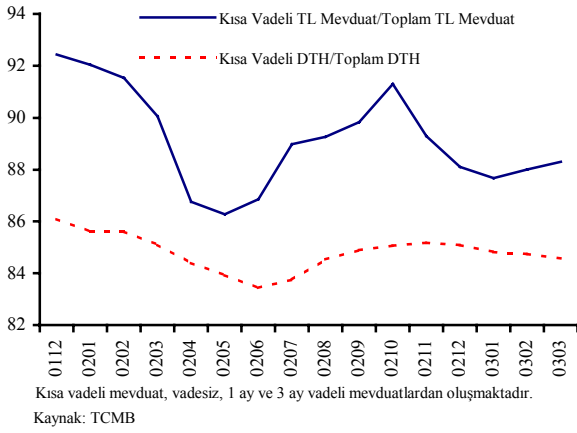
DTH çekilişi başlarda savaş nedeni ile artan belirsizlik yüzünden sistemden kaynak çıkışı olarak ortaya çıkmışken, hemen sonrasında dalgalı kurun otomatik istikrar sağlayıcı etkileri ön plana çıkmıştır. Artan TL faiz oranları ve yüksek kur düzeyi, yatırımcıların, döviz varlıklarını bozdurarak yüksek faiz ile TL enstrümanlara yönelmelerine yol açmıştır. Dolayısı ile, DTH çekilişlerine paralel olarak, bankacılık dışı kesimin tuttuğu DİBS stoku hızlı bir artış göstermiştir. Bu artış özel mevduat bankalarının alım-satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değer stoklarının 21 Mart'daki 34.5 katrilyon TL düzeyinden 4 Nisan'daki 32.4 katrilyon TL düzeyine çekilmesi ile karşılanmıştır. Savaşın bitmesi ile DTH çıkışının savaş korkusu nedeni ile çekilen kısmı, kısmen geriye dönmeye başlamıştır. Ancak, TL enstrümanlara geçiş nedeni ile Irak savaşı öncesi düzeylerine ulaşamamıştır.

Dalgalı kur rejiminin dışsal şok kaynaklı kriz ortamlarında 'otomatik istikrar sağlayıcı' rolünü nasıl başarı ile sağlayabileceği Irak savaşı esnasında görülmüştür. Döviz piyasalarına doğrudan müdahale olmaksızın, dalgalı kur rejimi, 2003 Irak savaşı süresince ve sonrasında piyasaların kendi dinamikleri ile piyasa koşulları altında yeni dengelerini bulmalarını sağlamış ve tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerinin kriz önleyici etkilerini oldukça açık bir şekilde ortaya çıkarmıştır.

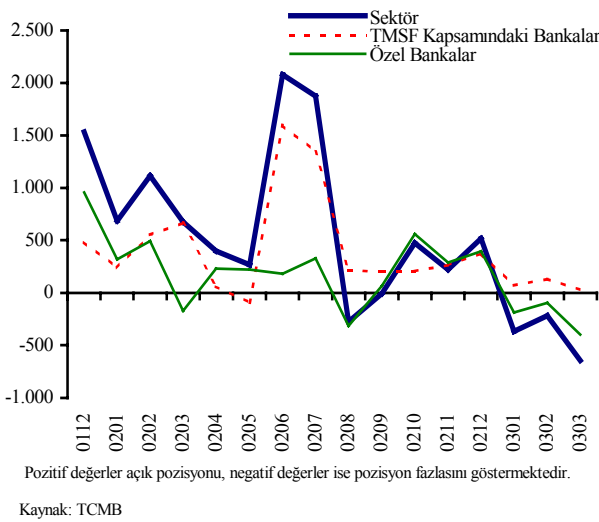
Sonuç olarak, dalgalı kur rejimi sayesinde, Irak savaşı gibi bir dışsal şok, 1991 yılındaki krizin tersine, doğrudan döviz satımı müdahalelerine gerek kalmadan atlatılmıştır. Merkez Bankası, döviz depo faizleri ile kısa süren döviz likidite sıkışıklığında finansal sisteme destek sağlamıştır, ki bu destek talebi Irak krizinin sona ermesi ile kendiliğinden sona ermiştir. Döviz kurundaki dalgalanmanın Irak krizi öncesi düzeylere dönmesi ile eşanlı olarak Hazine'nin borçlanma maliyeti de eski seviyesine gerilemiştir.

Türk lirası mevduatın vadesi 2003 yılının ilk çeyreğinde tekrar kısalmıştır (Grafik III.1.9). 2003 yılının ilk üç ayında, üç ay ve üç aya kadar vadeli mevduatları kapsayan kısa vadeli Türk lirası mevduatın toplam Türk lirası mevduat içerisindeki payı yüzde 88,1'den yüzde 88,3'e yükselmiştir. Bu dönemde DTH'nin vadesi ise uzamıştır. Kısa vadeli DTH'nin toplam DTH içerisindeki payı yüzde 85,1'den yüzde 84,6'ya düşmüştür.

Grafik III.1.9. Kısa Vadeli TL Mevduat ve DTH'nin Toplam İçerisindeki Payı (Yüzde)



Grafik III.1.10. Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Net Genel Pozisyon Açığı (Milyar ABD doları)

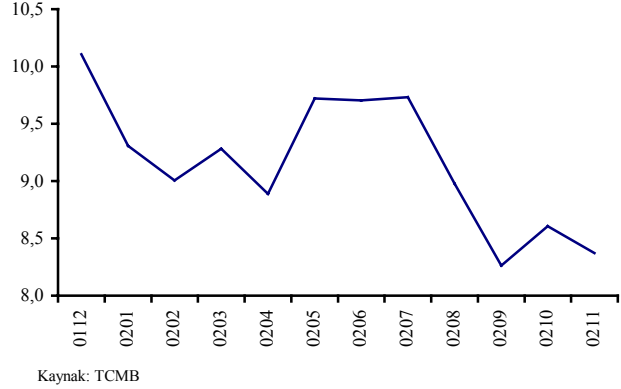


Bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu 2003 yılının başında tüm banka gruplarının açık

pozisyonlarında gerileme yaşanması nedeniyle Aralık 2002'de 517 milyon ABD doları açık verirken, Mart 2003'te 643 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bu dönemde TMSF bankalarının açık pozisyonları 375 milyon ABD dolarından 29 milyon ABD dolarına gerilemiştir. Özel bankalar Aralık 2002'de 395 milyon ABD doları pozisyon açığına, Mart 2002'de ise 398 milyon ABD doları pozisyon fazlasına sahip olmuştur. Kamu bankalarının pozisyon fazlaları ise Aralık 2002-Mart 2003 döneminde 196 milyondan 234 milyon dolara yükselmiştir.

Bankacılık sisteminin fonlama kaynaklarından biri olan yurtdışından sağlanan yabancı para krediler, 2002 yılının Eylül ayında 8,3 milyar ABD doları, Kasım ayında ise 8,4 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Grafik III.1.11).

Grafik III.1.11. Bankaların Yurt dışından Kullandıkları YP Krediler (Milyar ABD Doları)

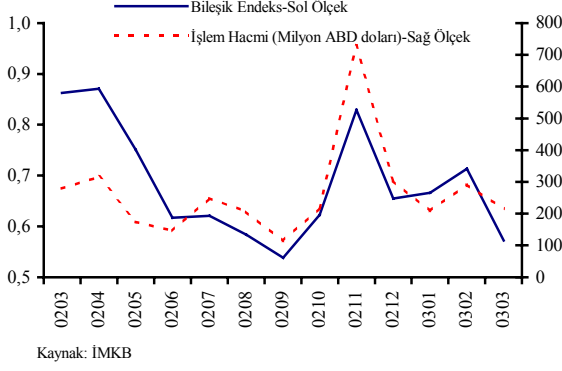


III.2. Menkul Kıymet Piyasası

İMKB bileşik endeksi ve işlem hacmi, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde Irak savaşının yarattığı belirsizlik ortamı nedeniyle daralmıştır.

İMKB bileşik endeksi, 2003 yılının ilk çeyreğinde reel olarak yüzde 16 oranında değer kaybetmiştir. İlgili dönemde, hizmetler endeksi, mali endeks ve sınai endeks reel olarak yüzde 15, yüzde 20 ve yüzde 9 oranında daralmıştır. İlgili dönemde işlem hacmi de reel olarak yüzde 32 oranında daralmıştır.

Grafik III.2.1. İMKB Bileşik Endeksi ve İşlem Hacmi (ABD Doları Cinsinden)



İMKB bileşik endeksi, ABD doları cinsinden de daralma eğilimini sürdürmüştür (Grafik III.2.1). Bileşik endeks, 2002 yılı Aralık ayında 0,7 ABD doları seviyesinde iken, 2003 yılı Mart ayı sonunda 0,6 ABD doları seviyesine gerilemiştir. İlgili dönemde hizmetler endeksinde değişme olmamış, mali endeks 0,8 ABD dolarından 0,7 ABD dolarına gerilemiş, sınai endekste ise bir değişim gözlemlenmemiştir. Günlük ortalama işlem hacmi ise 2002 yılı sonunda 304 milyon ABD doları iken, 2003 yılı Mart ayında 215 milyon ABD dolarına gerilemiştir.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki yabancı yatırımcılara ait hisse senedi saklama bakiyelerinin değeri, 2002 yılı sonunda 3.450 milyon ABD doları iken, 2003 yılı Mart ayında 3.033 milyon ABD dolarına gerilemiştir.

2003 yılının ilk üç aylık döneminde bazı gelişmekte olan ülke borsaları incelendiğinde, Brezilya Bovespa endeksinin ve Rusya Mos Times Endeksinin önemli ölçüde değişmedikleri gözlemlenmiştir. Meksika Mxse IPC Gral In endeksi yüzde 3 ve Güney Kore Kospi endeksi de yüzde 12 azalmıştır. (Tablo III.2.1). Gelişmekte olan borsa endekslerindeki üç aylık gelişmeler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo III.2.1. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Borsa Endekslerinde Aralık 2002-Mart 2003 Dönemindeki Gelişmeler (yüzde)

	Yerel para birimi cinsinden	ABD doları cinsinden
Malezya	-2,1	-2,1
Tayland	3,3	3,8
Arjantin	8,3	25,9
Brezilya	-0,5	3,9
Şili	0,3	-0,6
Meksika	-2,9	-5,4
İsrail	5,8	7,1
Türkiye	-9,3	-12,2
Macaristan	-2,9	-5,4
Polonya	-2,3	-7,9
Rusya	-0,3	1,5

Kaynak: The Economist

IV. KAMU MALİYESİ VE İÇ BORÇ STOKU

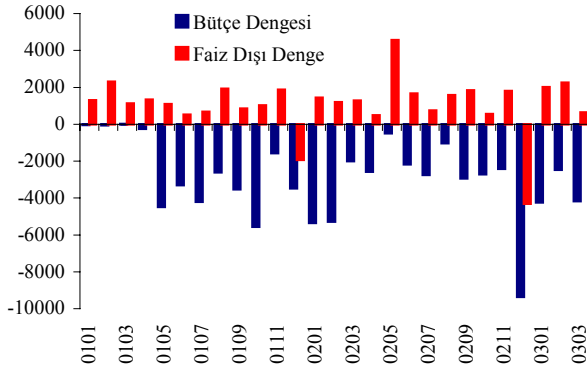
2003 yılı Ocak-Mart döneminde faiz ve özelleştirme dışı bütçe fazlası geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 25,5 oranında artmış ve 4,9 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Tablo IV.1.). Bu dönemde bütçe açığı ise 10,9 katrilyon Türk lirası olmuştur. 2003 yılı Mart ayında ise faiz dışı bütçe fazlası 638 trilyon Türk lirası olmuştur (Grafik IV.1).

Tablo.IV. 1. Konsolide Bütçe Dengeleri (Trilyon TL)

	2002	2003
	Ocak-Mart	Ocak-Mart
Gelirler	15028	20364
Harcamalar	27663	31253
Bütçe Dengesi	-12636	-10889
Faiz Dışı Bütçe Dengesi	3904	4898
Faiz ve Özelleştirme Dışı Bütçe Dengesi	3904	4898

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Grafik.IV. 1. Konsolide Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (Aylık, Trilyon TL)



Kaynak: Maliye Bakanlığı

IV.1. Gelirler

2003 yılı Ocak-Mart döneminde bütçe gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 35,5 oranında artarak 20,4 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşirken, vergi gelirleri yüzde 42,9 oranında artmış ve 16,7 katrilyon Türk lirası olmuştur (Tablo IV.1.1).

Tablo.IV. 1.1. Konsolide Bütçe Gelirleri (Trilyon TL)

	2002	2003	Artış Oranı
	Ocak-Mart	Ocak-Mart	(yüzde)
GELİRLER	15028	20364	35,5
Vergi Gelirleri	11696	16711	42,9
Gelir Vergisi	2685	3240	20,7
Kurumlar Vergisi	846	1338	58,3
Motorlu Taşıtlar Vergisi	302	504	66,8
Dahilde Alman KDV	2394	3245	35,5
Özel Tüketim Vergisi	-	4288	-
Akaryakıt Tüketim Vergisi	2144	-	-
BSMV	275	307	11,6
İthalde Alman KDV	1673	2547	52,2
Vergi Dışı Normal Gelirler	1534	1569	2,3
Özel Gelirler ve Fonlar	1498	1305	-12,9
Katma Bütçe Gelirleri	299	779	160,2

Kaynak : Maliye Bakanlığı.

1 Ağustos 2002 tarihinden itibaren uygulamaya konulan özel tüketim vergisinden 2002 yılında sağlanan gelir 6 katrilyon Türk lirası iken 2003 yılının ilk üç ayında bu rakam 4,3 katrilyon Türk lirası olmuştur. Bu tutarın büyük bir bölümünü petrol ve doğalgaz ürünlerine ilişkin özel tüketim vergisi oluşturmaktadır. Nitekim ilk üç ayda petrol ve doğalgaz ürünlerine ilişkin özel tüketim vergisi tahsilatı yaklaşık 3 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiş, kolalı gazoz, alkollü içki ve tütün mamüllerine ilişkin özel tüketim vergisi tahsilatı ise 1,1 katrilyon Türk lirası olmuştur.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde kurumlar vergisi, motorlu taşıtlar vergisi ve ithalde alınan KDV geçen yılın aynı dönemine göre vergi gelirlerindeki artışa kıyasla daha fazla oranda yükselme gösteren vergi kalemleri olmuştur. Ayrıca, özel tüketim vergisi de vergi gelirlerinin performansını olumlu etkileyen bir diğer önemli gelir unsuru olmuştur.

2002 yılı Ocak-Mart döneminde dolaylı vergilerin vergi gelirleri içindeki payı yüzde 67 iken, 2003 yılının aynı döneminde bu oran yüzde 69,5'e yükselmiştir.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde dolaylı vergilerin vergi gelirleri içindeki payı yüzde 69,5 olarak gerçekleşmiştir.

Gelir vergisi, 2003 yılı Ocak-Mart döneminde geçen yılın aynı dönemine göre vergi gelirlerindeki artışa kıyasla sınırlı bir yükseliş göstererek yüzde 20,7 oranında artmıştır. Bu

gelişme esas olarak gelir vergisi stopajındaki sınırlı artıştan kaynaklanmıştır. Kurumlar vergisi ise 2003 yılı Ocak-Mart döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 58,3 oranında artmıştır. Kurumlar vergisinde görülen artışta ise özellikle geçici vergi ödemeleri etkili olmuştur.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde vergi dışı normal gelirler geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2,3 oranında artış gösterirken, özel gelir ve fonlar kalemi yüzde 12,9 oranında gerilemiştir. Vergi dışı normal gelirler içinde yer alan vergi barışı TEFE tutarından Mart ayında 50 trilyon Türk lirası gelir elde edilmiştir.

IV.2. Harcamalar

2003 yılı Ocak-Mart döneminde harcamalar geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 13 oranında artış göstermiştir (Tablo IV.2.1). Harcamalarda görülen bu sınırlı artışta iç borç faiz ödemelerinde meydana gelen gerileme etkili olmuştur. Bu dönemde faiz dışı harcamalar ise, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 39 oranında artmıştır.

Tablo.IV. 2.1. Konsolide Bütçe Giderleri (Trilyon TL)

	2002	2003	Artış Oranı
	Ocak-Mart	Ocak-Mart	(yüzde)
HARCAMALAR	27663	31253	13,0
FAİZ DIŞI HARCAMALAR	11123	15466	39,0
Personel	5221	7122	36,4
İşçilik	567	642	13,1
Diğer Personel Giderleri	4653	6481	39,3
Diğer Cari	470	558	18,9
Yatırım	281	127	-54,7
Faiz Dışı Transfer Harcamaları	5152	7658	48,6
KİT'lere Transfer	483	159	-67,1
Vergi İadeleri	698	1432	105,3
Sosyal Güvenlik Kuruluşları	2861	4415	54,3
Emekli Sandığı	1365	1704	24,8
SSK	710	1432	101,7
Bağ-Kur	713	1216	70,5
İşsizlik Sigortası Fonu	73	64	-12,5
Tarımsal Destekleme	545	852	56,3
Diğer Transferler	565	799	41,4
FAİZ ÖDEMELERİ	16540	15787	-4,6
İç Borç Faiz Ödemeleri	15488	14017	-9,5
Dış Borç Faiz Ödemeleri	1052	1770	68,3

Kaynak : Maliye Bakanlığı

2003 yılı Ocak-Mart döneminde personel harcamaları yüzde 36,4 oranında, diğer cari harcamaları ise yüzde

18,9 oranında artış göstermiştir. 2002 yılı Ekim ayında yapılan memur maaş artışından kaynaklanan ilave farkın 2003 yılı Ocak ayında verilmesinin yanısıra Ocak ayında memur maaşlarına yüzde 5 oranında zam yapılmıştır.

Faiz dışı transferler içerisinde yer alan vergi iadeleri, sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferler ve tarımsal destekleme kalemlerinde yüksek oranlı artışlar gerçekleşmiştir.

Sosyal güvenlik kuruluşlarına bütçeden yapılan transferler 2003 yılının ilk üç ayında toplam 4,4 katrilyon Türk lirası olmuştur. Bu tutarın büyük bir bölümü Emekli Sandığı'na aittir.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde tarımsal destekleme ödemelerinde görülen artışta doğrudan gelir desteği ödemeleri etkili olmuştur. Bu çerçevede bütçeden 852 trilyon Türk lirası tutarında transfer yapılmıştır.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde vergi iadelerinde görülen artışta özellikle ihracatta KDV iadesi ödemeleri etkili olmuştur.

IV.3. Konsolide Bütçe Açığı ve Finansmanı

2003 yılı Ocak-Şubat döneminde konsolide bütçe nakit açığı 9 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Hazine, iç borçlanmada net kullanıcı konumunda olmuştur. İç borçlanmanın yapısı incelendiğinde Hazine'nin hem tahvilde hem de bonoda net kullanıcı konumunda olduğu görülmektedir. Hazine bu dönemde tahvilde 9,6 katrilyon Türk lirası, bonoda ise 1,1 katrilyon Türk lirası tutarında net kullanım gerçekleştirmiştir (Tablo IV.3.1.). Hazine'nin tahvilde yüksek miktarda net iç borç kullanımının arka planında, Hazine'nin 2003 yılı Ocak ayından itibaren uzun dönemli DİBS ihraç etmesi ve bu DİBS'lere yüksek miktarda talep gelmesi yer almaktadır.

Net dış borçlanma ise 2003 yılı Ocak-Şubat döneminde 422 trilyon Türk lirası tutarında gerçekleşmiştir.

2003 yılı Ocak-Şubat döneminde net iç borçlanma 10,7 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir.

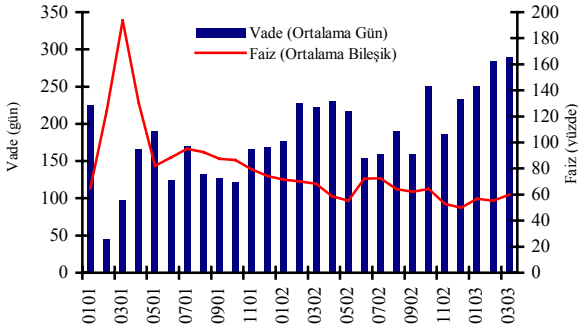
Tablo.IV. 3.1. Konsolide Bütçe Dengesi ve Finansmanı (Trilyon TL)

	2002	2003
	Ocak-Şubat	Ocak-Şubat
Faiz Dışı Bütçe Dengesi	2624	4261
Bütçe Dengesi	-10634	-6714
Nakit Dengesi	-8707	-8966
Finansman	8707	8966
Net İç Borçlanma	-5048	10655
Devlet Tahvili	-6625	9598
Hazine Bonosu	1577	1057
Garantili Borç Geri Dönüşleri	0	0
Net Dış Borçlanma	12123	422
Diğer	1632	-2111

Kaynak : Hazine.

Net satışla ağırlıklandırılmış ortalama bileşik ihale faizi 2002 yılı sonunda yüzde 49,8 iken 2003 yılının başlarında tekrar artma eğilimine girmiş ve Mart ayında yüzde 59,9 oranında gerçekleşmiştir. (Grafik IV.3.1).

Grafik.IV.3.1. Hazine İhaleleri Faiz ve Vade Yapısı



Kaynak: Hazine

IV.4. İç Borç Stoku

2002 yılı sonunda 149,9 katrilyon Türk lirası olan iç borç stoku, 2003 Mart ayı itibariyle yüzde 8,5 oranında artarak 162,6 katrilyon Türk lirası düzeyine ulaşmıştır (Tablo IV.4.1). 2003 yılı Ocak ayında Hazine, Irak operasyonunun zamanlamasına ilişkin ortaya çıkan kaygılardan dolayı piyasalardan itfasının oldukça üzerinde borçlanarak gelecek dönemler için rezerv birikimine gitmiştir. Bu nedenle 2003 yılının Ocak ayında piyasaya olan iç borç stoku yüzde 5,2, toplam iç borç stoku ise yüzde 3,7 oranında artmıştır. Şubat ayında piyasaya olan iç borç stokundaki artış yüzde 4,2 olurken

toplam iç borç stokundaki artış yüzde 2,6 ile Ocak ayına göre sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Mart ayında iç borç stoku Şubat ayına göre yüzde 2 oranında artmıştır. 2003 yılının ilk iki ayında oluşan faiz dışı bütçe fazlası, iç borç stokunun artış hızının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur (Kutu IV.1).

Tablo.IV. 4.1. İç Borç Stoku ve Yapısı (Miktarlar Katrilyon TL ve Oranlar Yüzde Olarak verilmiştir)

	2001		2002		2003*	
	Miktar	Toplam İçinde Payı	Miktar	Toplam İçinde Payı	Miktar	Toplam İçinde Payı
NAKİT	58,3	47,8	89,3	59,6	101,5	62,4
Sabit Getirili	17,7	14,5	37,6	25,1	44,7	27,5
Değişken Faizli	11,4	9,4	17,4	11,6	19,8	12,2
Döviz Cinsinden	7,1	5,8	16,5	11,0	19,0	11,7
Döviz Endeksli	22,1	18,0	17,8	11,9	17,9	11,0
IMF Kredisi	13,8	11,3	9,7	6,5	9,8	6,0
Takas/Tap	7,7	6,3	7,6	5,1	7,6	4,7
Halka Arz	0,5	0,4	0,5	0,3	0,5	0,3
NAKİT DIŞI	63,8	52,2	60,6	40,4	61,1	37,6
Sabit Getirili	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Değişken Faizli	49,5	40,5	46,7	31,2	48,2	29,6
Faize Endeksli	30,7	25,1	28,3	12,3	29,7	18,3
TÜFE'ye Endk.**	18,8	15,4	18,4	7,9	18,4	11,3
Döviz Cinsinden	12,4	10,1	11,9	7,9	11,0	6,7
Döviz Endeksli	1,9	1,6	2,0	1,3	2,0	1,2
TOPLAM STOK	122,2	100,0	149,9	100,0	162,6	100,0
Sabit Getirili	17,7	14,5	37,6	25,1	44,7	27,5
Değişken Faizli	61,0	49,9	64,1	42,8	67,9	41,8
Faize Endeksli	42,1	34,5	45,7	30,5	49,5	30,5
TÜFE'ye Endk.**	18,8	15,4	18,4	12,3	18,4	11,3
Döviz Cinsinden	19,5	16,0	28,4	19,0	30,0	18,5
Döviz Endeksli	24,0	19,6	19,8	13,2	19,9	12,2

* 2003 Mart itibariyle

** TCMB portföyünde yer alan nakit dışı kağıtların TÜFE'ye endeksli kısmını göstermektedir.

Kaynak: Hazine

Toplam iç borç stoku içerisinde, kamu sektörünün payı 2002 yılında, 2001 yılına göre 13,2 puan azalarak yüzde 52,8'e gerilemiştir. 2003 yılının Mart ayında, 2002 yılı sonuna göre 1,6 puan azalarak yüzde 51,2 seviyesine gerilemiştir (Tablo IV.4.2). 2002 yılında orta ölçekli bir bankanın TMSF kapsamına alınmasının dışında yeni bir yükümlülüğün ortaya çıkmaması, kamu kesimine ait olan iç borç stokunun sınırlı artmasına neden olmuştur. Diğer taraftan piyasaya olan iç borç stokunun toplam iç borç stoku içerisindeki payı 2002 yılı sonuna göre 1,6 puan artarak yüzde 48,8 seviyesine ulaşmıştır.

2003 yılı Ocak-Mart döneminde borçlanma araçlarına göre iç borç stokunun yapısı değişmiştir. Sabit getirili araçların payı artarken, döviz cinsi, döviz ve TÜFE'ye endeksli araçların payı azalmıştır.

Tablo IV.4.2. İç Borç Stokunun Alıcılara Göre Dağılımı (Katrilyon TL)

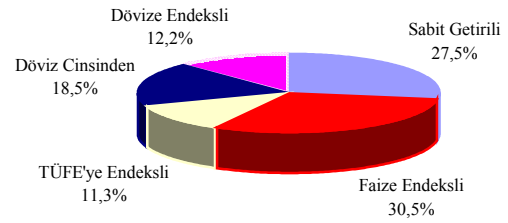
	2000		2001		2002		2003	
	Aralık (yüzde)	Pay	Aralık (yüzde)	Pay	Aralık (yüzde)	Pay	Mart (yüzde)	Pay
1. KAMU SEKTÖRÜ	12,2	33,5	80,6	66,0	79,1	52,8	83,3	51,2
a. TCMB	1,5	4,1	32,5	26,6	28,1	18,8	28,2	17,4
IMF Kredisi	-	0,0	13,8	11,3	9,7	6,5	9,8	6,1
Diğer	1,5	4,1	18,7	15,3	18,4	12,3	18,4	11,3
b. Kamu Bankaları (*)	2,9	8,0	22,7	18,6	24,3	16,2	25,7	15,8
c. TMSF Bankaları	3,9	10,7	15,1	12,4	11,0	7,4	10,1	6,2
d. Diğer Kamu	4,0	11,0	10,2	8,3	15,7	10,5	19,2	11,8
2. PİYASA	24,2	66,5	41,6	34,0	70,8	47,2	79,3	48,8
TOPLAM (1+2)	36,4	100,0	122,2	100,0	149,9	100,0	162,6	100,0

(*) 2000 yılı sonu itibarıyla kağıda bağlanmamış görev zararları tutarı 15,1 katrilyon TL'dir
Kaynak: Hazine

2003 yılı Mart ayında devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarına endeksli kısmının toplam iç borç stoku içindeki payı 2002 yılı sonuna göre değişmemiş, TÜFE'ye endeksli kısmının payı 0,9 puan azalarak yüzde 11,3, döviz cinsi ve döviz kuruna endeksli kısmının payı ise 1,5 puan azalarak yüzde 30,5 olmuştur. Toplam iç borç stoku içinde sabit getirili DİBS'lerin payı ise 2002 yılı sonuna göre 2,4 puan artarak yüzde 27,5 olmuştur (Grafik IV.4.1.). 2003 yılının ilk aylarından itibaren Irak savaşının başlayacağına ilişkin kaygılar artmıştır. Buna ilave olarak, 2003 yılı için toplam konsolide kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSMH'ya oranı olan yüzde 6,5 hedefine ulaşılması için bazı ek tedbirler alınması gereği ortaya çıkmıştır. Ancak bu tedbirlerin alınma sürecinin uzaması, belirsizliklere neden olmuştur. Bu durum, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile olan görüşmelerin tamamlanma sürecini uzatmış ve mali piyasalarda dalgalanmalara yol açmıştır. Mali piyasalarda yaşanan bu olumsuz gelişmeler faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Ancak, faiz oranlarında gözlenen bu yükselişe karşın Hazine'nin düzenlediği uzun vadeli ihalelere daha fazla talep gelmiştir. Uzun vadeli borçlanma araçlarına gelen bu yüksek talebin arka planında DİBS yatırımcılarının ellerindeki kaynakları bu yüksek ihale faiz düzeyinden başka bir yatırım aracına yönlendirememelerinin yanısıra DİBS yatırımcılarının ilerleyen dönemlerde faiz oranlarında düşüş beklentileri yer almaktadır.

2003 yılının ilk aylarında bütçe hazırlıklarının gecikmesi, IMF ile görüşmelerin tamamlanamaması ve Irak'a yönelik operasyon beklentisi faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur.

Grafik.IV.4.1. Mart 2003 İtibarıyla İç Borç Stokunun Dağılımı (Yüzde)

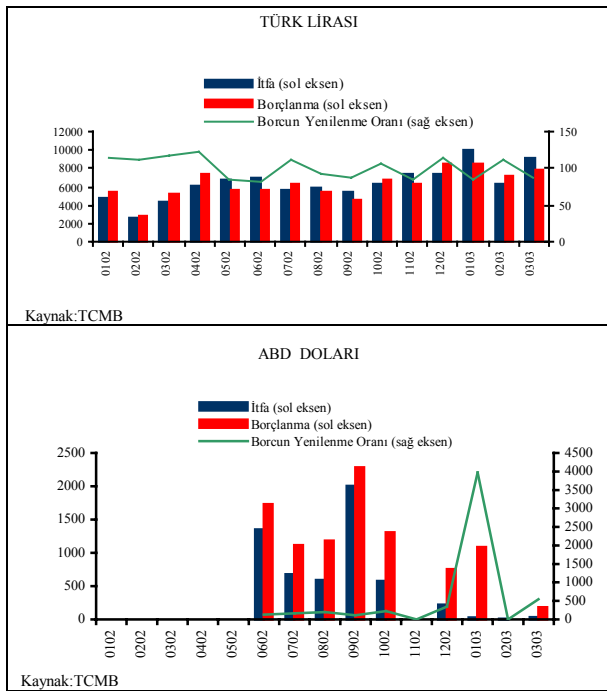


Kaynak: Hazine

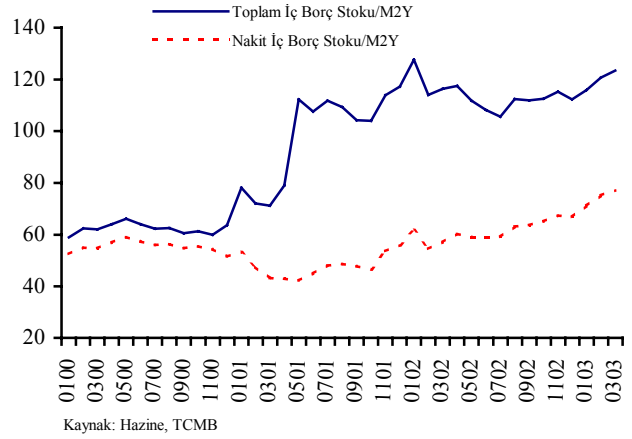
2002 yılında piyasaya yapılan toplam 69,8 katrilyon Türk liralık itfaya karşılık piyasalardan yaklaşık 70,3 katrilyon Türk liralık borçlanma gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede, 2002'de borcun yenilenme oranı (roll-over ratio) yüzde 100,8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik IV.4.2). 2002 yılında döviz cinsi borçlanmanın yenilenme oranı yüzde 149,9 olmuştur. Bu durum döviz cinsi iç borç stokunun artmasına neden olmuştur. 2003 yılının Ocak ayında TL cinsi piyasalardan borçlanmanın yenilenme oranı yüzde 83,4 iken döviz cinsi borçlanmanın yenilenme oranı ise oldukça yüksek gerçekleşmiştir. Hazine'nin 2003 Ocak ayında döviz cinsi ödemelerinin az olmasına karşın yüksek miktarda borçlanma yapması bu dönemde döviz cinsi borçlanmanın yenilenme oranının yüksek olmasına neden olmuştur. Hazine'nin Ocak ayında yüksek döviz cinsi borçlanma yapmasının arka planında gelecek dönem iç borç itfası için, likidite birikimi yapma düşüncesi yer almaktadır. 2003 yılının Ocak ayında piyasalardan toplam borçlanmanın yenilenme oranı ise yüzde 100,8 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılı Şubat ayında ise piyasalardan TL cinsi borçlanmanın yenilenme oranı yüzde 112,9 olarak gerçekleşirken çok az döviz ödemesi yapılmasına karşılık döviz cinsi borçlanma yapılmamıştır. Bu çerçevede, Şubat ayında piyasalardan toplam borçlanmanın yenilenme oranı yüzde 112,6 olarak gerçekleşmiştir.

2003 yılı Mart ayında piyasalardan TL cinsi borçlanmanın yenilenme oranı yüzde 86,4 olarak gerçekleşmişken döviz cinsi borçlanmanın yenilenme oranı ise yüzde 543,7 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılı Mart ayında piyasalardan toplam borçlanmanın yenilenme oranı ise yüzde 89,6 olmuştur.

Grafik IV.4.2.Piyasaya Olan İç Borcun Yenilenme Oranı (Roll-over Ratio)



Grafik.IV.4 3. İç Borç Stokunun M2Y'ye Oranı



İç borç stokunun finansal piyasalar üzerinde yarattığı baskıyı göstermesi açısından toplam iç borç stokunun M2Y'ye oranına bakıldığında, bu oranın 2003 yılı Mart ayı itibarıyla 2002 yıl sonuna göre yaklaşık 11,2 puan arttığı gözlenmektedir. Bu baskının bir diğer göstergesi olan nakit iç borç stokunun M2Y'ye oranı ise, piyasaya olan toplam borçlanmanın itfadan daha yüksek olması nedeniyle yaklaşık 10,2 puan artmıştır (Grafik IV.4.3). Bu çerçevede, toplam iç borç stokunun M2Y'e oranının artmasında nakit borç stokunun artışı etkili olmuştur.

KUTU IV.1. BORÇ STOKUNUN MAKRO DEĞİŞKENLERE HASSASİYETİ

Türkiye’de yüksek net kamu borcunun orta ve uzun dönemde nasıl bir seyir izleyeceği bütün ekonomik birimlerce yakından takip edilmektedir. Borç stokunun milli gelire oranının azalarak orta dönemde makul seviyelere yakınsama öngörüsü borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları azaltmaktadır. Bu çerçevede, borç stokunun orta ve uzun dönemde hangi makro değişkenlere karşı hassasiyet gösterdiğinin anlaşılması önem kazanmaktadır.

İktisat yazınında, borç dinamiklerine ilişkin analizlerin ana çerçevesi matematiksel olarak aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.⁽¹⁾

$$b_i = \{((1 + r^e) / (1 + g)) * b_{i-1}\} - PS_i \quad (1)$$

b_i cari dönem net kamu borcunun GSMH’ya oranını, b_{i-1} bir dönem önceki net kamu borç stokunun GSMH’ya oranını, r^e cari dönemdeki reel efektif faiz oranını göstermektedir. Reel efektif faiz oranı hesaplanırken, Türkiye’ye özgü bir yöntem seçilmiş ve iki faktör dikkate alınmıştır. Birincisi, iç ve dış borçlanmanın vade yapısının göz önüne alınması; diğeri ise Türk Lirası ve Döviz cinsinden hesaplanan reel faizlerin, söz konusu para birimlerinden borcun toplam net borç stoku içindeki payları ile ağırlıklandırılmasıdır. g , cari dönemi için reel büyüme oranını ve PS_i , konsolide kamu kesimi faiz dışı bütçe fazlasının GSMH’ya oranını göstermektedir.

Bu denklemden de görüldüğü gibi, net borcun milli gelire oranının nasıl bir patika izleyeceği, temelde reel efektif faiz oranı, reel büyüme oranı ve toplam konsolide kamu kesimi faiz dışı bütçe fazlası olmak üzere üç ana değişken tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla, bu değişkenlerin borç stoku üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi, borcun istikrarlı bir yapıya kavuşması için ileriye yönelik oluşturulacak politikalar açısından önem taşımaktadır.

Borç stokunun söz konusu değişkenlere karşı göreceli hassasiyetinin saptanması amacıyla, yukarıda bahsi geçen makro değişkenler için orta dönem program hedeflerine paralel ve tutarlı projeksiyonlar hazırlanarak bir baz senaryo ile çeşitli alternatif senaryolar oluşturulmuştur. Bu senaryolar sırasıyla şöyle özetlenebilir.

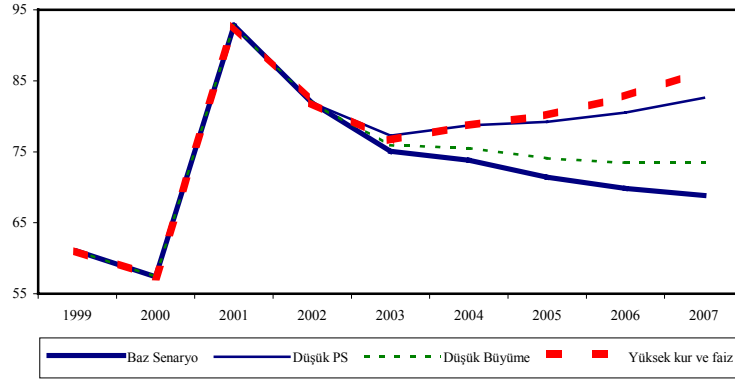
Düşük PS: Konsolide kamu kesimi faiz dışı bütçe fazlası hedefinin 2003 yılından itibaren baz senaryodan 2,5 puan daha düşük oranda gerçekleşmesi,

Düşük büyüme: Reel büyüme oranının 2003 yılından itibaren baz senaryonun 1 puan altında gerçekleşmesi,

Yüksek kur ve faiz oranı: 2003 yılından itibaren baz senaryoya göre nominal faiz oranının 5 puan, döviz kurunun ise yüzde 5 oranında artması.

Bu senaryolar çerçevesinde (1) nolu denklem kullanılarak hesaplanan net kamu borcu/GSMH oranının orta dönemdeki seyri aşağıdaki grafikte sunulmuştur.⁽²⁾

Grafik 1: Net Kamu Borcu/GSMH Oranının Orta Dönemdeki Olası Seyri



Grafikten görüleceği üzere, baz senaryonun gerçekleşmesi durumunda borç stokunun GSMH içindeki payının aşamalı olarak azalacağı beklenmektedir. Düşük konsolide kamu kesimi faiz dışı bütçe fazlası ile yüksek faiz ve kur senaryolarında ise net kamu borç stokunun GSMH içindeki payının zaman içinde arttığı göze çarpmaktadır.

Sonuç olarak, bu analiz çerçevesinde net kamu borç stokunun makul bir seyir izlemesi için mali disiplinin sürdürülmesi ve döviz kuru ve faiz oranında istikrarın sağlanması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, mali disiplinden sapmanın döviz kuru ile faiz oranı üzerinde beklentiler kanalıyla yaratacağı olumsuz etki dikkate alındığında, mali disiplinin sürdürülmesinin önemi daha da artmaktadır.

⁽¹⁾ Bu mekanizmanın arka planında hükümetin yaptığı toplam harcamaların, topladığı toplam vergi geliri ile karşılanamayan kısmının borçlanma yolu ile sağlandığı düşüncesi yer almaktadır. Diğer bir ifadeyle, faiz ödemelerinin, faiz dışı bütçe fazlasıyla karşılanamayan kısmının borçlanma yoluyla karşılanacağı ve borç birikimine neden olacağı varsayılmaktadır.

⁽²⁾ Burada gözden kaçırılmaması gereken nokta, (1) nolu denklemin kısmi denge analizine dayandığı ve söz konusu denklemde yer alan değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi dikkate almamıştır.

V. TALEP VE ÜRETİM GELİŞMELERİ

Türkiye Ekonomisi, mali piyasalarda yaşanan krizlerden olumsuz etkilenerek 2001 yılında ciddi daralmanın ardından, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının son üç aylık döneminde, GSYİH ve GSMH, bir önceki yılın aynı dönemine göre, sırasıyla, yüzde 11,4 ve yüzde 11,5 oranlarında artış göstermiştir. Bu doğrultuda, GSYİH ve GSMH, 2002 yılında bir önceki yıla göre yüzde 7,8 oranlarında artmıştır. Ekonomide gerçekleşen hızlı büyümede bir önceki yıl yaşanan ciddi daralmanın yarattığı baz etkisi de önemli bir rol oynamıştır.

Tablo V.1.1. Başlıca Harcama Grupları (Yıllık % Değişim)

	2001		2002			Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV	
Toplam Tüketim Harc.	-9,1	-1,5	3,1	3,4	4,3	2,4
Özel Tüketim Harcamaları	-9,2	-1,8	3,2	2,5	4,2	2,0
Kamu Tüketim Harcamaları	-8,5	2,2	2,6	12,0	4,5	5,4
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	-31,5	-28,8	-2,3	5,9	22,2	-0,8
Kamu Sabit Sermaye Yatırımları	-22,0	-18,1	3,0	29,8	22,7	14,5
Özel Sabit Sermaye Yatırımları	-34,9	-30,9	-4,2	-3,7	21,8	-7,2
Makine-Teçhizat	-49,6	-40,8	6,8	15,2	71,0	1,4
İnşaat	-8,0	-15,1	-16,7	-16,3	-14,7	-15,8
Toplam Yatırım Harcamaları	-42,0	0,8	59,5	27,9	57,7	35,7
Toplam Yurtiçi Talep	-18,5	-1,0	14,9	8,2	14,7	9,2
Toplam Nihai Yurtiçi Talep	-15,1	-7,5	1,9	3,9	8,1	1,7
Mal ve Hizmet İhracatı	7,4	10,4	5,0	15,8	12,3	11,0
Mal ve Hizmet İthalatı	-24,8	2,1	20,3	19,3	22,1	15,7
GSYİH	-7,5	2,1	8,9	7,9	11,4	7,8

Kaynak: DİE

Uygulanan ekonomik program, mali piyasalarda istikrarın yeniden sağlanmasını mümkün kılmıştır. İç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin azalması, ekonomiye duyulan güvenin artmasına yol açmıştır. Ekonomiye duyulan güvenin artmasına bağlı olarak 2002 yılında faiz oranları bir önceki döneme göre azalmış, Türk lirası güçlenmiş ve özel firmalar yurt dışı mali kaynaklardan daha uzun vadeli ve daha uygun koşullarda yararlanmaya başlamıştır. Yaşanan olumlu

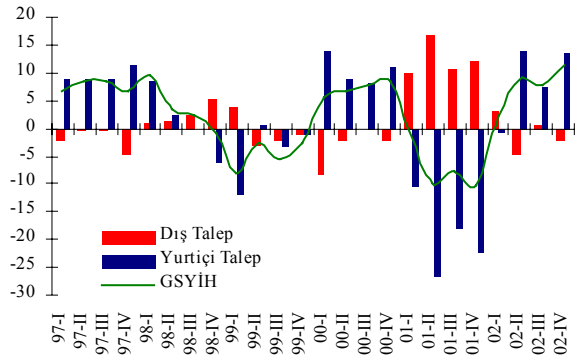
gelişmeler, ekonomik birimlerin iyimser beklentilerinin hızla artmasını sağlamış ve Türkiye Ekonomisi'nin 2002 yılında öngörülenden daha hızlı bir biçimde büyüme sürecine girmesini mümkün kılmıştır.

Ayrıca, Kasım ayında yapılan erken seçimler sonucunda tek parti hükümetinin oluşması, siyasal belirsizliklerin azalmasını ve dolayısıyla ekonomiye duyulan güvenin pekişmesini sağlamıştır. Bu doğrultuda, yılın son üç aylık döneminde faiz oranlarındaki gerileme hızlanmış ve Türk lirası yabancı para birimleri karşısında değer kazanmıştır. Mali piyasalarda yaşanan bu olumlu gelişmeler, iç talep canlanmasına katkıda bulunmuş ve toplam nihai yurtiçi talep yılın son üç aylık döneminde yüzde 8,1 oranında büyümüştür. Buna bağlı olarak, ekonominin büyümesi yılın son üç aylık döneminde hızlanarak devam etmiştir.

V.1. Talep Gelişmeleri

Türkiye Ekonomisi, 2002 yılında yüksek bir oranda büyümesine karşın kriz sonrasında işgücü piyasasında ortaya çıkan olumsuz gelişmeler artarak devam etmiştir. İşsizlik oranı, 2000 yılında yüzde 6,6 seviyesine kadar gerilemiş, fakat 2002 yılında yüzde 10,6 seviyesine yükselmiştir. Ayrıca, başta özel imalat sanayii sektöründe olmak üzere reel ücretler 2001 yılının ardından 2002 yılında da gerilemeye devam etmiştir. Bu durum, iç talebin 2002 yılında düşük bir seviyede kalmasına yol açmıştır.

Grafik V.1.1. Talep Bileşenlerinin Büyüme Katkıları (yüzde puan)



Kaynak: DİE, TCMB

Toplam nihai yurtiçi talep 2002 yılında bir önceki yıla göre yalnızca yüzde 1,7 oranında artış göstermiştir. İç talebin düşük bir seviyede kalması, tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskının olmamasını sağlamıştır. Öte yandan, ihracatta sağlanan hızlı artışlar iç talebin düşük bir seviyede kalmasına karşın, sanayi üretiminin yüksek bir oranda artmasını mümkün kılmıştır.

Ekonominin büyümesi talep bileşenleri açısından incelendiğinde, 2002 yılında stok değişiminin büyümeye en yüksek katkı sağlayan talep bileşeni olduğu görülmektedir. Özel harcamaların katkısı sınırlı kalırken kamu harcamaları yılın ikinci yarısında ekonominin büyümesine katkı sağlamıştır. Bu gelişimde, erken seçim kararı sonrasında kamu harcamalarının yılın üçüncü üç aylık döneminden itibaren yüksek bir oranda artması etkili olmuştur. Öte yandan, 2002 yılında ithalattaki hızlı artış ve diğer görünmeyen gelirlerdeki gerilemenin etkisiyle net ihracat bileşeninin büyümeye katkısı negatif olmuştur (Tablo V.1.2).

Tablo V.1.2. Talep Unsurlarının GSYİH Büyümesine Katkaları (Yüzde Puan)

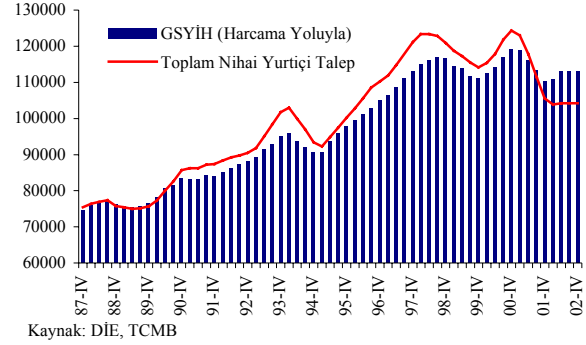
	2001		2002				Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV		
Özel Harcama	-13,4	-7,2	1,4	1,2	4,9	0,3	
Kamu Harcaması	-2,3	-0,5	0,4	2,3	2,7	1,3	
Net İhracat	12,3	3,1	-5,0	0,5	-2,2	-0,9	
Stok Değişimi	-4,0	6,7	12,2	3,9	6,0	7,0	
GSYİH	-7,5	2,1	8,9	7,9	11,4	7,8	

Kaynak: DİE, TCMB

Stok değişimi bileşeninin GSYİH büyümesine katkısı 2002 yılının son üç aylık döneminde yüzde 6,0 puan ve yıl genelinde ise yüzde 7,0 puan olmuştur. Öte yandan, stok değişiminin büyümeye katkısı 2001 yılında negatif yüzde 4 puan olmuştur. Özel firmaların 2001 yılında yaşanan daralma sonucunda tükenen mamul mal ve hammadde stoklarını 2002 yılında yeniledikleri düşünülmektedir. Özel firmaların stok birikimlerinin artmasında talep düzeyine dair iyimser beklentilerinin artmasının, faiz oranlarının geçen yıla göre gerilemesinin ve özellikle yılın ikinci ve son üç aylık

dönemlerinde Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında değer kazanması sonucu ithalattaki artışın etkili olduğu düşünülmektedir.

Grafik V.1.2. Yıllıklandırılmış Veriler ile GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep (1987 Fiyatlarıyla, Milyar TL)



Yıllıklandırılmış veriler, 2002 yılında iç talepte sınırlı bir canlanmanın ortaya çıktığını, ve iç talebin önceki yıllara göre düşük bir seviyede olduğunu göstermektedir. İşgücü piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerin iç talep canlanmasını sınırlandıran bir etken olduğu düşünülmektedir (Grafik V.1.2).

Tablo V.1.3. Özel Tüketim Harcamaları (Yıllık % Değişim)

	2001		2002				Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV		
ÖZEL TÜKETİM	-9,2	-1,8	3,2	2,5	4,2	2,0	
Gıda	-3,6	-1,0	-0,5	2,8	1,5	0,9	
Day. Tüketim Malları	-30,4	-7,0	8,7	1,8	6,2	2,1	
Yarı Day. ve Dayanaksız	-9,0	-1,9	4,4	1,7	10,8	3,1	
Enerji-Ulaş.-Haber.	0,9	-2,6	1,8	-1,9	-0,1	-0,7	
Hizmetler	-9,3	2,4	11,1	9,1	10,9	8,7	
Konut Sahipliği	2,1	2,0	1,9	1,7	1,4	1,8	

Kaynak: DİE

Öte yandan, özel tüketim harcamalarındaki toparlanma süreci 2002 yılının son üç aylık döneminde de sürmüştür. Özel tüketim harcamaları yılın son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 4,2 oranında ve 2002 yılı genelinde ise yüzde 2,0 oranında yükselmiştir. Ancak, özel tüketim harcamaları 2001 yılında bir önceki yıla göre yüzde 9,1 gibi yüksek bir oranda gerilemişti. Buna karşın, özel tüketim

harcamalarının 2002 yılında sınırlı bir oranda artması, iç talebin düşük bir seviyede kaldığını göstermektedir (Tablo V.1.3).

Tablo V.1.4. Kamu Harcamaları (Yıllık % Değişim)

	2001		2002				Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV		
Toplam Kamu Harcamaları	-14,7	-4,8	2,8	19,8	12,6	9,2	
Kamu Tüketimi	-8,5	2,2	2,6	12,0	4,5	5,4	
Maaş-Ücret	1,6	1,9	0,2	0,2	0,6	0,7	
Diğer Cari	-18,0	3,0	5,7	27,9	7,1	10,8	
Kamu Sabit Ser. Yatırımları	-22,0	-18,1	3,0	29,8	22,7	14,5	
Makine-Teçhizat	-39,0	-19,3	10,8	71,2	52,8	29,3	
Bina İnşaat	-20,0	-17,8	27,1	34,1	25,2	23,9	
Bina Dışı İnşaat	-10,3	-16,8	-13,0	12,7	6,5	1,1	

Kaynak: DİE

Özel yatırım harcamaları ise yılın son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre makine-teçhizat yatırımlarında meydana gelen yüksek oranlı artıştan kaynaklanarak yüzde 21,8 oranında yükselmiştir. Bu dönemde, özel makine-teçhizat yatırım harcamaları yüzde 71 oranında artmıştır. Ancak, özel yatırım harcamaları inşaat yatırımlarındaki hızlı gerilemenin sürmesi nedeniyle 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 7,2 oranında azalmıştır.

Kamu tüketim harcamaları ise yılın son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 4,5 oranında artmıştır. Kamu tüketim harcamalarının alt kalemleri arasında yer alan maaş, ücret kalemi yılın son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 0,6 gibi düşük bir oranda artarken diğer cari kalemi aynı dönemde yüzde 7,1 oranında artış göstermiştir. Kamu tüketim harcamaları, 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 5,4 oranında artarak iç talep canlanmasını desteklemiştir (Tablo V.1.4).

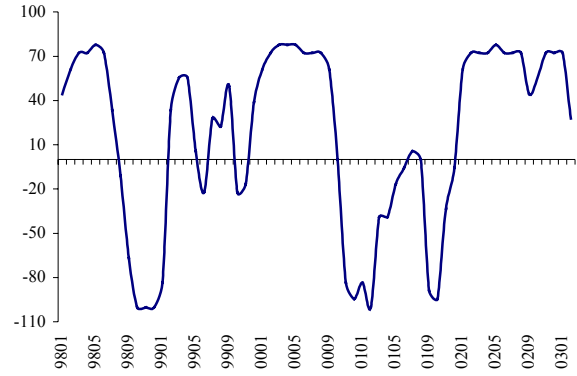
Mal ve hizmet ihracatı, 2002 yılının son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 12,3 oranında artmıştır. Özel firmaların iç talebin yetersizliği nedeni ile üretimlerini dış pazarlara yönelmeleri mal ihracatının artmasına neden olmuştur. Mal ve hizmet

ihracatı, 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 11 oranında artarak ekonominin büyümesine katkıda bulunmuştur.

İç talepte ortaya çıkan canlanma ve sanayi üretiminin yüksek bir oranda artması ithalatın yılın son üç aylık döneminde hızla artmasına neden olmuştur. Mal ve hizmet ithalatı, yılın son üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 22,1 oranında artarken, 2002 yılı genelinde ise yüzde 15,7 oranında artış göstermiştir.

İktisadi Yönelim Anketi göstergelerinin gelecek üç aylık döneme ilişkin beklentilerinin toplulaştırılması ile hazırlanan Beklenti Endeksi, iyimser beklentiler yönündeki gelişimini 2002 yılının son çeyreğinde artarak sürdürmüştür. Ancak Beklenti Endeksi, 2003 yılının ilk üç aylık döneminde mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve Irak Savaşı'nın yarattığı endişe ortamı nedeni ile önemli ölçüde azalmıştır (Grafik V.1.3).

Grafik V.1.3. Talep ve Üretime İlişkin Beklenti Endeksi (Özel Sanayi Sektörü, Gelecek Üç Aylık Dönem)



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

V.1.1. Üretim Gelişmeleri

Üretim sektörlerinde gözlenen yüksek performans ekonominin 2002 yılında hızlı bir biçimde büyümesini sağlamıştır. Bu dönemde tarım sektörü katma değeri, özellikle bazı ürünlerdeki devresel üretim artışı ve baz etkisi nedeni ile önemli oranda yükselmiştir. Sanayi sektörü katma değeri 2002 yılının ikinci üç aylık döneminden itibaren hızlı bir şekilde artmıştır. Sanayi sektörü katma değerindeki büyüme, sınırlı iç talep artışı ile birlikte özel firmaların üretimlerini dış pazarlara

yöneltmesi sonucunda ihracatın artmasından kaynaklanmıştır. Sanayi üretiminin ve dolayısıyla ithalatın hızla artması, ithalat vergisi kaleminin yükselmesine yol açmıştır. Ayrıca, tarım ve sanayi katma değerlerinde görülen hızlı artışlar başta ticaret, ulaştırma ve serbest meslek ve hizmetler olmak üzere hizmetler sektörünü olumlu etkilemiştir.

Tarım sektörü katma değeri 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 7,1 oranında artmıştır (Tablo V.I.5). Bu artışta meyve ve diğer tarla ürünleri üretimindeki yüksek oranlı büyüme önemli rol oynamıştır. Zeytin ve fındık gibi bazı ürünlerdeki devresel üretim artışının yanı sıra 2001 yılındaki daralmanın yarattığı baz etkisi sonucunda 2002 yılının son çeyreğinde tarım sektörü katma değeri yüzde 15,3 gibi yüksek bir oranda artış göstermiştir. 2003 yılının ilk çeyreğinde tarım sektörü katma değerindeki yükselişin yavaşlayarak devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, tek yıllarda tarımsal üretimde meydana gelen devresel azalma nedeni ile tarım sektörü katma değerinin 2003 yılında geçen yıla göre azalacağı tahmin edilmektedir.

Tablo V.I.5. GSMH ve Sektörel Katma Değerler (Yıllık % Değişim)

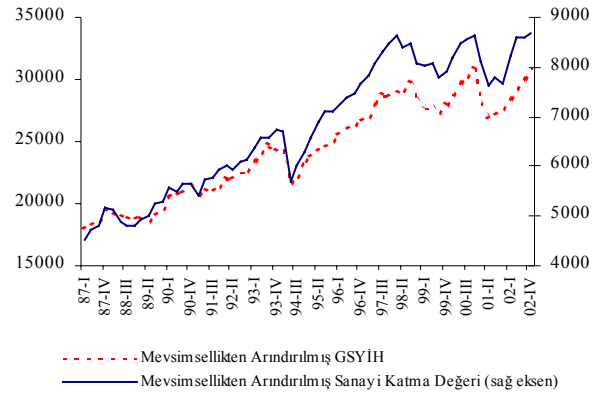
	2001		2002				Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV		
TARIM	-6,5	0,1	2,7	6,1	15,3	7,1	
SANAYİ	-7,5	2,8	12,6	10,5	11,4	9,4	
İmalat Sanayi	-8,1	2,3	13,7	11,8	13,5	10,4	
HİZMETLER	-5,9	1,7	6,4	6,0	8,7	5,8	
İnşaat	-5,5	-11,8	-9,6	-3,3	2,7	-4,9	
Ticaret	-9,4	4,3	11,7	10,1	16,1	10,7	
Toptan ve Perakende	-12,8	3,4	15,5	12,7	18,7	12,8	
Otel & Lokanta Hiz.	9,9	9,7	-5,1	0,0	3,9	1,1	
Ulaştırma-Haber.	-5,3	2,1	8,3	5,4	5,6	5,4	
Mali Kuruluşlar	-9,9	-7,4	-9,6	-3,2	-8,2	-7,1	
Konut Sahipliği	2,1	2,0	1,9	1,7	1,4	1,8	
Serbest Mes. & Hizm.	-7,6	1,7	8,7	7,6	10,7	7,4	
Devlet Hizmetleri	1,6	1,9	0,2	0,2	0,6	0,7	
İTHALAT VERGİSİ	-25,1	4,0	27,7	28,9	33,9	23,0	
GSYİH	-7,5	2,1	8,9	7,9	11,4	7,8	
GSMH	-9,5	0,4	10,4	7,9	11,5	7,8	

Kaynak: DİE

Sanayi sektörü katma değeri, 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 9,4 oranında yükselmiştir (Tablo V.I.5). Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde,

2002 yılında sanayi sektörü katma değeri ve GSYİH'nin üç aylık dönemler itibarıyla arttığı görülmektedir (Grafik V.1.4). Sınırlı iç talep koşulları içerisinde ihracatta gözlenen olumlu performans sanayi sektörü katma değerinin yüksek bir oranda artmasında etkili olmuştur. İhracat piyasasındaki olumlu gelişmelerin yanı sıra, 2002 yılının son üç aylık döneminde iç talepte görülen canlanma, sanayi sektörü katma değerinin bu dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 11,4 gibi yüksek bir oranda artmasına katkıda bulunmuştur. 2002 yılında sanayi üretiminin artması ithalatın da artmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda, toplam ithalat içinde yüksek bir paya sahip olan ara ve sermaye malları ithalatı, 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 22,6 oranında artmıştır.

Grafik V.1.4. Mevsimsellikten Arındırılmış GSYİH ve Sanayi Katma Değeri



Kaynak: DİE, TCMB

Ekonominin büyümesinde ve sanayi üretimi artışında iç talepte görülen sınırlı canlanma da rol oynamıştır. 2002 yılının son üç aylık döneminde gerçekleşen erken seçim sonucunda, siyasi belirsizliklerin ortadan kalkması, faiz oranlarının azalması ve Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında değer kazanması, başta özel firmalar olmak üzere tüm ekonomik birimlerin iyimser beklentilerinin yükselmesini sağlamıştır. Ekonominin gidişatına ilişkin oluşan güven ortamı, hanehalkının ertelenmiş tüketim harcamalarının kısmen gerçekleştirilmesini mümkün kılmıştır.

Sanayi sektörü katma değeri, 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 9,4 oranında artmıştır.

Hizmetler sektörü katma değeri, 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 5,8 oranında yükselmiştir (Tablo V.1.5). Söz konusu dönemde, hizmet sektörleri arasında en hızlı büyüme ticaret ve serbest meslek ve hizmetler sektörlerinde görülmüştür. Sanayi ve ithalatta gözlenen olumlu gelişmeler toptan ve perakende ticaret katma değerini olumlu etkilemiştir. Ticaret sektörünün yanı sıra ulaştırma-haberleşme sektörü de ihracattaki canlılıktan olumlu etkilenmiştir. Ayrıca, tarım ve sanayi sektörlerinde gözlenen canlanma hizmetler sektörü katma değerinin artmasında etkili olmuştur. Buna karşın, hizmetler sektörü katma değer artış hızı tarım ve sanayi sektörleri katma değer artış hızlarının altında kalmıştır. Bu gelişmede, inşaat ve mali kuruluşlar sektörü katma değerlerinin önemli oranda gerilemesi belirleyici olmuştur.

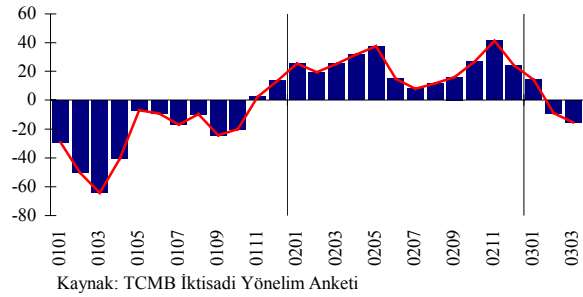
DİE tarafından açıklanan verilere göre 2002 yılında, yapı ruhsatı verilen yapıların yüzölçümü bir önceki yıla göre yüzde 42,6 gibi yüksek bir oranda azalmıştır. Buna karşın, 2002 yılının son çeyreğine kadar sürekli gerileyen inşaat sektörü katma değerinin bu dönemde yüzde 2,7 oranında artış göstermesi, inşaat sektörünün 1999 yılının Ağustos ayında meydana gelen deprem felaketinden sonra içine girdiği kriz ortamından çıkmakta olduğuna işaret etmektedir. Ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte reel faiz oranlarının gerilemesi alternatif maliyetlerin düşmesini ve inşaat sektörünün canlanmasını mümkün kılacaktır.

2002 yılının son üç aylık döneminde ve 2003 yılının Ocak ayındaki olumlu gelişmelere karşın, Irak operasyonunun yarattığı siyasi ve ekonomik belirsizlikler, mali piyasalardaki dalgalanmaların artmasına ve özel firmaların talep ve üretime ilişkin iyimser beklentilerinin bozulmasına neden olmuştur.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel firmaların ekonominin gidişatına ilişkin beklentilerini yansıtan genel gidişat eğilimi, 2002 yılının Kasım ayında yapılan seçimlerin ardından son üç yıllık dönemin en yüksek seviyesine ulaşmıştı. Ancak, özel firmaların iyimser beklentileri sonraki aylarda olası Irak operasyonu ve ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin artması nedeni ile kötüleşmiştir. 2003 yılının Şubat ayında genel

gidişat eğilimi hızla gerileyerek 2001 yılının Ekim ayından sonra ilk defa kötümser beklentiler lehine dönmüş ve bu seyrini 2003 yılının Mart ayında da kötüleşerek sürdürmüştür (Grafik V.1.5). Özel firmaların iyimser beklentilerinin bozulmasında mevcut savaş ortamının yanı sıra, 2003 yılı bütçesinin gecikmesi ve Uluslararası Para Fonu ile yapılan görüşmelerin uzaması da etkili olmuştur.

Grafik V.1.5. İktisadi Yönelim Anketi Genel Gidişat Eğilimi



2003 yılının Ocak-Şubat döneminde sanayi üretimi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,2 oranında artmıştır (Tablo V.1.6). Petrol ürünleri üretimi hariç tutulduğunda, sanayi üretimindeki artış aynı dönemde yüzde 11'e yükselmektedir. İmalat sanayii ortalama kapasite kullanım oranı 2003 yılının Ocak-Mart döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 1,5 puan artmış ve yüzde 74,9 olmuştur. Sanayi üretiminde 2003 yılının Ocak ayında görülen hızlı büyüme Şubat ayında yavaşlamıştır. Ayrıca, DİE İmalat Sanayi Aylık Eğilim Anketi Mart ayı sonuçları, işyerlerinin imalat sanayii üretiminin Mart ve Nisan aylarında düşük oranlarda artmasını beklediklerini göstermektedir. Bu nedenle, sanayi sektörü katma değer artış hızının yılın ilk çeyreğinde yavaşlayacağı tahmin edilmektedir.

Tablo V.1.6. Sanayi Üretimi (Yıllık % Değişim)

	Şubat		Ocak-Şubat	
	2002	2003	2002	2003
Toplam Sanayi	-4,6	4,4	-3,3	9,2
Madencilik	-0,4	-22,4	-4,4	-16,0
İmalat	-4,9	5,0	-3,6	10,9
Elektrik-Gaz ve Su	-5,4	11,9	-0,6	7,0
Petrol-dışı Sanayi Üretimi	-7,2	4,7	-7,0	11,0

Kaynak: DİE Aylık Sanayi Üretim Endeksi

Ekonomideki büyüme sürecinin 2003 yılında da devam edeceği tahmin edilmektedir. Buna karşın, hem iç talebin düşük bir seviyede kalması hem de küresel ekonomideki durgunluğun sürmesinin ihracatı olumsuz etkileyebilecek olması nedenleriyle sanayi sektörü katma değerinin sınırlı bir oranda artacağı tahmin edilmektedir. Bunun yanı sıra, ekonominin geçen yıl gösterdiği yüksek oranlı büyümenin de 2003 yılı büyüme hızını yavaşlatacak bir etken olduğu düşünülmektedir.

V.2. İşgücü Piyasası Gelişmeleri

DİE Hanehalkı İşgücü Anketi (HİA) sonuçlarına göre, 2002 yılında toplam işgücü arzı, bir önceki yıla göre yüzde 1,9 oranında artarak 22.699 bin kişi olmuştur. İstihdam düzeyi ise geçen yıla göre yüzde 0,4 oranında azalmış ve 20.287 bin kişiye gerilemiştir. Toplam istihdam düzeyi geçen yıla göre kentlerde artarken, kırsal alanlarda azalmıştır. 2002 yılında toplam istihdamın yüzde 54,6'sı kentsel, yüzde 45,4'ü ise kırsal alanlarda gerçekleşmiştir. Böylece, 2001 yılında yüzde 8,5 olan işsizlik oranı, 2002 yılında yüzde 10,6 oranına ulaşmıştır.

İşsiz sayısı ise bir önceki yıla göre 510 bin kişi artarak 2.412 bin kişiye yükselmiştir (Tablo V.2.1). 2002 yılında Türkiye genelinde işsizlerin yüzde 20,4'ünü işten çıkartılanlar, yüzde 20,9'unu ise ilk kez iş arayanlar oluşturmaktadır. Ekonomide gözlenen canlanmaya karşın işsiz sayısındaki artışın sürmesi, 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında hane halkının gelirinin azalmasına ve işsizlik süresinin uzamasına yol açmaktadır.

Tablo V.2.1. İş gücü ve İstihdam

	2001		2002				Yıl Ort.
	Yıl Ort.	I	II	III	IV		
İş gücü	22.269	20.929	23.086	24.064	23.220	22.699	
İstihdam	20.367	18.467	20.869	21.691	20.584	20.287	
Kent (Yüzde)	53,8	57,2	53,9	53,1	54,6	54,6	
Kır (Yüzde)	46,2	42,8	46,1	46,9	45,4	45,4	
İşsiz Sayısı	1.902	2.462	2.217	2.373	2.636	2.412	
İşsizlik Oranı (Yüzde)	8,5	11,8	9,6	9,9	11,4	10,6	
Kent	11,5	14,7	13,5	14,0	14,9	14,3	
Kır	4,8	7,5	4,5	4,6	6,6	5,8	
Eğitim. Genç İşsiz. Oranı	25,8	29,4	27,2	31,1	30,0	29,4	
Eksik İst./İşg. (Yüzde)	6,0	5,9	5,8	5,0	5,1	5,4	
Atıl İş gücü (Yüzde)	14,5	17,7	15,4	14,8	16,4	16,0	

Kaynak: DİE Hane Halkı İşgücü Anketi

Kentlerdeki işsizlik oranı 2002 yılında yüzde 14,3 olarak gerçekleşmiş ve bu oran geçtiğimiz yıla göre 2,8 puan yükselmiştir. Bunun yanı sıra, tarım dışı istihdam, bir önceki yıla göre yüzde 3 oranında (392 bin kişi) artmıştır. Türkiye Ekonomisi, 2002 yılında yüksek bir oranda büyümesine karşın kriz sonrasında işgücü piyasasında ortaya çıkan olumsuz gelişmeler artarak devam etmiştir. Ayrıca, işgücü piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerin 2002 yılı genelinde iç talep canlanmasını sınırlandıran bir etken olduğu düşünülmektedir. Büyüme sürecinin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesiyle birlikte istihdam düzeyinin artacağı tahmin edilmektedir.

2001 yılında yüzde 8,5 olan işsizlik oranı, 2002 yılında yüzde 10,6 oranına ulaşmıştır.

Eğitilmiş genç işsizlik oranı 2002 yılında geçen yıla göre 3,6 puan artarak yüzde 29,4 gibi çok yüksek bir düzeye ulaşmıştır. Bu oran kentlerde yüzde 31,2 olarak gerçekleşmiştir.

İstihdamda olup da iş arayanlar, ya da mevcut işinde veya bir başka işte daha fazla süre çalışmaya uygun olanlar şeklinde tanımlanan eksik istihdam oranı, 2002 yılında yüzde 5,4 olmuştur. Böylece, eksik istihdam ile işsizlik oranının toplamından oluşan atıl işgücü oranı ise geçen yıla göre 1,5 puanlık artışla yüzde 16 düzeyine yükselmiştir.

İstihdamın sektörel dağılımı incelendiğinde, 2002 yılında tarım sektörünün toplam istihdam içindeki payının yüzde 33,2 olduğu görülmektedir. Aynı dönemde, sanayi sektörünün payı yüzde 19,2, hizmetler sektörünün payı ise yüzde 43 olmuştur (Tablo V.2.2). 2002 yılında ekonomideki canlanmayla birlikte, tarım dışı istihdam bir önceki yılın aynı dönemine göre gerek kentlerde gerekse kırsal alanlarda artmıştır. Kentlerde, tarım-dışı istihdam düzeyindeki artış önemli ölçüde hizmetler sektöründen kaynaklanmıştır. 2002 yılında ekonomideki büyümeyle birlikte, ticaret sektöründe yaşanan canlanma hizmetler sektörü istihdamını olumlu etkilemiştir.

Tablo V.2.2. İstihdamın Sektörel Dağılımı

	2001		2002				Yıl Ort.
	Yıl Ort.	I	II	III	IV		
TOPLAM	20.367	18.467	20.869	21.691	20.584	20.287	
Tarım	7.217	5.624	7.219	7.908	6.902	6.745	
Sanayi	3.734	3.658	3.907	3.944	3.896	3.888	
Hizmetler	8.343	8.414	8.761	8.760	8.902	8.723	
İnşaat	1.073	771	982	1.079	883	931	
Kentsel İstihdam	10.953	10.557	11.256	11.512	11.243	11.079	
Kırsal İstihdam	9.414	7.911	9.613	10.179	9.341	9.208	

Kaynak: DİE Hane Halkı İşgücü Anketi

2002 yılında Türkiye genelinde toplam istihdamın yaklaşık yüzde 50,9'u ücretli ve yevmiyelilerden oluşmaktadır (Tablo V.2.3). Aynı dönemde, kendi hesabına çalışanların payı yüzde 29,2, ücretsiz aile işçilerinin payı ise yüzde 19,9 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo V.2.3. İktisadi Faaliyet Kollarına Göre İstihdam Dağılımı

	2001		2002				Yıl Ort.
	Yıl Ort.	I	II	III	IV		
Toplam	20.367	18.467	20.869	21.691	20.584	20.287	
Ücretli ve Yevmiyeli	9.908	9.621	10.364	10.648	10.675	10.335	
Kendi Hesabına İşveren	6.142	5.608	6.086	6.111	5.947	5.924	
Ücretsiz Aile İşçisi	4.318	3.238	4.418	4.932	3.962	4.028	
Yüze Dağılım							
Ücretli ve Yevmiyeli	48,6	52,1	49,7	49,1	51,9	50,9	
Kendi Hesabına İşveren	30,2	30,4	29,2	28,2	28,9	29,2	
Ücretsiz Aile İşçisi	21,2	17,5	21,2	22,7	19,2	19,9	

Kaynak: DİE Hane Halkı İşgücü Anketi

2002 yılında imalat sanayiinde üretimde çalışanlar endeksi geçen yıla göre yüzde 0,5 oranında artmıştır. Üretimde çalışanlar endeksi, kamu kesiminde geçen yıla göre yüzde 9,3 oranında gerilerken, özel kesimde geçen yıla göre yüzde 2,3 oranında artış göstermiştir (Tablo V.2.4). 2002 yılında üretimde çalışan sayısı özel sektör kaynaklı olarak yükselmiştir. DİE Üç Aylık Sanayi Üretim Endeksi verilerine göre, özel imalat sanayii üretimi 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 12,3 gibi yüksek bir oranda artarken, kamu sektörü üretimi ise yüzde 4,7 oranında artmıştır. Bu durum, özel imalat sanayii üretimindeki artışın istihdamın yükselmesine katkıda bulunduğunu göstermektedir.

Tablo V.2.4. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüze Değişim)

	2001		2002				Yıllık
	Yıllık	I	II	III	IV		
İstihdam⁽¹⁾	-8,3	-6,9	0,1	3,4	5,8	0,5	
Kamu	-6,5	-11,4	-12,0	-8,0	-5,9	-9,3	
Özel	-8,6	-6,1	2,3	5,5	7,8	2,3	
Ücret⁽²⁾	-14,6	-15,9	-4,2	-2,7	-0,5	-5,5	
Kamu	-12,5	-12,6	5,9	4,1	6,7	1,4	
Özel	-15,2	-15,1	-3,2	-1,1	1,1	-4,2	
Verimlilik⁽³⁾	1,0	10,2	10,3	7,3	6,5	8,6	
Kamu	7,8	15,7	22,4	20,9	9,0	16,7	
Özel	-0,6	9,5	8,9	5,3	7,5	7,7	

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

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

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

Reel ücretlerdeki gerileme 2002 yılında geçen yıla göre azalarak sürmüştür. Çalışılan saat başına reel ücretlerde yılın ilk çeyreğinde gözlenen yüksek oranlı gerileme ekonomik canlanmaya paralel olarak yıl sonuna kadar yavaşlayarak devam etmiş ve 2002 yılında geçen yıla göre yüzde 5,5 oranında azalmıştır. Reel ücretler, yılın son çeyreği hariç, yıl genelinde özel sektörde gerilerken, kamu sektöründe artış göstermiştir. Ekonomideki büyüme sürecinin devam etmesine bağlı olarak 2003 yılında özel sektör istihdam artışlarının sürmesi ve reel ücretlerde artışların meydana gelmesi beklenmektedir. Bu durum, 2003 yılında iç talep canlanmasını ve ekonominin büyümesini olumlu etkileyecektir.

2002 yılında imalat sanayiinde çalışan saat başına reel ücretler özel sektörde gerilerken, kamu sektöründe artış göstermiştir.

İmalat sanayii sektöründe meydana gelen verimlilik gelişmeleri incelendiğinde ise üretimde çalışan saat başına verimliliğin 2002 yılında bir önceki yıla göre gerek kamu kesiminde gerekse özel kesimde önemli ölçüde yükseldiği görülmektedir. Bu durum, imalat sanayii üretiminin 2002 yılında hızla yükselmesine karşın üretimde çalışan saat miktarının geçen yıla göre düşük bir oranda artmasından kaynaklanmıştır.

VI. ÖDEMELER DENGESİ

VI.1. Dış Ticaret Gelişmeleri

2002 yılı Ocak-Aralık döneminde ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 12 oranında artarak 31,3 milyar ABD dolarından 35,1 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Aynı dönemde ithalat ise yüzde 22,8 oranında büyüyerek 41,4 milyar ABD dolarından 50,8 milyar ABD dolarına çıkmıştır. Böylece dış ticaret açığı yüzde 56,5 oranında büyüyerek 15,8 milyar ABD doları olmuş, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise yüzde 69'a gerilemiştir.

Temmuz ayından itibaren hızlanma eğilimine giren ihracatın büyüme oranı, yıl içindeki en hızlı artışın görüldüğü dönem olan üçüncü çeyrekte önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 18,9 oranında gerçekleşirken, yılın son çeyreğinde özellikle Kasım ve Aralık aylarındaki görece yavaşlamanın etkisiyle yüzde 13,6 oranında büyümüştür.

Tablo VI.1.1. Dış Ticaret (Milyon ABD Doları)

	Aralık			Ocak-Aralık		
	2001	2002	Yüzde Değişim	2001	2002	Yüzde Değişim
IHRACAT	2660	2815	5,8	31334	35081	12,0
Tarım	177	177	0,1	2234	1999	-10,5
Balıkçılık	4	4	16,2	30	44	46,4
Madencilik	22	16	-28,1	349	348	-0,4
İmalat	2454	2615	6,6	28695	32656	13,8
Diğer	4	2	-37,7	26	34	30,7
İTHALAT	3441	5067	47,3	41399	50832	22,8
Tüketim	351	504	43,4	4084	4979	21,9
Yatırım	700	1132	61,6	6964	8382	20,4
Ara Malı	2339	3378	44,4	29971	36903	23,1
Ham Petrol	242	362	49,4	3878	4088	5,4
Diğer	50	54	7,4	380	567	49,3

Kaynak: DİE

Toplam ihracat içinde önemli bir paya sahip olan OECD ülkelerinin ithalat artış hızında beklenen canlanmanın görülememesi ve Türk lirasının Ağustos-Aralık 2002 döneminde güçlenmesi ihracat üzerinde kısıtlayıcı faktörler olurken, Mart ayından bu yana euronun ABD doları karşısında değer kazanması ve yurtiçi talebin sınırlı kalması sonucu etkin bir şekilde dış pazarlara açılım yapılması söz konusu kısıtlayıcı faktörleri telafi

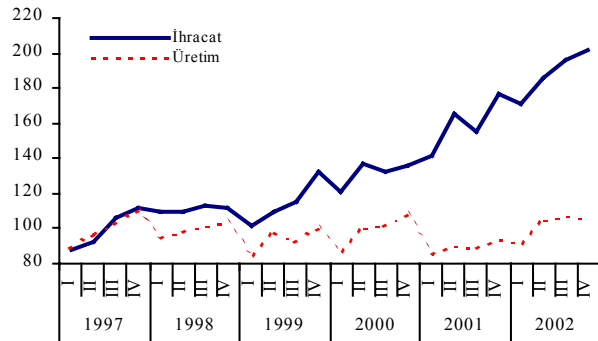
edebilmiştir. 2002 yılında küresel durgunluktan daha az etkilenen İngiltere ve Rusya'ya yapılan ihracattaki artışlar, ihracatçı sektörlerin dış pazarlarda esnek ve etkin bir şekilde faaliyette bulunabilmelerinin önemli bir göstergesi olduğu düşünülmektedir.

Yurt içi özel imalat sanayiinde çalışılan saat başına reel ücretlerin 2002 yılı genelinde gerilemesi ve aynı dönemde çalışılan saat başına verimliliğin artması firmaların yurt dışındaki rekabet gücünü desteklemiştir.

Mart ayında yükselmeye başlayan ve Ağustos-Ekim döneminde yatay bir seyir izleyen euro/dolar paritesi yılın son çeyreğinde hızlı bir artış eğilimine girmiştir. Bunun sonucunda euro cinsinden yapılan ihracatın ABD doları cinsinden karşılığı artmıştır.

Sanayi ürünlerindeki yüksek artış oranlarına karşın, yurtiçi talebin önemli bir göstergesi olarak düşünülen özel tüketim harcamaları 2002 yılının son çeyreğinde yüzde 4,2, yıl genelinde ise yüzde 2 oranında büyümüştür. Özel tüketim harcamalarında görülen bu sınırlı artışın üreticileri dış pazarlara yönlendirdiği düşünülmektedir.

Grafik VI.1.1. İmalat Sanayi İhracat Miktar ve Üretim Endeksleri (1997=100)



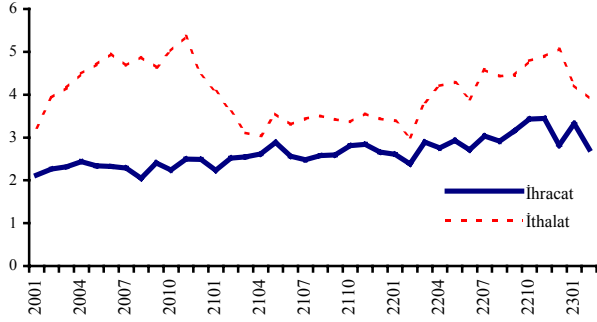
Kaynak: DİE

2001 Eylül ayından bu yana gerileyen tarım ve ormancılık sektörü ihracatının üç aylık hareketli ortalamalara göre hesaplanan büyüme oranı tarımsal üretimdeki artışa paralel olarak 2002 yılı son çeyreğinde artış kaydetmiştir.

2002 yılında toplam ihracatın yüzde 93,1'ini oluşturan imalat sanayi ürünleri ihracatı yılın ikinci yarısından beri sürdürmekte olduğu büyüme eğilimini son çeyrekte arttırarak devam ettirmiştir.

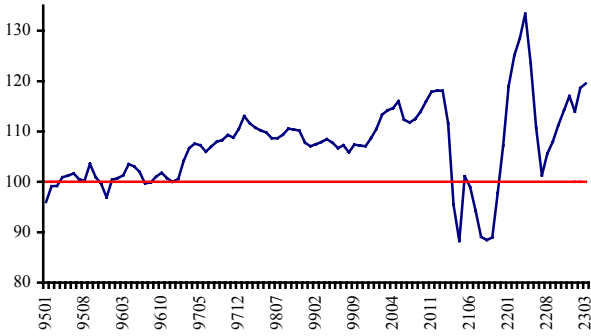
2002 yılı Ocak-Aralık döneminde ihracat artışına en büyük katkıyı yapan mal grupları sırasıyla giyim eşyası, kara taşıtları, elektrikli makine ve cihazlar ile kazanlar, makineler ve mekanik cihazlar olmuştur. 2002 yılında yüzde 26,5 oranında artan demir veya çelikten eşya ihracatı Aralık ayında yüzde 41,5 oranında azalmıştır.

Grafik VII.2. Aylık İhracat ve İthalat (Milyar dolar)



Kaynak: DIE

Grafik VI.1.3. Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100)

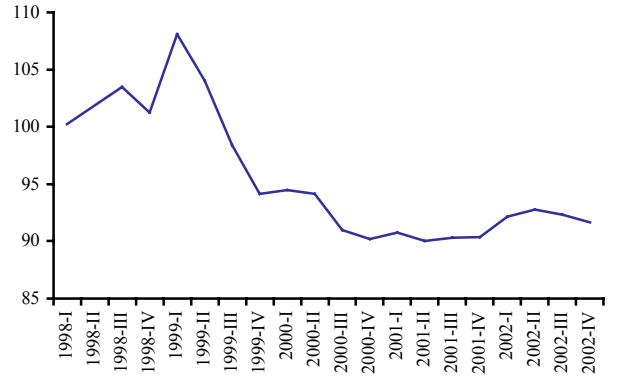


IMF'nin 17 ülke için oluşturduğu 1988-90 yılı dış ticaret verilerine dayalı ağırlıklar kullanılarak hesaplanmış TEFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi (1995=100). Reel efektif kurdaki artış TL'nin değer kazanmasını göstermektedir.
Kaynak: TCMB

Ekim ayından bu yana yükselme eğiliminde olan ihracat fiyatları 2002 yılının son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre yüzde 2 oranında artmıştır. Bu dönemde tarım ve ormancılık ve imalat sanayi sektörlerinin ihracat fiyatları sırasıyla yüzde 5,4 ve 1,7 oranında artmıştır.

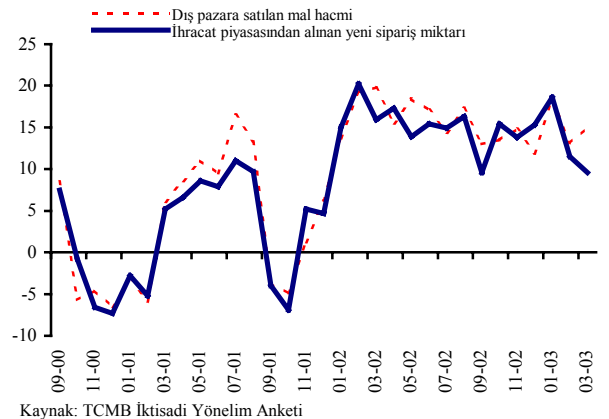
TCMB İktisadi Yönelim Anketi 2003 Mart ayı sonuçlarına göre 2002 yılı boyunca iyimserler lehine olan ihracat imkanlarına ilişkin beklentiler, 2003 yılı Şubat ve Mart aylarında kötümserler lehine dönmüştür. Ankete göre Şubat ve Mart ayları içinde alınan ihracat siparişlerinde azalma gözlenmektedir. Buna paralel olarak gelecek üç ay için ihracat piyasasından alınan siparişlerin eğiliminde de Şubat ve Mart aylarında belirgin bir azalma göze çarpmaktadır.

Grafik VI.1.4. Dış Ticaret Hadleri (İhracat Fiyatları/İthalat Fiyatları)



Kaynak: DIE

Grafik VI.1.5. Gelecek Üç Aya Yönelik İhracat Beklentileri (Yüzde) (İyimser eksi Kötümser)



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

İktisadi Yönelim Anketi sonuçlarına göre, küresel durgunluğun ihracat siparişleri üzerindeki etkisinin artmakta olduğu görülmektedir. Nitekim, gelecek üç aylık dönemde ihracat siparişlerini kısıtlayabilecek faktörler içinde dış konjonktürün payı Ekim ayından bu yana yükselmektedir. Buna karşılık, fiyat rekabetinin payı,

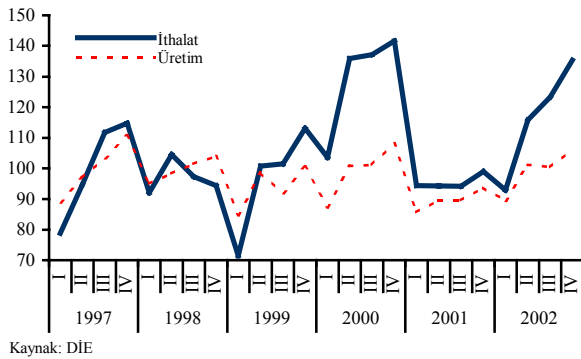
toplam içindeki ağırlığını korumasına rağmen Eylül ayından bu yana düşme eğilimindedir.

2003 yılı Ocak-Şubat dönemi için DİE tarafından açıklanan geçici dış ticaret rakamlarına göre, ihracat geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 21,1 oranında artarak 6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye İhracatçıları Meclisi kayıtları 2003'ün ilk üç ayında ihracatın yüzde 33,7 artarak 10,2 milyar ABD dolarına ulaştığını ve ihracatı sürükleyici sektörün taşı araçları ve yan sanayi olduğunu göstermektedir. TİM kayıtlarına göre, 2003 Ocak-Mart döneminde sektör ihracatı geçen senenin aynı dönemine göre yüzde 57,6 oranında artarak 1,5 milyar ABD doları olmuştur.

İthalat 2002 yılında yüzde 22,8, 2003 Ocak-Şubat döneminde ise yüzde 27,3 oranında artmıştır. İthalatın yaklaşık dörtte üçünün ara malı ithalatı olmasından ötürü ithalat talebi imalat sanayii üretimindeki gelişmelerden büyük ölçüde etkilenmektedir (Kutu VI:1). İmalat sanayii üretiminin Mart ayından itibaren yakaladığı yüksek oranlı artışlar ithalat talebini de artırmıştır. Üç aylık hareketli ortalamalarla hesaplanan imalat sanayii üretim artışı Temmuz ayından itibaren yavaşlamış, Aralık ayından itibaren ise tekrar yüksek oranda artışlar kaydetmiştir. Ancak, imalat sanayii üretiminin artış hızında 2003 yılı Şubat ayında yavaşlama gözlenmektedir. Nitekim, ithalat hacminin büyüme oranı da imalat sanayii üretimine paralel şekilde hareket etmiştir.

Grafik VI.1.6. İmalat Sanayii İthalat Miktar ve Üretim Endeksleri (1997=100)

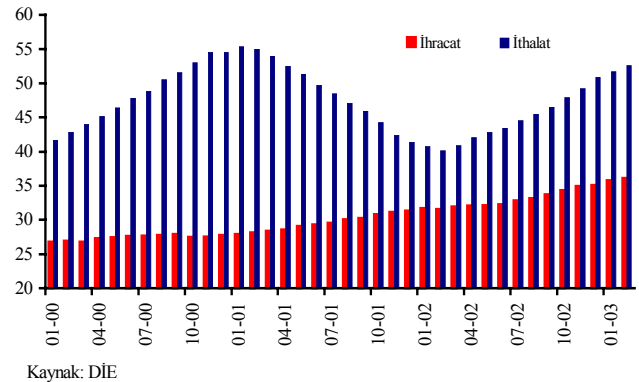


Sermaye malı ithalatı Ağustos ayından itibaren hızlı şekilde artmaya başlamış ve 2002 yılı genelinde 2001 yılına göre yüzde 20,4 oranında artmıştır. Üç aylık hareketli ortalamalara göre hesaplanan sermaye malı ithalatı artış oranı Aralık ayında yüzde 63,8'e yükselmiş, 2003 yılı Ocak-Şubat döneminde ise yüzde 39,9 oranında gerçekleşmiştir. Sermaye malı ithalatının artış hızındaki yavaşlamanın önümüzdeki dönemde yurt içi yatırım harcamalarını olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir.

2002 yılında ekonomideki yüksek büyüme oranları ile birlikte tüketim harcamalarında da canlanma gözlenmiştir. Nitekim, 2002 yılında tüketim malı ithalatında ikinci çeyrekte yüzde 41,5, dördüncü çeyrekte ise yüzde 48,5 oranında artış gözlenmiştir. Üç aylık hareketli ortalamalara göre hesaplanan tüketim malı ithalatı artış oranı 2003 yılı Ocak-Şubat döneminde yüzde 50,3'ye yükselmiştir. Diğer taraftan, sanayi üretimindeki artış ile beraber ara malı ithalatı 2002 yılında yüzde 23,1 oranında artmıştır.

Kazanlar, makineler, mekanik cihazlar ithalatı, demir ve çelik ithalatı, elektrikli makine ve cihazlar ithalatı, plastik ve mamulleri ile mineral yakıt ve yağlar ithalatı 2002 yılında toplam ithalat artışına en büyük katkıyı yapan fasıllar olmuştur.

Grafik VI.1.7. İhracat ve İthalat (Yıllık, Milyar ABD Doları)



İthalat fiyatları 2002 yılının son çeyreğinde önceki çeyreğe göre yüzde 2,7 oranında yükselmiştir. Aynı dönemde sermaye malları ithalat fiyatları yüzde 2,5, ara malı ithalat fiyatları yüzde 2,5, tüketim malları ithalat fiyatları yüzde 0,2 oranında yükselmiştir. İthalat fiyat

endeksi 2002 genelinde 2001 yılı sonuna göre yüzde 9,6 oranında, ham petrol ve doğalgaz ithalat fiyatları ise yüzde 31,6 oranında artmıştır.

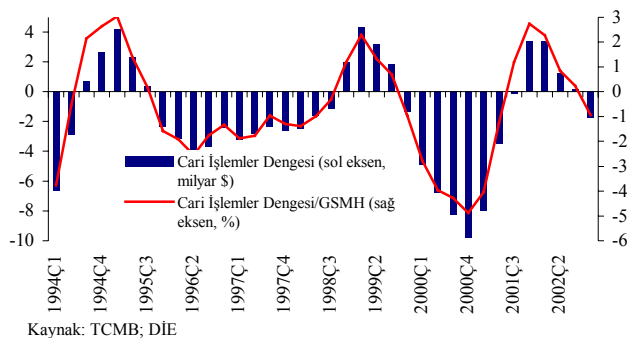
İktisadi Yönelim Anketi Mart ayı verilerine göre gelecek üç aylık dönemde iç piyasadan alınması beklenen sipariş miktarı ve üretim hacmine ilişkin verilerde 2003 yılı başından beri azalma görülmektedir. Gelecek on iki ay için planlanan yatırım harcamalarının Irak'taki gelişmelerin de etkisiyle 2002 yılı Aralık ayından itibaren gösterdiği düşüş, 2003 yılında yatırım malı ithalatının azalabileceğini göstermektedir. Ankete göre, gelecek üç aydaki hammadde stok hacmi de benzer şekilde 2003 yılında azalma göstermektedir.

2002 yılında yıl sonu verilerine göre yüzde 55,7, yıllık ortalamalara göre ise yüzde 2,2 artan Brent petrolü varil fiyatı, 2003 yılı ilk çeyreğinde ortalama 31,5 ABD doları olmuş, başlayan savaşın belirsizliği azaltılması sonucunda Mart ayı sonu itibarıyla 28,1 ABD dolarına gerilemiştir.

VI.2. Cari İşlemler Dengesi

2001 yılında yaşanan krizin neden olduğu ekonomik daralma süreci boyunca cari işlemler dengesi iyileşme eğilimine girmiş ve 2001 yılının son çeyreğinde fazla vermeye başlamıştır. 2002 yılında, ekonomik büyümeye paralel olarak artmaya başlayan dış ticaret açığı cari işlemler üzerinde belirleyici olmuştur. Böylelikle, 2002 yılının son çeyreğinde cari işlemler dengesi yıllık bazda açık vermeye başlamıştır. 2002 yılı genelinde cari işlemler hesabı 1,8 milyar ABD doları, Ocak ayında ise 224 milyon ABD doları açık vermiştir.

Grafik VI.2.1. Cari İşlemler Dengesi (Yıllık)



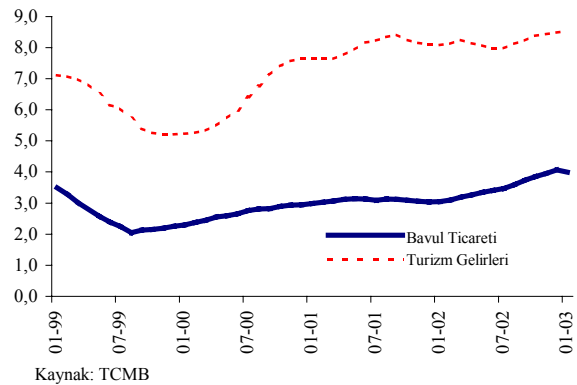
Tablo VI.2.1. Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları)

	Ocak-Aralık		Ocak	
	2001	2002	2002	2003
CARİ İŞLEMLER HESABI	3390	-1782	38	-224
Dış Ticaret Dengesi	-4543	-8635	-348	-688
İhracat (fob)	31334	35082	2609	2960
Bavul Ticareti	3039	4065	223	151
İthalat (cif)	-41399	-50832	-3384	-4041
Hizmetler Dengesi	9130	7915	245	388
Turizm Geliri	8090	8481	213	253
Yatırım Geliri Dengesi	-5000	-4549	-234	-227
Doğrudan Yatırım Geliri (net)	52	-86	-69	7
Portföy Yatırım Geliri (net)	-694	-830	-30	-66
Diğer Yatırım Gelirleri (net)	-4358	-3633	-135	-168
Faiz Gideri	-5497	-4417	-266	-209
Cari Transferler	3803	3487	375	303
İşçi Gelirleri	2786	1936	164	163
Bedelsiz İthalat	810	1045	66	49

Kaynak: TCMB.

2002 yılında bavul ticareti, özellikle Rusya ekonomisinde güçlenmenin etkisiyle, yüzde 33,8 oranında artarak 4,1 milyar ABD dolarına yükselmiş, Ocak ayında ise önceki yılın aynı ayına göre yüzde 32,3 oranında azalarak 151 milyon ABD doları olmuştur.

Grafik VI.2.2. Bavul Ticareti ve Turizm Gelirleri (Yıllık, Milyar ABD Doları)



Hizmetler dengesi 2002 yılında 7,9 milyar ABD doları, Ocak ayında ise 388 milyon ABD doları fazla vermiştir. Hizmetler dengesi içinde en önemli kalemi oluşturan turizm gelirleri 2002 yılında yüzde 4,8 oranında artarak 8,5 milyar ABD doları olmuştur. 2002 yılında çıkış yapan yabancı ziyaretçi sayısının yüzde 14,6 oranında artmasına karşın, turistlerin ortalama harcama tutarının düşmesi,

turizm gelirlerindeki artışı sınırlamıştır. Turistlerin ortalama harcama düzeyi 2001 yılındaki 717 ABD dolarından 2002 yılında 656 ABD dolarına gerilemiştir. Bu gelişmede 2002 yılında euronun ABD dolarına karşı ortalama olarak yüzde 5,6 oranında değer kazanması da etkili olmuştur. 2003 yılının Ocak ayında ise turizm gelirleri önceki yılın aynı ayına göre yüzde 18,8 oranında, çıkış yapan yabancı ziyaretçi sayısı ise yüzde 39,4 oranında artmıştır.

Yatırım geliri hesabı 2002 yılında 4,5 milyar ABD doları açık vermiştir. Yatırım geliri dengesinin büyük bir kısmını yurt dışından sağlanan kredilere ilişkin faiz giderleri oluşturmaktadır. 2002 yılında Hazine ve Merkez Bankası'nın, çoğunluğu uzun vadeli faiz gideri olmak üzere toplam 2,6 milyar ABD doları, bankacılık dışı özel sektörün faiz giderleri ise 1,3 milyar ABD doları olmuştur. Ayrıca, portföy yatırımlarından kaynaklanan yatırım giderleri (hisse senetleri için temettü ödemesi, tahvil veya bonolar için kupon faiz ödemesi, vs.) 2002 yılında 830 milyon ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 2003 yılı Ocak ayında ise yatırım geliri hesabı 227 milyon ABD doları açık vermiştir.

Cari transferler hesabı, işçi gelirlerindeki yüzde 30,5 oranındaki azalmadan ötürü 2002 yılında yüzde 8,3 oranında azalarak 3,5 milyar ABD doları olmuştur. 2003 yılı Ocak ayında işçi gelirleri, önceki yıla göre kayda değer bir değişim göstermemiş ve 163 milyon ABD doları olmuştur.

VI.3. Sermaye Hareketleri

2002 yılında 2,2 milyar ABD doları, 2003 yılı Ocak ayında ise 1,2 milyar ABD doları net sermaye girişi olmuştur.

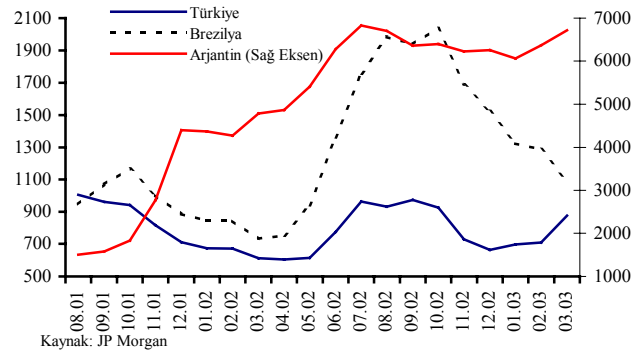
Net doğrudan yatırımlar, 2002 yılında 862 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılı başından itibaren verilere yansıtılan tanım değişikliği, söz konusu yatırımların artışındaki en önemli etken olmuştur. Buna göre, Türkiye'deki yabancı sermayeli şirketlerin yurt dışındaki ortaklarından kullandıkları uzun vadeli krediler doğrudan yabancı sermaye girişi olarak kaydedilmeye başlanmıştır.

Tablo VI.3.1. Sektörler İtibariyle Net Sermaye Girişi (Milyon ABD Doları)

	Ocak-Aralık		Ocak	
	2001	2002	2002	2003
SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI	-1274	2204	501	1192
Doğrudan Yatırımlar	2769	862	-5	6
Portföy Yatırımları	-4515	-694	533	1108
Hazine'nin Yurt Dışı Tahvil İhracı	2148	3286	600	1288
Diğer Yatırımlar	-2222	8189	377	2087
Bankaların Döviz Varlıkları	927	611	1477	1579
Ticari Krediler	-1930	2371	-75	-93
Krediler	614	5213	-565	271
Merkez Bankası	10229	-6138	0	0
Uluslar. Para Fonu Kredileri	10230	-6138	0	0
Uzun Vade	-1	0	0	0
Kısa Vade	0	0	0	0
Genel Hükümet	-1977	11834	-50	-168
Uluslar. Para Fonu Kredileri	0	12503	0	-62
Uzun Vade	-977	-669	-50	-106
Kısa Vade	-1000	0	0	0
Bankalar	-8076	-982	-331	192
Uzun Vade	-1024	-252	-249	-19
Kısa Vade	-7052	-730	-82	211
Diğer Sektörler	438	499	-184	247
Uzun Vade	255	1226	-108	360
Kısa Vade	183	-727	-76	-113
Mevduatlar	-832	349	-333	235
Rezerv Varlıklar	2694	-6153	-404	-2009
NET HATA NOKSAN	-2116	-422	-539	-968

Kaynak: TCMB

Grafik VI.3.1. İkincil Piyasa Tahvil Spreadleri (aylık ortalama, baz puan)



Türkiye tahvillerinin *spread*leri Mayıs-Ekim 2002 arasındaki yükseliş eğiliminden sonra Kasım ayında gerilemiş, Aralıkta ve 2003 Ocak ayında da durağan bir seyir izlemiştir (Grafik VI.3.1). Böylece, Hazine söz konusu dönemlerde yurt dışı piyasalardan borçlanma imkanı bulmuştur. 2002 yılının son iki ayında toplam 1,2 milyar ABD doları, Ocak 2003'te ise 1,3 milyar ABD doları tahvil ihracı gerçekleşmiştir. Ayrıca, Kasım 2002'de ihraç edilen ve artırımı yapılan tahvilin 30 Ocak 2003'te bir kez daha artırımı yapılmış ve söz konusu

ihraç Şubat ayında hesaplara geçmiştir. Ancak, Şubat ve Mart aylarında özellikle Irak'a yapılacak operasyonun piyasalarda güvensizlik yaratması, tahvil *spread*lerini artırmıştır.

Hazine tarafından yurt dışı piyasalarda ihraç edilen tahvillerin bir kısmı yerli bankalar tarafından satın alınmaktadır. Bu nedenle, yukarıda bahsedilen *spread* hareketleri bankaların portföy varlıkları üzerinde etkili olmaktadır. Kasım 2002-Ocak 2003 döneminde düşen *spread*ler nedeniyle yerleşikler tarafından yurt dışında tutulan menkul kıymet portföy çıkışı net 819 milyon ABD doları olmuştur. Ocak ayından sonra artan *spread*ler nedeniyle, söz konusu portföy alımının yavaşlaması beklenmektedir.

Ticari kredilerin 2002 yılında gösterdiği yüksek oranlı artış, bankacılık dışı özel sektörün büyük oranda ithalatın finansmanı amacıyla kullandığı kredi artışından kaynaklanmıştır. Ocak 2003'te ise kısa vadeli kredi geri ödemeleri nedeniyle, ticari kredilerde 93 milyon ABD doları tutarında çıkış gözlenmiştir.

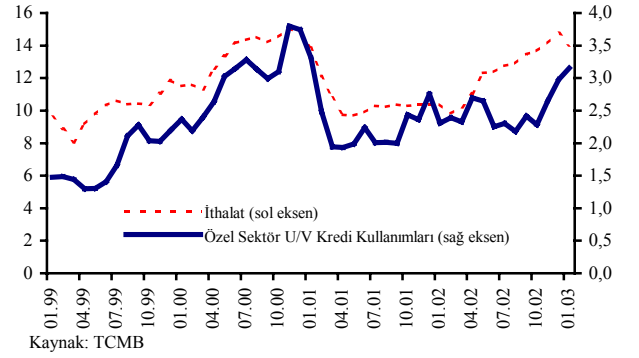
2002 yılında 2,4 milyar ABD doları uzun vadeli sermaye girişi olurken, 542 milyon ABD doları kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ocak ayında ise 294 milyon ABD doları uzun vadeli girişe karşın, 1,9 milyar ABD doları kısa vadeli giriş yaşanmıştır.

2002 yılında bankalar ve genel hükümet net ödeyici konumunda olmuştur. Yurt içi kredi kullanımının 2001 krizi sonrasında önemli ölçüde daralmış olması ve 2002 yılı boyunca da aynı eğilimin devam etmesi bankacılık sektörünün dış kaynak kullanımını sınırlandırmıştır. Bununla birlikte, Aralık ayından itibaren yurt içi kredi hacmi ve tüketici kredilerinde reel anlamda bir canlanma görülmektedir. Söz konusu hareketlenmenin, önümüzdeki dönemde, bankacılık sektörünün yurt dışı kredi kullanımı üzerinde de artırıcı bir etki yapabileceği düşünülmektedir.

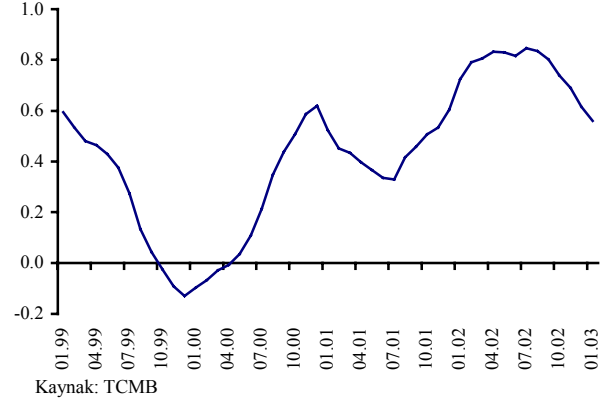
Bankacılık dışı diğer sektörler ise 2002 yılında uzun vadeli kredi kullanıcısı konumundadır. Bunun en önemli nedeni ise, söz konusu dönemde, sanayi üretiminin önemli ölçüde artması ve makine-teçhizata yönelik yatırım harcamalarının büyük oranda yükselmesi

nedeniyle doğan ithalat talebinin finansman ihtiyacının, bankacılık dışı diğer sektörlerin kredi kullanımını artırması olmuştur. 2003 yılı Ocak ayında da aynı eğilimin devam ettiği görülmektedir.

Grafik VI.3.3. Bankacılık Dışı Özel Sektör Uzun Vadeli Kredi Kullanımları (üç aylık, milyar ABD doları)



Grafik VI.3.3. Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları (net giriş, yıllık, milyar ABD doları)



Yurt dışında çalışan işçilerin Merkez Bankasında açtıkları kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarındaki düşüş eğilimi, 2001 yılının ikinci yarısından itibaren bir yıl vadeli süper döviz tevdiat hesabı açılmasına imkan verilmesiyle tersine dönmüştür. Özellikle, 2002 yılının ilk on ayında kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarında artış gözlenmiştir. Söz konusu artışta belirleyici faktör, kısa vadeli döviz tevdiat hesaplarında görülen yüksek oranlı büyümedir.

2002 yılında Merkez Bankası hesaplarından 6,1 milyar ABD doları IMF kredi geri ödemesi yapılmıştır. Aynı

dönemde Hazine 12,5 milyar ABD doları IMF kredisi kullanmıştır.

2002 yılının ilk yarısında gerçekleştirilen döviz alım ihaleleri ve net 6,4 milyar ABD doları IMF kredisinin hesaplara geçmesi nedeniyle, yıl genelinde Merkez Bankası brüt rezervleri 8 milyar ABD doları artarak 26,8 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

2003 yılı Ocak ayında Hazine tarafından yurt içinde yapılan 759 milyon ABD doları tutarındaki döviz cinsi ihale ve yurt dışı piyasalarda gerçekleştirilen tahvil ihracı sonunda resmi rezervler 2 milyar ABD doları artmıştır. Merkez Bankası brüt rezervleri de Ocak 2003 sonu itibarıyla 29,2 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir. 1 Ocak-16 Nisan döneminde 4,3 milyar ABD doları dış borç ödemesi yapılmış, Nisan ayında ise Avrupa Yatırım Bankası ile yapılan kredi anlaşması çerçevesinde Hazine hesaplarına 350 milyon euro giriş gerçekleşmiştir. Böylece, Merkez Bankası rezervleri 11 Nisan itibarıyla 26,4 milyar ABD doları düzeyine gelmiştir.

Tablo VI.3.2. Dış Borç Göstergeleri

	2000	2001	2002
Dış Borç Stoku			
ABD doları (Milyar)	118.7	113.9	131.6
GSMH'ye oranı (%)	59.5	80.1	73.1
Kısa Vadeli Dış Borç Stoku			
ABD doları (Milyar)	28.3	16.2	15.2
Rezervlere Oranı (%)	127.6	86.4	56.5
Orta-Uzun Vadeli Dış Borç Stoku (Milyar ABD doları)	90.4	97.7	116.4
Uluslararası Kuruluşlar	11.4	22.0	30.9
Özel Kreditorler	70.3	67.2	76.4
Ticari Bankalar	27.3	27.8	30.0
Kısa Vadeli Borç ve Orta-Uzun Dönem Geri Ödemeleri			
ABD doları (Milyar)	43.5	32.6	30.9
Rezervlere Oranı (%)	196.2	173.5	115.1
Borç Servisi Oranı (%)	36.4	41.4	37.2

Kaynak: TCMB

Borç servisi oranı 2002 yılının ilk yarısında önemli bir iyileşme göstermemiştir. Ancak, yılın ikinci yarısında gerek cari işlem gelirlerindeki iyileşme gerekse faiz ödemelerindeki gerileme nedeniyle borç servisi oranı 2002 yılı genelinde azalmıştır. Bununla birlikte, kısa

vadeli borçların rezervlere oranı ve kısa vadeli borçlar ile orta-uzun vadeli borç geri ödemeleri toplamının rezervlere oranında 2002 yılında önemli ölçüde iyileşme gözlenmiştir.

Irak savaşına ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmış olması, söz konusu olumsuzluğun, özellikle turizm olmak üzere cari işlem gelirleri üzerindeki etkisinin geçici ve sınırlı kalacağı beklentisini güçlendirmektedir. Bavul ticaretini teşvik niteliğinde, Laleli'den gümrük depolarına satışların ihracat sayılmasına yönelik düzenlemenin de bavul ticaretini artırıcı etki yapacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, 2003 yılında ithalatın da sınırlı bir artış göstereceği beklentisi bulunmaktadır. Öncelikle, 2003 yılında büyüme oranının düşük düzeyde kalacağı tahmini, ara ve sermaye malı ithalatını kısıtlayıcı rol oynayabilecektir. Ayrıca, belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla, ham petrol fiyatlarında da düşüş görülmektedir. Future piyasalarındaki ham petrol fiyatları Nisan ayı başından itibaren gerileme eğilimine girmiştir. Söz konusu hareketin, ham petrol ithalat faturasını azaltıcı etki yapacağı düşünülmekte ve bu gelişmelerin 2003 yılı cari işlemler dengesini olumlu etkilemesi beklenmektedir.

VII. DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER

Dünya ekonomisi 2002 yılında beklentilerin aksine oldukça yavaş ve kırılmalı bir toparlanma süreci yaşamış ve 2001 yılındaki yüzde 2,2'lik büyümesinin ardından 2002 yılında yüzde 3 oranında büyümüştür. Gelişmiş ülkelerin büyüme hızı dünya ortalamasının altında kalırken, gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomik performans, bölgeler ve ülkeler itibarı ile önemli farklılıklar göstermiştir. Yılın son çeyreğinde ise küresel ekonominin seyrinde, Ortadoğudaki gerilime bağlı olarak artan belirsizlik ve yükselen petrol fiyatları belirleyici olmuştur. Söz konusu olumsuzluklar 2002 yılının son çeyreğinde olduğu gibi 2003 yılının ilk çeyreğinde de küresel ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir. Nisan ayı itibarı ile Ortadoğudaki gerilimden kaynaklı belirsizlik büyük ölçüde kaybolmuştur. Bu gelişmenin en çok ABD ekonomisini olmak üzere diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini de olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Öte yandan, ABD ekonomisinde açıklanan ancak henüz uygulamaya girmeyen mali paketin ekonomik sonuçlarının da 2003 yılında küresel ekonomideki toparlanma sürecinin belirleyicilerinden olması beklenmektedir. 2002 yılında yüksek büyüme oranları ile dikkat çeken Asya ekonomilerinin ABD ekonomisindeki yavaşlamadan etkilenmeye başladıkları görülmektedir. Güney Amerika ekonomilerinin ise 2002 yılındaki daralmadan sonra 2003 yılında pozitif büyüme kaydetmeleri beklenmektedir. Gelişmiş ülkelerde özellikle de ABD ekonomisinde yukarıda bahsedilen etkenlere bağlı olarak bir iyileşme görülmemesi durumunda Asya ekonomilerindeki kötüleşmenin devam edeceği, Latin Amerika ülkelerinde başlayan ekonomik toparlanmanın ise oldukça düşük kalacağı düşünülmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri

ABD'de 2002 yılının son çeyreğinde ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyreğe göre yavaşlayarak yüzde 1,4 olarak gerçekleşmiştir. Alt kalemler itibarı ile incelendiğinde, söz konusu dönemde büyümenin dinamiğinin önceki çeyreklere göre farklı olduğu

görülmektedir. Önceki çeyreklerin aksine yatırım bir önceki çeyreğe göre yüzde 4,4 gibi yüksek bir artış göstermiş, tüketim ise belirgin bir yavaşlama göstererek yüzde 1,7 oranında artmıştır. İhracatın yüzde 5,8 gerilemesi ve ithalatın 7,2 oranında artış göstermesi nedeniyle dış ticaret dengesi büyümeyi olumsuz etkilemiştir. 2003 yılı itibarı ile açıklanan verilere göre ekonomideki durgunluk ortamı yılın ilk çeyreğinde de devam etmektedir. İmalat sanayi yayılım endeksi 2003 yılının ilk üç ayında da gerilemiş, Ocak ayında azalan işsizlik, Şubat ve Mart aylarında yeniden yükselmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak 2002 Aralık ayında 80,2 seviyesinde olan tüketici güveni Mart ayı itibarı ile 62,5 düzeyine gerilemiştir. Ancak, tüm bu olumsuz gelişmelere karşın Irak operasyonunun ABD'nin istediği şekilde sonuçlanmasının tüketici ve yatırımcı güveni üzerinde olumlu etkilerinin olması ve ekonomide buna bağlı bir iyileşmenin gelişmesi muhtemel gözükmektedir. Hükümet para ve maliye politikalarını büyüme lehine kullanmaya devam ederken bazı yapısal sorunların da yine bu politikaların sonucu olarak ortaya çıktığı görülmektedir. 2002 yılında yüksek miktarda açık veren bütçenin bu yıl da önemli miktarda açık vermesi beklenmektedir. Bu durumun faizler üzerinde olumsuz etkileri olabileceği belirtilmektedir. ABD ekonomisi ile ilgili bir diğer önemli sorun da yüksek cari açıklardır. Bu sorunların doların değerini olumsuz yönde etkileme potansiyeline sahip olduğu düşünülmektedir.

Avrupa

Euro Bölgesinde GSYİH 2002 yılının son çeyreğinde önceki çeyreğe göre yüzde 0,2 oranında büyümüş ve böylece yılın ilk üç çeyreğinde yüzde 0,3-0,4 aralığında gerçekleşen büyüme oranlarının altında kalmıştır. Euro Bölgesindeki iç talep, büyük ölçüde kamu harcamaları ve stok değişimlerinden kaynaklanmaktadır. İç talepteki artışa karşın, net ihracatın GSYİH büyümesine katkısı negatif olmuştur. Küresel talepteki zayıf gelişim ve euronun güçlenmesi nedeniyle ihracat artış hızında azalma gözlenmiş; diğer taraftan, iç talepteki canlanma eğilimine rağmen, ithalatın artış oranı da gerilemiştir. Ancak, ithalat artış oranındaki gerileme eğilimi görece olarak zayıflamış bulunmaktadır.

Tablo VII.1. Dünya Ekonomisinde GSYİH Büyüme Oranları (Yıllık Yüzde Değişim)

	2001	2002	2003 (Tahmin)	2004 (Tahmin)
Dünya	2,3	3,0	3,2	4,1
Gelişmiş Ülkeler	0,9	1,8	1,9	2,9
ABD	0,3	2,4	2,2	3,6
Kanada	1,5	3,4	2,8	3,2
Euro Bölgesi	1,4	0,8	1,1	2,3
Almanya	0,6	0,2	0,5	1,9
Fransa	1,8	1,2	1,2	2,4
İtalya	1,8	0,4	1,1	2,3
İngiltere	2,0	1,6	2,0	2,5
Japonya	0,4	0,3	0,8	1,0
Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)	3,9	4,6	5,0	5,8
Asya Ülkeleri	5,7	6,3	6,0	6,3
Yeni Sanayileşmiş Asya	0,8	4,6	4,1	4,5
ASEAN-4**	2,6	4,3	3,9	4,3
Çin	7,3	8,0	7,5	7,5
Hindistan	4,2	4,9	5,1	5,9
Amerika Kıtasındaki GOÜ	0,6	-0,1	1,5	4,2
Arjantin	-4,4	-11,0	3,0	4,5
Brezilya	1,4	1,5	2,8	3,5
Şili	2,8	2,0	3,1	4,8
Meksika	-0,3	0,9	2,3	3,7
AB adayları	—	3,9	3,9	4,5
Türkiye	-7,5	6,7	5,1	5,0
Çek Cumhuriyeti	3,1	2,0	1,9	3,3
Macaristan	3,8	3,3	3,6	3,9
Polonya	1,0	1,3	2,6	4,1
Bulgaristan	4,0	4,0	5,0	5,5
Romanya	5,7	4,9	4,9	5,0
BDT	6,4	4,8	4,4	3,9
Rusya	5,0	4,3	4,0	3,5
Afrika	3,6	3,4	3,9	5,2
Orta Doğu	4,0	3,9	5,1	4,8

* Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri Hong Kong, Kore, Singapur ve Tayvan olarak kabul edilmektedir.

** ASEAN-4 Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'ı kapsamaktadır.

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Nisan 2003

Euro Bölgesinde stoklardaki azalma eğilimi 2002 yılının son çeyreğinde de devam etmiş, ancak bu eğilim önceki dönemlere göre daha yavaş bir oranda gerçekleşmiştir. Anket sonuçlarından elde edilen verilere göre de firmaların stok düzeyleri 2002 yılı ortasından itibaren olması gereken düzeyde seyretmeye başlamıştır. Zayıf seyreden iç talep, kâr beklentilerinin olumsuz olması, iş gücü piyasasındaki katılıklardan ötürü, yatırım harcamaları 2002 yılının son çeyreğinde de gerilemiş, ancak gerileme oranında görece bir yavaşlama kaydedilmiştir. Yatırımlara ilişkin görünüm ise, yüksek atıl kapasite oranları, düşük sanayici güveni ve firmaların yüksek borçluluk düzeyleri nedeniyle, henüz belirsizliğini korumaktadır.

2002 yılının son çeyreğinde, sabit oranda artmaya devam eden reel ücretler, istihdamdaki düşük oranlı iyileşme ve tüketimi teşvik eden bazı vergi düzenlemeleri nedeniyle

artan harcanabilir gelir özel tüketim harcamalarını olumlu etkilemiştir. Ancak, 2003 yılının ilk çeyreğinde tüketime ilişkin bazı göstergeler tüketim harcamalarının yavaşlayacağını göstermektedir. Yılın ilk çeyreğinde Euro Bölgesi için hesaplanan tüketici güven endeksi, ekonomik gelişmelerdeki olumsuzluklar, artan işsizlik oranı ve Irak savaşıyla ilgili endişelerden ötürü önemli ölçüde gerilemiştir. 2003 yılının ilk iki ayında yeni taşıt aracı kayıtları gerilemiştir.

Grafik VII.1. Dolar-Euro-Paritesi

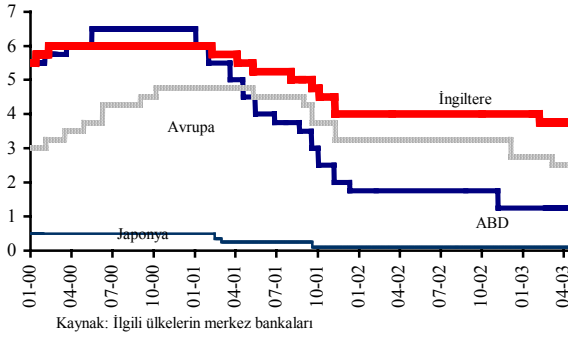


Euro Bölgesi içinde Almanya'nın ekonomik durumu, sanayi üretimi, iş aleminin güveni ve perakende satışların gerilemeye devam etmesi ve işsizlik oranının son üç yılın en yüksek değerine ulaşması nedeniyle özel bir öneme sahip bulunmaktadır. Ayrıca, Almanya'da uygulanması planlanan sıkı maliye politikaları nedeniyle, makroekonomik politikaların bölgenin geri kalanına göre ekonomik faaliyetleri daha az destekleyici olabileceği düşünülmektedir. Vergi artışı ve sosyal sigorta primlerindeki artıştan ötürü tüketici güveninin de olumsuz etkilendiği gözlenmektedir. Fransa ekonomisine ait olumsuz görünüm de tüketici güveni ve işgücü piyasasındaki olumsuzluklardan ötürü kuvvetlenmiştir.

Ham petrol fiyatlarının Irak savaşı sonrası düşeceği varsayımı altında, GSYİH büyümesinin zayıf seyretmesi ve yakın zamanda euronun güçlenmesi, 2003 ve 2004 yıllarında Euro Bölgesi enflasyon oranının gerileyeceği görüşünü desteklemektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, 7 Mart 2003 tarihinde Avrupa Merkez Bankası

temel faiz oranını yüzde 2,75'ten yüzde 2,5'e düşürmüştür.

Grafik VII.2. Başlıca Merkez Bankaları Faiz Oranları (yüzde)



Güçlü iç talep İngiltere'nin diğer Avrupa ülkelerine göre daha sağlıklı şekilde büyüebilmesine olanak tanımıştır. 2002 yılında gayrimenkul fiyatlarının yükselmesi nedeniyle konut sahipliğinden kaynaklanan servet etkisi tüketim harcamalarının artmasına yol açmıştır. 2003 yılında ise söz konusu etkinin zayıflaması ve hanehalkı borçluluk oranının yüksek seviyelere yükselmesi nedeniyle tüketim harcamalarının yıl içinde yavaşlaması beklenmektedir. Tüketim harcamalarındaki yavaşlamanın, kamu harcamalarında devam eden artış ve net ihracatın katkısında gözlenmesi beklenen düşük oranlı iyileşme yoluyla telafi edilebileceği düşünülmektedir. İngiltere Merkez Bankası 2003 yılının Şubat ayında, güçsüz seyreden iç ve dış talep göstergeleri doğrultusunda temel faiz oranını yüzde 4'ten yüzde 3,75'e düşürmüştür.

Japonya

Japon ekonomisinde 2002 yılının ikinci çeyreğinde başlayan canlanma yılın son çeyreğinde güç kaybetmeye başlamıştır. İç talep önemli ölçüde yavaşlamış, bunun yansımaları olarak tüketim harcamaları yüksek oranda azalmış ve stoklarda azalma gözlenmiştir. İmalat sanayiinde kapasite kullanım oranları gerilerken, işsizlik düzeyi rekor seviyelerde seyretmektedir.

Tablo VII.2. Seçilmiş Ülke Gruplarında Tüketici Fiyatları Enflasyonu (Yıllık Yüzde Değişim, Ortalama)

	2001	2002	2003 (Tahmin)	2004 (Tahmin)
Gelişmiş Ülkeler	2,2	1,5	1,9	1,7
ABD	2,8	1,6	2,3	2,3
Kanada	2,5	2,0	3,1	2,1
Euro Bölgesi	2,6	2,3	2,0	1,5
Almanya	2,4	1,3	1,0	0,7
Fransa	1,8	1,9	2,0	1,6
İtalya	2,7	2,6	2,4	1,6
İngiltere	2,1	2,2	2,8	2,7
Japonya	-0,7	-0,9	-0,7	-0,6
Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)	5,8	5,4	5,8	5,1
Asya Ülkeleri	2,6	1,8	2,3	3,1
Yeni Sanayileşmiş Asya*	1,9	1,0	1,8	1,9
ASEAN-4**	6,6	5,9	5,3	4,9
Çin	0,7	-0,8	0,2	1,5
Hindistan	3,8	4,3	4,1	5,5
Amerika Kıtasındaki GOÜ	6,4	8,7	11,0	6,9
Arjantin	-1,1	25,9	22,3	13,0
Brezilya	6,8	8,4	14,0	5,5
Şili	3,6	2,5	3,3	2,9
Meksika	6,4	5,0	4,3	3,3
AB adayları***	9,8	5,7	4,7	4,7
Türkiye	54,4	45,0	24,7	14,5
Çek Cumhuriyeti	4,7	1,8	1,1	3,0
Macaristan	9,2	5,3	5,3	4,8
Polonya	5,5	1,9	1,1	2,4
Bulgaristan	7,5	5,8	3,0	4,1
Romanya	34,5	22,5	16,2	11,6
BDT	20,4	14,5	12,3	9,1
Rusya	20,7	16,0	13,4	9,7
Afrika	13,0	9,3	10,1	7,6
Orta Doğu	8,1	9,2	9,7	9,1

* Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri Hong Kong, Kore, Singapur ve Tayvan olarak kabul edilmektedir.

** ASEAN-4 Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'ı kapsamaktadır.

*** Türkiye hariç.

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Nisan 2003

Ocak ayında açıklanan istatistiklere göre ihracat yukarı yönlü bir eğilim göstermektedir. Ancak, Doğu Asya ülkelerine yapılan ihracatta görece olarak daha yüksek bir artış oranı gözlenirken, ABD ve Avrupa'da ekonomik faaliyetlerdeki zayıflık nedeniyle bu ülkelere yapılan ihracatın bir süre daha düşük oranlarla artacağı beklenmektedir.

İç talep tarafında ise, konut yatırımları düşük seyretmekte, kamu yatırımları ise gerileme eğilimi göstermektedir. Şirketlerin kârlılık oranlarındaki iyileşmeye rağmen, özel kesimin sabit sermaye yatırımları yatay seyretmektedir. Ayrıca, batı ekonomilerinde güçlü bir canlanma eğilimi bulunmamasına paralel olarak firmaların yatırım eğiliminin de artacağına yönelik bir gösterge bulunmamaktadır.

Tablo VII.3. Seçilmiş Ülke Grupları için Cari İşlemler Dengesinin GSYİH'ye Oranı (Yüzde)

	2001	2002	2003 (Tahmin)	2004 (Tahmin)
Gelişmiş Ülkeler	-0,8	-0,8	-1,0	-0,9
ABD	-3,9	-4,8	-5,3	-5,1
Kanada	2,8	1,5	1,6	2,0
Euro Bölgesi*	-0,2	0,9	0,9	0,9
Almanya	0,2	2,5	2,6	2,6
Fransa	1,8	2,1	2,1	1,9
İtalya	—	-0,6	—	0,3
İngiltere	-1,7	-1,9	-2,0	-2,3
Japonya	2,1	2,8	2,7	3,0
Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)	0,6	1,0	1,3	0,3
Asya Ülkeleri	2,8	3,5	2,7	2,3
Yeni Sanayileşmiş Asya**	5,8	7,0	6,2	6,1
ASEAN-4***	5,0	5,3	3,1	2,7
Çin	1,5	1,9	1,4	1,1
Hindistan	—	0,9	0,5	0,2
Amerika Kıtasındaki GOÜ	-2,8	-1,0	-1,1	-1,6
Arjantin	-1,7	8,3	7,8	6,7
Brezilya	-4,6	-1,7	-1,5	-2,3
Şili	-1,8	-0,9	-1,5	-1,1
Meksika	-2,9	-2,2	-2,2	-3,1
AB adayları	-2,8	-3,3	-3,6	-3,4
Türkiye	2,3	-1,0	-1,8	-1,1
Çek Cumhuriyeti	-5,7	-5,3	-5,8	-5,3
Macaristan	-3,4	-4,1	-4,8	-4,6
Polonya	-3,9	-3,5	-3,7	-4,0
Bulgaristan	-6,2	-3,4	-5,5	-4,6
Romanya	-6,0	-3,4	-4,5	-4,5
BDT	7,7	6,9	7,6	4,4
Rusya	10,5	8,8	10,1	6,3
Afrika	-0,1	-1,8	-0,5	-0,9
Orta Doğu	7,3	4,9	9,0	4,2

* Bölge-içi ticarete göre düzeltilmiştir.

** Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri Hong Kong, Kore, Singapur ve Tayvan olarak kabul edilmektedir.

*** ASEAN-4 Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'ı kapsamaktadır.

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Nisan 2003

Tüketim harcamaları göstergelerinden olan elektrikli cihaz satışları ile mağaza satışları Ocak ayında artış kaydetmiştir. Ayrıca, taşıt araçları satışı Şubat ayında üst üste iki ay boyunca yükselmiştir. Bu göstergelerdeki olumlu görünüme karşın, tüketim harcamaları genel olarak düşük seyretmektedir. Diğer taraftan, tüketici güvenine ilişkin olumsuz göstergelerin sayısı artmaktadır.

Japon ekonomisinde sanayi üretimi ise büyük ölçüde yatay seyretmektedir. 2002 yılının son çeyreğinde önceki döneme göre yüzde 1 oranında azalan sanayi üretimi 2003 yılının Ocak ayında önceki yılın son çeyreğine göre yüzde 0,6 oranında artış kaydetmiştir. Ayrıca, firmaların üretime ilişkin temkinli yaklaşımlarından ötürü stoklar düşük seviyelerde seyretmektedir.

Uluslararası piyasalarda, başta ham petrol olmak üzere, mal fiyatlarının yükselmesinden ötürü Japonya'nın ithalat fiyatları yükselmektedir. Ham petrol fiyatlarında artış ile çelik ve kimyasallar gibi bazı hammaddelerin arz-talep dengesindeki bozulma nedeniyle, yurt içindeki bazı malların fiyatlarında da artış kaydedilmektedir. Tüketici fiyatları ise yıllardır süregelen düşme eğilimini korumaktadır. Ayrıca, fiyatların gerilemeye devam edeceği beklentisi içinde olanların oranı da artmaktadır.

Japon ekonomisinin kısa vadede güçlenme imkânının zayıf olduğu düşünülmektedir. İş gücü piyasasındaki olumsuzluklardan ötürü özel tüketim harcamalarında canlanma eğilimi bulunmamaktadır. Tankan anketinin Mart 2003 sonuçlarına göre, 2003 yılının ikinci çeyreğinde ekonomik faaliyetlere ilişkin koşullarda kötüleşme eğilimi bulunmakta; ancak, diğer taraftan, satışlar, kârlılık ve sabit yatırımların gelecek on iki ay içindeki görünümü karışık işaretler vermektedir.

Finansal piyasalarda hisse senedi fiyatlarının son yirmi yılın en düşük seviyelerine düşmesi bankalar ve yüksek borca sahip şirketler açısından endişelere yol açmakta, dolayısıyla ekonomik canlanmanın sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır. Diğer taraftan, Japon hükümeti bankacılık sektörünü güçlendirmek amacıyla Ekim 2002'de bir dizi önlemler almış ve bazı bankaların özel kesime ait fonları kullanarak sermaye tabanlarını yükseltmeleri sağlanmıştır. Buna karşın, bankacılık sektöründe sorunların, özellikle geri dönmeyen krediler sorununun, aşılabilmesi durumunda, bankaların özel kesime kredi açma imkân ve isteklerinin de azalacağı düşünülmektedir.

Asya

Asya ekonomileri 2002 yılında dünya ortalamasının oldukça üzerinde bir performans göstermişlerdir. ABD ekonomisinde ithalatın büyümenin çok üzerinde artış göstermiş olması ve bölge içi ticaretin oldukça canlı olması bu gelişmenin arkasındaki en önemli faktörler olmuşlardır. 2003 yılında ise bölge ekonomileri bir takım olumsuz koşullarla karşı karşıya kalmışlardır. Söz konusu olumsuz etkenler, ABD ve diğer büyük sanayileşmiş

ülkelerde zayıflayan talep, artan petrol fiyatlarının dış dengeler üzerindeki etkileri ve bölgedeki bazı ülkelerde ortaya çıkan SARS virüsü olarak sıralanabilir. SARS virüsünün en çok Hong Kong, Singapur ve Çin ekonomilerini etkilemesi beklenmektedir. Hastalığın bölgeye gelen turist sayısını ve yerli halkın alışverişlerini olumsuz yönde etkilemesi beklenmektedir. Bölgedeki olumsuz koşullardan en az etkilendiği görülen Çin ekonomisinde sanayi üretimi 2003 yılının ilk çeyreğinde yüzde 17,2 oranında artarken aynı dönemde ihracat ise yüzde 30 oranında artmıştır. Bölgenin güçlü ekonomilerinden Güney Kore’de ise yılın ilk çeyreğinde hem iç hem de dış talebin zayıfladığı görülmektedir. Öte yandan artan petrol fiyatları da ülkenin cari dengesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Latin Amerika

Latin Amerika ekonomileri 2002 yılında yüzde 0,5 oranında daralmışlardır. Arjantin, Uruguay ve Venezüella’da yaşanan krizler söz konusu daralmanın en önemli sebepleri olmuşlardır. 2003 yılı Nisan ayı itibarı ile bakıldığında bölge ekonomilerinde olumlu gelişmelerin kaydedildiği görülmektedir. 2002 yılında genelde değer kaybeden ulusal para birimleri 2003 yılında tekrar değer kazanmaya başlamış ve uluslararası finansal piyasalarda da koşullar bölge ekonomileri lehine gelişmiştir. Ancak, ABD ekonomisindeki gelişmeler de bölgedeki toparlanma sürecinin sürdürülebilirliğinin en önemli değişkenlerinden olmaya devam etmektedirler.

IMF tahminlerine göre, Arjantin ekonomisinin 2002 yılındaki yüzde 11’lik daralmanın ardından 2003 yılında yüzde 3 oranında bir büyüme göstermesi beklenmektedir. 2003 yılının ilk ayları itibarı ile açıklanan veriler de bu tahminleri doğrular yöndedir. Ekonomide sanayi üretimi Ocak ve Şubat aylarında da geçen yılın aynı dönemlerine göre yüzde 10’lu seviyelerin üzerinde artış göstermiştir. Öte yandan artan yüksek dış ticaret fazlası ve azalan sermaye çıkışlarına bağlı olarak pezo tekrar değer kazanmaya başlamış ve bu durum da enflasyon oranlarını olumlu yönde etkilemiştir. Brezilya ekonomisi 2002 yılında yüzde 1,5 oranında bir büyüme göstermiştir. Geçen yıl ciddi oranda değer kaybeden Brezilya reali enflasyon oranlarının artmasına ve kırılğan büyüme

ortamına rağmen Merkez Bankasının gecelik faiz oranlarının yükseltmesine neden olmuştur. Brezilya’nın hayata geçirmeyi planladığı bir dizi reform piyasalarca olumlu karşılanmış ve real tekrar değer kazanmaya başlamıştır. Bu gelişme nedeni ile beklenen enflasyon oranları düşmekle birlikte 2003 hedefinin üzerinde seyretmektedir. Bölgenin önemli ekonomilerinden Meksika’nın 2003 yılında, geçen yıl kaydettiği yüzde 0,9’luk büyümenin üzerinde bir performans göstermesi beklenmektedir. Ancak, ABD ekonomisindeki toparlanmanın oldukça yavaş seyretmesinin 2003 yılındaki iyileşmeyi sınırlayacağı düşünülmektedir.

Rusya

Rusya ekonomisi 2002 yılında yüzde 4,3’lük bir büyüme göstermiştir. Büyümeye alt kalemler itibarı ile bakıldığında yatırımların 2002 yılında 2001 yılına göre oldukça yavaşladığı görülmektedir. Yüksek seyreden petrol fiyatları güçlü ekonomik büyümenin altında yatan en önemli etken olmuştur. 2003 yılının ilk çeyreğinde de yüksek petrol fiyatlarının büyümeyi olumlu yönde desteklemesi beklenmektedir. Petrol gelirleri hariç tutulduğunda açık veren kamu kesimi petrol gelirleri dahil edildiğinde fazla vermektedir.

Doğu Avrupa

Doğu Avrupa ekonomilerinin büyüme performanslarının küresel durgunluk ortamı dikkate alındığında yüksek olduğu görülmektedir. Bölge ekonomileri Gelişmiş Avrupa ekonomilerinin zayıflayan dış talebini, canlı iç talepleri ile telafi edebilmişlerdir.

Polonya ekonomisi 2002 yılında gösterdiği yüzde 1,3’lük büyüme ile Doğu Avrupa ekonomileri arasındaki en düşük büyüme oranını kaydetmiştir. 2002 yılında kamu harcamaları yüzde 0,3 ile GSYİH’nin en az artan kalemi olmasına rağmen, bütçe açıkları 2002 yılı sonu itibarı ile GSYİH’nin yüzde 5’i düzeyinde gerçekleşmiştir. Yüksek işsizlik oranları, yatırımlardaki iyileşme konusundaki belirsizlikler ve Alman ekonomisine bağımlılık ülkenin önündeki en önemli ekonomik riskleri oluşturmaktadır.

Macaristan Ekonomisi 2002 yılında yüzde 3,3 oranında büyüme göstermiştir. Ancak, Macaristan ekonomisinde artan bütçe açıkları sorun olmaya devam etmektedir. Bu durumu dikkate alan Hükümet 2003 yılı için iddialı bir mali uyum hedefi koymuştur. Macaristan ekonomisinde dikkat çeken bir diğer sorun da diğer Doğu Avrupa ekonomilerinde olduğu gibi yüksek cari açıklardır. Ancak, Macaristan ekonomisinde cari açıklar bölge ekonomilerine göre oldukça düşük seyreden doğrudan sermaye akımlarından ziyade dış borçla finanse edilmektedir. Mali uyum hedefinin kısmen cari açık problemini de olumlu etkilemesi beklenmektedir.

Çek Cumhuriyeti GSYİH'si 2002 yılında yüzde 2'lik bir artış göstermiştir. Alt kalemler itibarı ile bakıldığında, büyümenin özel tüketim ve kamu harcamalarından kaynaklandığı görülmektedir. Bu gelişmeye paralel olarak bütçe 2002 yılında GSYİH'nin yüzde 3,4 oranında açık vermiştir. Ülkeye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ise 2002 yılında 2001 yılına göre arttığı görülmektedir.

Ham Petrol Fiyatları

Ham petrol fiyatları 2002 yılının son aylarında ve 2003 yılının ilk aylarında, Irak savaşının başlayacağına dair beklentilerin güçlenmesi ve Venezuela'daki petrol işçileri grevinin ham petrol arzını azaltması nedeniyle önemli ölçüde yükselmiştir. OPEC'in Ocak ayında ham petrol üretim kotasını yükseltmesine karşın, ham petrol fiyatları Mart ayı ortasında varil başına 34 ABD dolarına kadar yükselmiştir. Mart ayında Irak'a yönelik askeri operasyonun başlamasıyla birlikte ham petrol fiyatları üzerindeki belirsizlikler azalmış; savaşın kısa süreceği ve ham petrol arzında kısıntıya yol açmayacağı beklentisiyle ham petrol fiyatları Nisan ayı başında varil başına 25 ABD dolarına kadar düşmüştür. Vadeli piyasalarda oluşan fiyatların da Mayıs ayından itibaren önemli ölçüde düşme eğiliminde olması, söz konusu belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalktığını ve Irak savaşının etkilerinin kısa süreceğine dair beklentilerin güçlendiğini göstermektedir.

Tablo VII.4. Vadeli Piyasalarda Ham Petrol Fiyatları (ABD doları/varil)

	USD/varil
Haz-03	25.88
Tem-03	25.81
Ağu-03	25.64
Eyl-03	25.48
Eki-03	25.32
Kas-03	25.16
Ara-03	25.00
Oca-04	24.82
Şub-04	24.65
Mar-04	24.48
Nis-04	24.32
May-04	24.20

Not: Vadeli fiyatlar 21 Nisan 2003 tarihinde oluşan fiyatlardır.
Kaynak: www.oilnergy.com.

VIII. İLERİYE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

Bu bölümde, Mayıs ayının ilk haftası itibariyle açıklanan veriler ve ileriye yönelik beklentiler ışığında 2003 yılının gelecek dönemlerinde meydana gelmesi olası gelişmeler, bunların enflasyon hedefiyle ilişkilerine odaklanarak değerlendirilecektir. Enflasyonun önümüzdeki dönemlerde izleyeceği seyri şekillendiren faktörler maliyet, arz-talep ve enflasyon beklentileri başlıkları altında ele alınacaktır. Ayrıca, 2003 yılında TÜFE için belirlenen hedef göz önüne alınarak, bu hedeften sapmaya yol açabilecek riskler üzerinde durulacaktır.

VIII.1. Enflasyonu Etkileyen Faktörler

2003 yılının ilk çeyreğinde enflasyondaki artışın büyük oranda dış gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Irak savaşının yarattığı belirsizlik gerek döviz kuru gerekse petrol fiyatlarının dalgalanmasına neden olmuştur. İlk çeyrekte enflasyondaki artışta, dış gelişmelerin yanında kamu fiyat ayarlamaları da etkili olmuştur. Kamu fiyat artışları önemli ölçüde akaryakıt fiyatlarındaki gelişmelerden kaynaklanmakla birlikte, kamu sektörü tarafından üretilen ve özel sektörün girdi olarak kullandığı diğer malların fiyatlarında da ayarlamalar yapılmıştır. Ayrıca, söz konusu dönemde tarım ve gıda fiyatlarında beklenenin üstünde artışlar olmuştur. 2003 yılı ilk üç aylık dönemde enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına neden olan bu olumsuz gelişmelere karşın, iç talep yetersizliğinin sürmesi maliyet artışlarının özellikle tüketici fiyatlarına yansımalarını sınırlamıştır. Sonuç olarak, 2002 yılı sonunda sırasıyla yüzde 29,7 ve yüzde 30,8 olan TÜFE ve TEFE yıllık artışları, 2003 ilk çeyreği sonunda yüzde 29,4 ve yüzde 35,2 olarak gerçekleşmiştir.

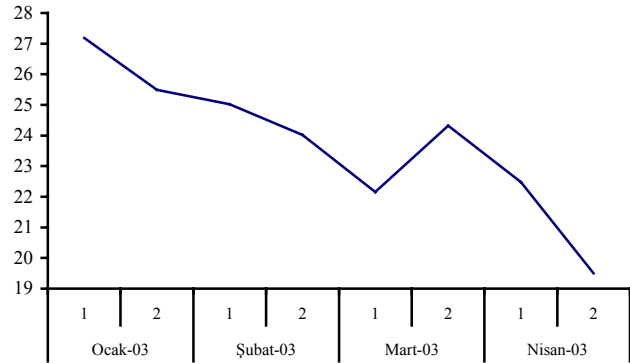
VIII.1.1. Maliyet Unsurları

Döviz Kurları

2003 yılının ilk üç ayında da kurların seyri büyük ölçüde Irak operasyonu ile ilgili gelişmeler tarafından belirlenmiş, diğer siyasi ve ekonomik gelişmelerin kurlar üzerindeki etkileri ise daha kısa süreli ve sınırlı düzeyde olmuştur. ABD doları, 2003 yılı Mart ayına kadar Aralık ayı sonundaki seviyesine göre sınırlı bir düşüş

gösterirken, euro Türk lirasına karşı değer kazanmıştır. Mart ayında Irak operasyonu ve Türkiye'nin operasyondaki rolüne ilişkin gelişmeler kurların oldukça dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Mart ayı sonlarına doğru belirsizliğin ortadan kalkması ve IMF ile gözden geçirme çalışmalarının tamamlanması neticesinde kurlar tekrar Ocak ayındaki seviyelerine gerilemiştir. Sonuç olarak, Türk lirası 2003 yılının ilk çeyreğinde döviz sepeti karşısında yaklaşık yüzde 7,3 oranında değer kaybetmiş, Nisan ayında ise yüzde 1,2 oranında değer kazanmıştır. Türk lirasında yılın ilk çeyreğinde gözlenen değer kaybı, başta petrol ürünleri ve ana metal imalatı sanayii fiyatları olmak üzere, döviz kurundaki değişimlere hassas olduğu bilinen sektör fiyatlarını olumsuz etkilemiştir.

Grafik VIII.1.1. 2003 yılı için Dolar Kuru Yıllık Artış Oranı Beklentisi (yüzde)*



Her aya ait yıl sonu dolar kuru beklentileri 2002 yıl sonu değeri kullanılarak yıllık artış beklentisi rakamına döndürülmüştür.
Kaynak: TCMB

TCMB Beklenti Anketine göre Mart ayında yükselen yıl sonu ABD doları kuru beklentisi, Nisan ayı ikinci dönem sonuçlarına göre gerilemiştir. Anket sonucuna göre, yıl sonunda ABD doları kurundaki artış beklentisi yüzde 19,6'dır.

Kamu Kontrolündeki Fiyatlar

Kamu kontrolündeki fiyatlar 2003 yılı ilk çeyreğinde 2002 yılı geneline göre daha yüksek artış göstermiştir. Dış etkenler nedeniyle artan akaryakıt fiyatları, kamu tarafından sağlanan hizmetlerin bir kısmında yapılan mevsimsel fiyat ayarlamaları ve kamu kesimi mali durumunun program hedefleri ile tutarlı bir hale getirilmesi amacı ile TEKEL ürünleri gibi kamu

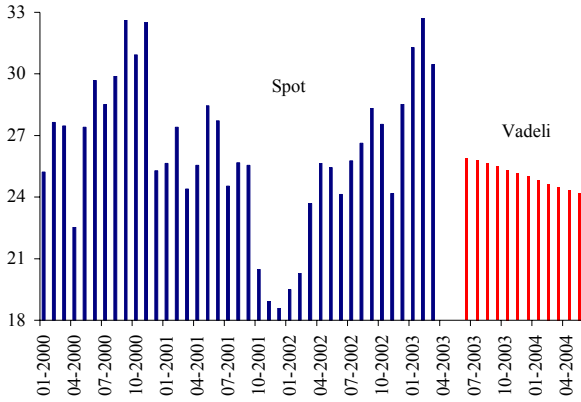
fiyatlarının artırılmasının aynı dönemde gerçekleşmesi bu artışın başlıca nedeni olmuştur.

Akaryakıt fiyat artışlarının yavaşlaması ve IMF 4. Gözden Geçirme çalışmalarının tamamlanması ile kamu fiyatlarındaki bu eğilimin önümüzdeki dönemde tersine dönmesi beklenmektedir.

Ham Petrol Fiyatları

Uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatları 2002 yılının son aylarında ve 2003 yılının ilk aylarında önemli ölçüde yükselmiştir. OPEC'in Ocak ayında ham petrol üretim kotasını yükseltmesine karşın, ham petrol fiyatları Mart ayı ortasında varil başına 34 ABD dolarına düzeyine ulaşmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, yılın ilk çeyreğinde yurt içinde petrol ürünleri imalatı sektörü fiyatları yüzde 20,2 oranında artmıştır.

Grafik VIII.1.2. Spot ve Vadeli Piyasalarda Ham Petrol Fiyatları (ABD Doları / varil)



Not: Brent petrolü için spot ve 12-aylık vadeli fiyatlar kullanılmıştır. Vadeli fiyatlar 21 Nisan 2003 tarihinde oluşan fiyatlardır.
Kaynak: ABD Enerji Bakanlığı, www.oilnergy.com.

Mart ayında Irak'a yönelik askeri operasyonun başlamasıyla birlikte ham petrol fiyatları üzerindeki belirsizlikler azalmış; savaşın kısa süreceği ve ham petrol arzında kısıntıya yol açmayacağı beklentisiyle ham petrol fiyatları Nisan ayı başında varil başına 25 ABD dolarına kadar düşmüştür. Vadeli piyasalarda oluşan fiyatların da Mayıs ayından itibaren önemli ölçüde düşme eğiliminde olması, söz konusu belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalktığını ve Irak savaşının etkilerinin kısa süreceğine dair beklentilerin güçlendiğini göstermektedir.

Sonuç olarak, yılın geri kalan bölümünde ham petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde yarattığı baskının giderek azalması beklenmektedir.

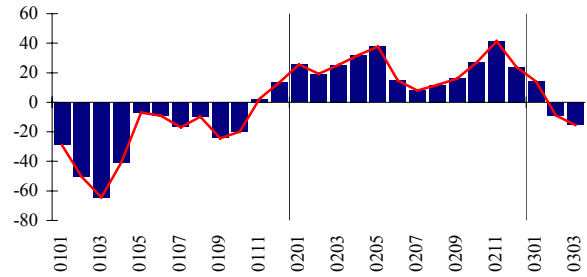
VIII.1.2. Arz-Talep Dengesi

Üretim ve İstihdam Gelişmeleri

Türkiye ekonomisi 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiş, GSYİH ve GSMH, 2002 yılında bir önceki yıla göre yüzde 7,8 oranlarında artmıştır. Büyüme özellikle 2002 yılının son üç aylık döneminde hızlanmış, GSYİH ve GSMH, bir önceki yılın aynı dönemine göre, sırasıyla, yüzde 11,4 ve yüzde 11,5 oranlarında artış göstermiştir.

2003 yılına ilişkin GSYİH verileri henüz mevcut değildir. Ancak, DİE aylık sanayi üretim endeksinde göre, 2003 yılının Ocak-Şubat döneminde sanayi üretimi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,2, imalat sanayi üretimi ise yüzde 10,9 oranında artmıştır. Ayrıca, imalat sanayiinde ortalama kapasite kullanım oranı 2003 yılının Ocak-Mart döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 1,5 puan artarak yüzde 74,9 olmuştur.

Grafik VIII.1.3. İktisadi Yönelim Anketi Genel Gidişat Eğilimi



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

2002 yılının son üç aylık döneminde ve 2003 yılının Ocak ayındaki olumlu gelişmelere karşın, Irak savaşının yarattığı siyasi ve ekonomik belirsizlikler, mali piyasalardaki dalgalanmaların artmasına ve özel firmaların talep ve üretime ilişkin iyimser beklentilerinin bozulmasına neden olmuştur. Sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel firmaların ekonominin gidişatına ilişkin beklentilerini yansıtan TCMB İktisadi Yönelim Anketinde yer alan genel gidişat eğilimi, 2003 yılının Şubat ayında hızla gerileyerek 2001 yılının Ekim ayından

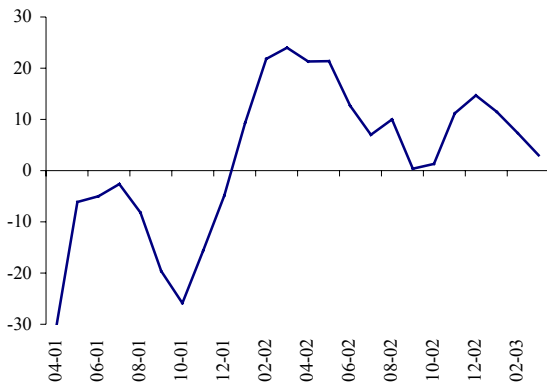
sonra ilk defa kötümser beklentiler lehine dönmüş ve bu seyrini 2003 yılının Mart ayında da kötüleşerek sürdürmüştür. Özel firmaların iyimser beklentilerinin bozulmasında savaş ortamının yanı sıra, 2003 yılı kamu kesimi bütçesinin tamamlanamaması ve IMF ile yapılması gereken görüşmelerin gecikmesi de etkili olmuştur.

Talep Beklentileri, Gelir ve Ücret Politikaları, Reel Ücretlerdeki Gelişmeler

Toplam nihai yurt içi talep 2002 yılının son çeyreğinde yüzde 8,1 ve yıl genelinde yüzde 1,7 oranında artış göstermiştir. Ekonominin gidişatına ilişkin mevcut gelişmelerin yarattığı belirsizlikler ve buna paralel olarak işgücü piyasasında gözlenen olumsuz gelişmelerin 2003 yılının ilk yarısında da devam etme olasılığı, 2003 yılının ilk yarısında özel tüketim harcamalarındaki artışın sınırlı kalacağına işaret etmektedir. Ayrıca, 2003 yılında uygulanması planlanan sıkı maliye politikaları çerçevesinde kamu tüketim harcamalarının düşük bir oranda artması, kamu yatırımlarının ise reel olarak azalması beklenmektedir.

2002 yılının son çeyreğinde olduğu gibi, 2003 yılında da özel imalat sanayii reel ücretlerinde sınırlı bir artış olması ihtimali mevcuttur. Ne var ki, kamunun maaş ve ücret ayarlamaları ekonominin diğer sektörlerinde gösterge niteliği taşıdığı için, ekonomi genelinde ücretlerdeki gelişmelerin önemli bir reel gelir artışına yol açmayacağı düşünülmektedir.

Grafik VIII.1.4. Gelecek Üç Ayda Yurt İçi Pazarda Satılması Beklenen Mal Hacmi (Yukarı-Aşağı)



Kaynak: TCMB İktisadi Yönelim Anketi

Sıkı gelirler ve maliye politikalarının iç talebi doğrudan sınırlayıcı etkisi olmakla birlikte, nihai olarak bu politikaların yarattığı kredibilite artışının iç talep üzerinde olumlu katkılar yapacağı düşünülmektedir. Ekonomik programla tutarlı faiz dışı fazla hedefine ulaşılması, borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin kaygıları ortadan kaldırarak risk primini düşürecektir. Ekonominin geleceğine ilişkin belirsizliklerin azalması ve ekonomik birimlerin beklentilerinde oluşacak iyimser görünüm, yüksek reel faizler ve belirsizlik nedeniyle sürekli ertelenen tüketim harcamalarını artırıcı etkide bulunacaktır. İhracattaki olumlu gelişmeler ve tüketim harcamalarında beklenen aşamalı iyileşmeye paralel olarak, firmaların üretim kapasitelerini artırmaya yönelik yatırım harcamalarının da yükselmeye devam etmesi beklenmektedir.

TCMB İktisadi Yönelim Anketinde Mart ayı itibarıyla yer alan iç taleple ilgili gelecek üç aya ilişkin beklentilere bakıldığında, 2003 yılı Ocak ayında gerilemeye başlayan iç talep beklentilerinin, Mart ayı anketinde de devam ettiği görülmektedir. Gelecek on iki ay için planlanan yatırım harcamaları ise, Irak'taki gelişmelerin de etkisiyle, 2002 yılı Aralık ayından itibaren gerilemektedir. Ankete göre, gelecek üç aydaki hammadde stok hacmi de 2003 yılında azalma göstermektedir. Ancak, İktisadi Yönelim Anketi Mart ayı sonuçlarına göre bozulma kaydeden beklentilerin büyük ölçüde Irak savaşının etkilerini yansıttığı unutulmamalıdır. Savaşın kısa sürede sona ermesi ve Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisinin sınırlı kalmasından ötürü, Nisan ayından itibaren beklentilerin yeniden olumluya dönmesi beklenmektedir.

Mevcut ekonomik programa göre 2003 yılı büyüme öngörüsü yüzde 5'tir. TCMB Beklenti Anketine göre yıllık büyüme hızı beklentisi Ocak ayında yüzde 4,4 ile bu orana çok yakın gerçekleşmiştir. Ne var ki, iç politikadaki belirsizlik ve Irak'la ilgili gerilimin artmasıyla birlikte Şubat başından itibaren gerileyen büyüme beklentisi, Nisan ayının ilk döneminde yüzde 3,2'e kadar düşmüştür. Irak savaşının kısa sürede sona ermesi ve IMF 4. Gözden Geçirme çalışmalarının tamamlanmasıyla birlikte ekonomik programın kararlılıkla uygulanacağına dair duyulan güvenin artması sonucunda, gelecek dönemde büyüme beklentilerinin

yeniden ekonomik programda öngörülen düzeye yaklaşacağı tahmin edilmektedir. Nitekim, TCMB Beklenti Anketinin Nisan ayı ikinci döneminde iyileşmeye başlayan büyüme beklentisi Mayıs ayı birinci döneminde de bu eğilimi sürdürerek yüzde 3,7'ye yükselmiştir.

Sonuç olarak, 2002 yılı ikinci çeyreğinde başlayan ekonomideki büyüme sürecinin 2003 yılında da devam edeceği ve geçen yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte, büyüme hızının ekonominin uzun dönemli büyüme potansiyeline yakın bir düzeyde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

VIII.1.3. Enflasyon Beklentileri

Irak'a yönelik operasyon süreci, iç borcun sürdürülebilirliğine yönelik kaygılar ve enflasyonda gözlenen artış eğilimi, başta enflasyon olmak üzere, 2003 yılının ilk çeyreğinde ekonomik birimlerin makroekonomik değişkenlere ilişkin beklentilerini olumsuz etkilemiştir. Bundan ötürü, yıl sonu enflasyon beklentileri 2003 yılının ilk çeyreğinde yükselmeye başlamış, Nisan ayının birinci döneminde yıl sonu enflasyon hedefi olan yüzde 20'den 8,4 puan yüksek gerçekleşmiştir. Irak savaşının sona ermesiyle tekrar gerileme eğilimine giren yıl sonu enflasyon beklentileri Mayıs ayının birinci dönemi itibarıyla 26,6'ya düşmüştür. Yılın ilk çeyreğinde önemli bir değişme göstermeyerek yatay bir seyir izleyen gelecek 12 aylık döneme ilişkin tüketici enflasyonu beklentileri ise, Mart ayının ikinci döneminden sonra bir miktar yükselmiş, Irak savaşının sona ermesiyle birlikte Nisan ayının ikinci döneminden itibaren tekrar gerilemeye başlamış ve Mayıs ayının ilk döneminde yüzde 23,3 oranında gerçekleşmiştir.

VIII.2. Riskler ve Temel Varsayımlar

Önümüzdeki aylarda enflasyonun seyri ile ilgili altı çizilmesi gerekli noktaları özetlemek gerekirse:

i. Son üç aylık dönemde enflasyondaki düşüş eğiliminin durmasına neden olan gelişmelerin büyük ölçüde dışsal faktörlerden kaynaklandığı ve önümüzdeki dönemde enflasyonu olumsuz etkilemeye devam etmeyecekleri tahmin edilmektedir. Ayrıca, üretim ve talep verileri ile gelirler politikası ve kamu maliyesine

ilişkin tedbirler göz önüne alındığında, yılın ilk yarısında enflasyon üzerinde talep yönlü bir baskı olması ihtimali de oldukça düşük görülmektedir. Bir başka deyişle, enflasyonda kalıcı bir artış eğiliminin oluşmadığı ve dolayısıyla enflasyondaki artışın da uzun süreli olmayacağı öngörülmektedir.

ii. Ancak, son dönemde enflasyonu olumsuz etkileyen dışsal faktörlerin etkisinin önümüzdeki dönemlerde kalıcılışmaması, büyük ölçüde mevcut programın titizlikle uygulanmasına bağlıdır. Gerçekleşen enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki ilişki hala oldukça güçlüdür. Diğer bir deyişle, geçici olarak değerlendirilen şoklar, enflasyon beklentileri kanalıyla gelecekteki enflasyonun seyrini etkilemektedir.

iii. Önümüzdeki dönemde enflasyon açısından bazı riskler de bulunmaktadır. Bu risklerden ilki gıda fiyatlarının seyridir. Tarımsal ürün fiyatlarındaki yüksek artışın devam ederek gıda grubu fiyatlarına yansımaları olasılığı enflasyonu olumsuz etkileyebilecek bir unsur olarak görülmektedir. Ayrıca, Irak'ın yeniden yapılandırılması çerçevesinde Irak'a yapılacak gıda ihracatının artması durumunda yurt içi gıda fiyatları üzerinde ek bir baskı oluşabilecektir.

iv. Tüm bu değerlendirmeler ışığında, önümüzdeki dönemde iç talep canlanmasının sınırlı olacağı, döviz kurunda keskin bir artış meydana gelmeyeceği ve program dışı kamu fiyat ayarlamalarına başvurulmayacağı varsayımları altında ve ekonomik programın hedefler doğrultusunda uygulanmaya devam edilmesi koşuluyla, özellikle gıda dışındaki sektörlerde fiyat artışlarının yıl sonu hedefi ile uyumlu bir seviyede seyredeceği düşünülmektedir.

Sonuç olarak, enflasyondaki, düşüşte meydana gelen duraklamanın dış gelişmeler ve içeride de gıda fiyatları gibi dışsal faktörlerden kaynaklandığı görülmektedir. Bir başka deyişle, enflasyondaki düşüş eğiliminin durakladığını söylemek şu andaki verilerle mümkün görünmemektedir. Ne var ki, enflasyonla mücadeledeki kazanımların korunabilmesi için ekonomi politikalarının tutarlı ve kararlı bir şekilde uygulanması, güven ortamının daha da güçlendirilerek bekleyişlerin olumlu etkilenmesi önem kazanmaktadır.