

Ağustos Ayı Enflasyonu, Görünüm ve TCMB Faiz Oranları

I. GENEL DEĞERLENDİRME

1. Ağustos ayında TÜFE yüzde 0,58, TEFE yüzde 0,79 oranında artmıştır. Yıllık fiyat artış oranı TÜFE ve TEFE’de sırasıyla yüzde 10 ve yüzde 10,5 olarak gerçekleşmiştir.

2. Mevsimsellikten arındırılmış aylık fiyat artış oranı TÜFE ve TEFE’de sırasıyla yüzde 1,1 ve yüzde 1,8; gıda dışı TÜFE ve tarım dışı TEFE’de ise yüzde 0,7 ve yüzde 1,8 olarak gerçekleşmiştir.

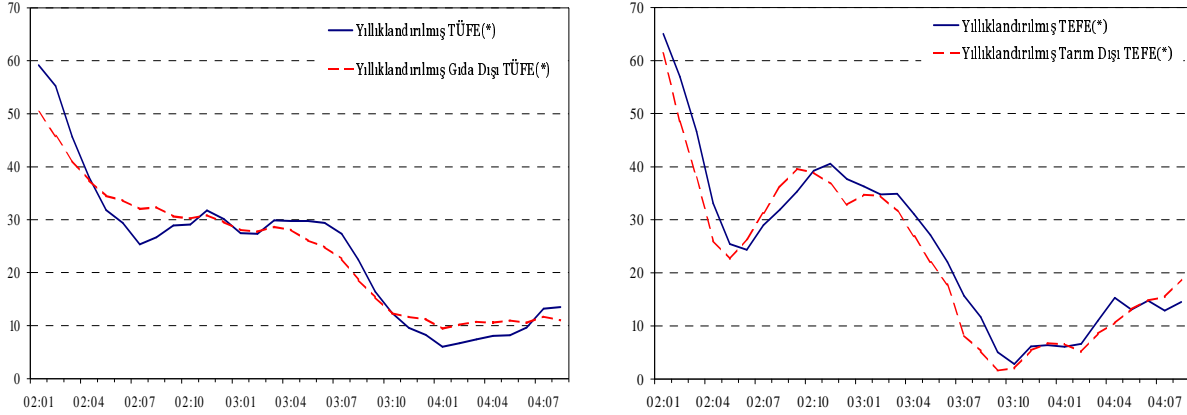
Tablo 1: Genel TÜFE, TEFE ve Alt Kalemler

	Yıllık % Değişim		Aylık % Değişim			
	2003	2004	2004	2004	2003	2004
	Ağustos	Ağustos	Haziran	Temmuz	Ağustos	Ağustos
TÜFE	24,9	10,0	-0,1	0,2	0,2	0,6
Mallar	24,9	6,5	-0,7	-0,2	-0,7	-0,1
Hizmetler	25,0	16,7	0,9	1,0	1,8	1,7
Gıda Dışı	23,1	10,6	0,8	0,4	0,7	0,7
Gıda	31,5	8,0	-3,3	-0,6	-1,7	0,1
TEFE	22,7	10,5	-1,1	-1,5	-0,2	0,8
Kamu	19,4	13,4	2,0	1,8	1,5	2,3
Özel	24,1	9,4	-2,2	-2,8	-0,8	0,2
Kamu İmalat	22,9	16,0	1,5	2,7	1,6	2,3
Özel İmalat	18,5	10,8	1,2	0,3	0,7	1,5
Tarım	36,8	6,4	-8,1	-8,6	-4,0	-2,5
Tarım Dışı	19,0	11,8	1,5	0,8	1,0	1,8
Tarım ve Enerji Dışı	19,7	12,6	1,6	0,8	1,1	1,8

Kaynak: TCMB, DİE.

3. Mevsimsellikten arındırılmış enflasyonun son altı aydaki ortalaması TEFE’de yüzde 1,14, TÜFE’de ise yüzde 1,06 olmuştur. Söz konusu ortalama artışlar, yıllık olarak sırasıyla yüzde 14,5 ve yüzde 13,5’e karşılık gelmektedir. Aynı dönemde, mevsimsel etkilerden arındırılmış gıda dışı TÜFE’nin ortalama artışı yüzde 0,87 olmuştur. Bu rakam, yıllık olarak yüzde 11’e karşılık gelmektedir (Grafik 1).

Grafik 1: Yıllık Yüzde Değişim ve Altı Aylık Hareketli Ortalamalar
TÜFE ve Gıda Dışı TÜFE **TEFE ve Tarım Dışı TEFE**



(*) Altı Aylık Hareketli Ortalama (Yıllıklandırılmış, Mevsimsel Düzeltme Yapılmış)
Mevsimsellikten arındırma işleminde TRAMO/SEATS yöntemi kullanılmıştır.
Kaynak: TCMB, DİE

Tüketici Fiyatlarındaki Gelişmeler

4. Ağustos ayında hizmet fiyatlarındaki görece yüksek artışa karşılık, giyim fiyatlarındaki mevsimsel düşüş, gıda fiyatlarındaki sınırlı artış ve dayanıklı tüketim malları fiyatlarındaki gerileme TÜFE enflasyonunu sınırlandırmıştır. Ağustos ayı hizmet fiyatları artışı yüzde 1,7 olarak gerçekleşirken mal fiyatları yüzde 0,1 oranında düşüş göstermiştir. Mal grubu fiyatlarının olumlu seyrinde, mevsimsel etkilerin yanı sıra, yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarında talep baskısı görülmemesi de etkili olmuştur. İlk sekiz aylık mevsimsellikten arındırılmış birikimli fiyat artışı mal grubunda yüzde 5,9 iken, hizmetler grubunda yüzde 9,4 olmuştur.

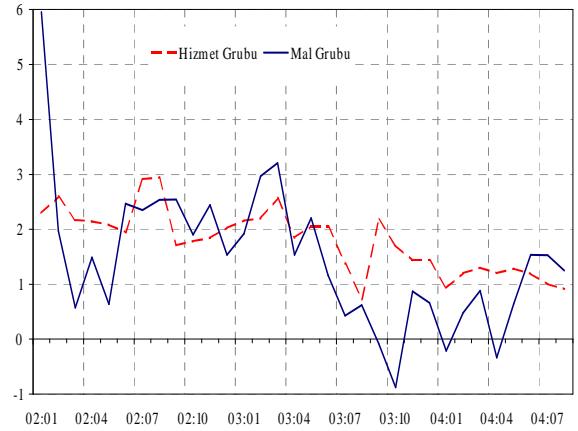
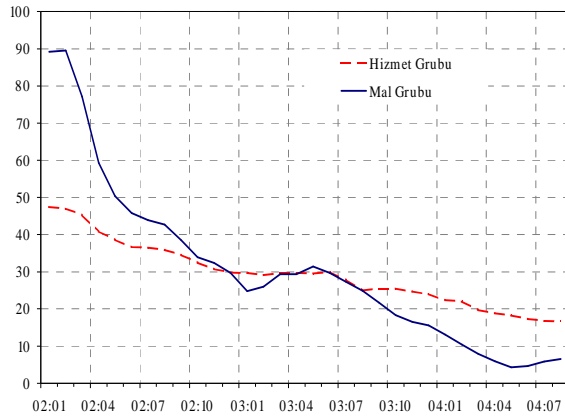
5. Yalnızca Ağustos ve Eylül aylarında fiyat ayarlamasına gidilen eğitim hizmetleri sektöründe özel okul ve kurs ücretlerinin sırasıyla yüzde 15,7 ve yüzde 12,7'lik artışlar göstermesi, eğitim grubunda aylık fiyat artışının yüzde 9,2'ye yükselmesine neden olmuştur. Üniversite katkı paylarında yaklaşık yüzde 15'e varan artış yapılması, eğitim sektörü fiyat artışının Eylül ayında da TÜFE enflasyonunu yukarı çeken bir unsur olacağına işaret etmektedir. Öte yandan kiralardaki yüksek artış eğilimi de devam etmektedir. Ağustos ayı itibarıyla yıllık TÜFE enflasyonu yüzde 10 seviyesindeyken, eğitim hizmetleri ve kira grubunda yıllık enflasyon oranlarının sırasıyla yüzde 21,6 ve yüzde 20,8 olması hizmet fiyatlarındaki katılığın devam ettiğine işaret etmektedir.

6. Mal grubunda gıda fiyatları yüzde 0,1 ile sınırlı bir artış gösterirken, giyim ve ayakkabı fiyatları Temmuz ayındaki yüzde 3,7'lik düşüşün ardından Ağustos ayında da yüzde 3,2 oranında gerilemiştir. Yılın ilk sekiz ayında mevsimsellikten arındırılmış gıda ve giyim fiyatlarının birikimli artış oranları sırasıyla yüzde 6,3 ve yüzde 4,9 oranlarında gerçekleşerek bu dönemdeki mevsimsellikten arındırılmış TÜFE birikimli artışı olan yüzde 7,3'ün altında kalmıştır. Eylül ayıyla birlikte her iki grupta da olumlu mevsimsel etkilerin tersine döndüğü bir döneme girilmektedir.

7. Mal fiyatlarındaki düşüş üzerinde etkili olan bir başka alt grup, Ağustos ayında yüzde 2,5 oranında gerileyen dayanıklı tüketim malları fiyatları olmuştur. Döviz kuru gelişmeleri ve talep koşullarına karşı oldukça duyarlı olduğu bilinen bu grupta yer alan özel ulaşım araçları ve eğlence-kültür araçları fiyatları yüzde 3,9 oranında düşüş göstermiştir.

8. Olumlu mevsimsel etkiler ve maliyet koşullarının belirleyici olması nedeniyle, giyim ve dayanıklı tüketim malı fiyatları üzerindeki talep etkisini ayırtırmak güç olmaktadır. Diğer yandan, talep esnekliği yüksek olduğu bilinen mobilya ve yer döşemeleri fiyatlarında yüzde 3,9'luk bir artış meydana gelmesi ve Ağustos ayı itibarıyla birikimli fiyat artışının yüzde 12'ye yükselmesi dikkat çekicidir.

Grafik 2: Mal Grubu ve Hizmet Grubu Fiyatları
Yıllık Yüzde Değişim
Aylık Yüzde Değişim
(Mevsimsellikten Arındırılmış)*



Kaynak: TCMB, DİE.

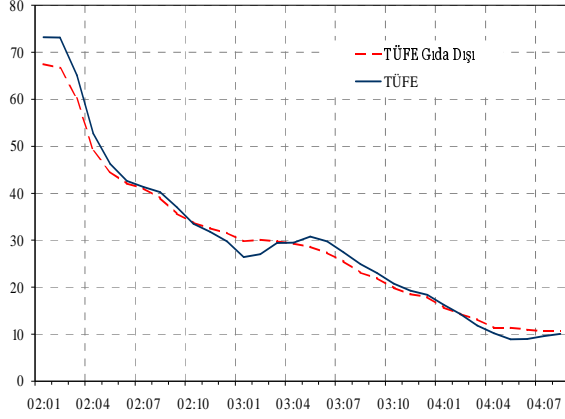
*Mevsimsellikten arındırma işlemi TRAMO/SEATS yöntemi kullanılmıştır.

9. Bunun yanında, kamu kontrolündeki ilaç fiyatları yüzde 6,2 oranında artarak sağlık grubu fiyat artışının yüzde 1,9 ile genel TÜFE enflasyonunun üzerinde kalmasına neden olmuştur. Bunun yanında, konut ve ulaştırma grubu fiyatları 10 Ağustos itibarıyla akaryakıt fiyatlarına yapılan yüzde 5'lik zamdan etkilenmiş olsa da, bu gruplardaki fiyat artışlarının diğer alt kalemler tarafından kısmen telafi edildiği gözlenmektedir.

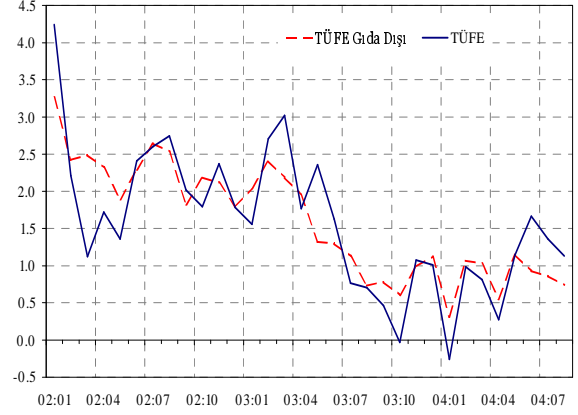
10. Bu çerçevede, Ağustos ayında mevsimsellikten arındırılmış TÜFE ve gıda dışı TÜFE enflasyonu son üç aydaki ortalamalarına göre 0,3'er puan gerilemiş, yıllık TÜFE enflasyonu baz etkisi nedeniyle yüzde 9,4'den yüzde 10'a yükselirken, gıda dışı TÜFE yıllık enflasyonu yüzde 10,6'da kalmıştır (Grafik 3).

Grafik 3: TÜFE ve Gıda Dışı TÜFE

Yıllık Yüzde Değişim



**Aylık Yüzde Değişim
(Mevsimsellikten Arındırılmış)***



Kaynak: TCMB, DİE.

*Mevsimsellikten arındırma işleminde TRAMO/SEATS yöntemi kullanılmıştır.

Toptan Eşya Fiyatlarındaki Gelişmeler

11. Ağustos ayı TEFE artışında imalat sanayiinin baskın olduğu görülmektedir. Bu dönemde kamu imalat sanayii fiyatları aylık bazda yüzde 2,3 artmıştır. Söz konusu fiyat artışına en yüksek katkı petrol ürünleri imalatı ve ana metal sanayii sektörlerinden gelmiştir. Bu gelişmede kur hareketleri ve dünya ham madde fiyatlarındaki artışlar rol oynamıştır.

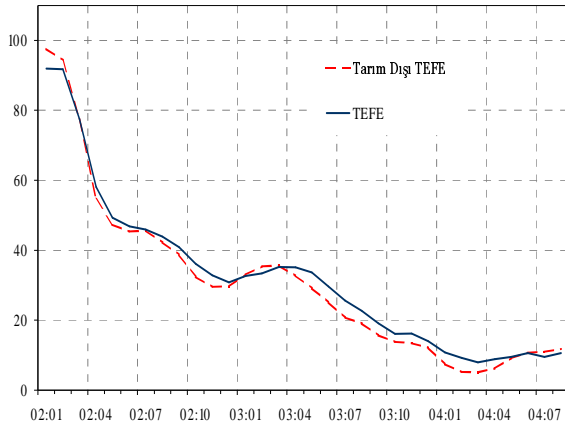
12. Diğer yandan, özel imalat sanayi fiyatları Ağustos ayında yüzde 1,5 oranında artmıştır. Söz konusu artışa en yüksek katkının kimyasal madde ürünleri imalatı ve mobilya imalatı sektörlerinden geldiği görülmektedir. Kimyasal madde ürünleri imalatı sektöründeki söz konusu artış, sektörün ağırlıklı olarak petrol ürünleri ve ithal girdi kullanmasından dolayı kur ve petrol fiyat hareketleri ile açıklanabilir. Mobilya imalatı sektöründeki yüksek fiyat artışının ise mevsimsel etkilerin yanında iç talepteki görece canlanmayı yansıttığı düşünülmektedir. Mobilya imalatında yıllık enflasyon 2003 yılı Ağustos ayındaki yüzde 15,9'luk düzeyinden 2004 yılı Ağustos ayında yüzde 35,3'e yükselmiştir.

13. Tarım grubu fiyatları, taze sebze ve meyva grubundaki düşüşe bağlı olarak, Ağustos ayında yüzde 2,5 gerilemiştir. Buna karşılık mevsimsel etkilerden arındırıldığında tarım fiyatları yüzde 1,1 oranında artmıştır.

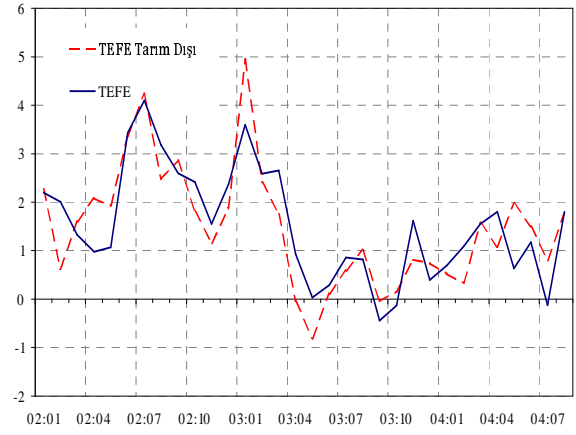
14. Enerji fiyatları ise mevcut eğilimini korumuş ve yüzde 0,1 artış göstermiştir. Yıllık bazda enerji fiyatlarının yüzde 1,8 ile gerilemeye devam ettiği gözlenmektedir.

Grafik 4: TEFE ve Tarım Dışı TEFE

Yıllık Yüzde Değişim



**Aylık Yüzde Değişim
(Mevsimsellikten Arındırılmış)***



Kaynak: TCMB, DİE.

*Mevsimsellikten arındırma işleminde TRAMO/SEATS yöntemi kullanılmıştır.

15. Böylece Ağustos ayında yıllık TEFE artışı yüzde 10,5'e, tarım dışı TEFE ise yüzde 11,8'e yükselmiştir. Önümüzdeki dönemde uluslararası ham petrol fiyatlarındaki gelişmeler petrol ürünleri başta olmak üzere enerji fiyatları üzerinde belirleyici olabilecektir. Ayrıca tarım sektörünün mevsimsel olarak enflasyonu kısıtlayıcı etkisi ortadan kalkacaktır.

II. GÖRÜNÜM

Enflasyonu Etkileyen Genel Faktörlerin Görünümü

16. Gelecek enflasyona yönelik bilgi seti oluşturulurken, son dönemdeki fiyat gelişmelerinin ileriye yönelik taşıdığı sinyallerin iyi anlaşılması ve genel fiyat düzeyini etkileyen faktörlerin önümüzdeki dönemde izleyebileceği seyrin değerlendirilmesi önem taşımaktadır.

- Son dönemde kapasite kullanım oranlarının yüksek seyretmesi ve üretim açığının kapanmaya başlamasına rağmen yılın ilk yarısında tüketici fiyatlarında belirgin bir hızlanma görülmemiştir. Bunun temel nedeni, anılan dönemde iç talepteki görece canlanmanın bütün sektörlerle yayılmamış olması ve yüksek üretim artışı sağlayan sektörlerde—özellikle dayanıklı tüketim malları alanında—gözlenen önemli verimlilik artışlarıdır. Önümüzdeki dönemde enflasyon açısından takip edilmesi gereken değişkenler iç talebe dair göstergelerle verimlilik artışı ve birim işgücü maliyetlerinin gidışı olacaktır. Mevcut veriler ışığında bu konuda aşağıdaki saptamalar yapılabilir:

- Kapasite kullanım oranlarının tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyretmesi, tam rekabet ortamının henüz oluşmaması ve istihdamın artma sinyalleri önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarının geçtiğimiz üç yıla oranla yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Ancak, diğer yandan 2003 yılının son çeyreğinden itibaren süregelen yatırım eğiliminin, verimlilik artışını önümüzdeki dönemde de destekleyeceği tahmin edilmektedir. İzleyen dönemlerde birim işgücü maliyetlerinin enflasyondaki düşüş sürecine vereceği destek görece olarak azalabilecekse de yatırımın ve üretimin önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik başlatılan düzenlemelerin devam etmesi halinde verimlilik artışlarının birim işgücü maliyetlerine katkısının yine aşağı yönde olacağı öngörülmektedir.
- İç talep açısından ise yakın dönemde para talebinde, otomobil satışlarında ve genel kredi hacmindeki belirgin yavaşlama eğilimi ve piyasadaki görece likidite daralması dikkat çekicidir. Bu gelişmeler, ekonomik aktivitede son dört çeyrekte devam eden artışın önümüzdeki dönemde yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Bu konuyla ilgili olarak, tüketici kredilerindeki gelişmeler ve iç talep bileşenlerine ilişkin öncü göstergeler dikkatle takip edilmeye devam edilmektedir.

- Tüketici fiyatları 2004 yılının ilk sekiz ayında kümülatif olarak yüzde 3,9 oranında artmıştır. Bu seviye son dönemdeki dünya hammadde fiyatlarındaki yüksek artışlar ve döviz kuru dalgalanmalarına rağmen gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatları artışının yılın ilk sekiz ayındaki seyrinin enflasyon hedefi ile tutarlı patikanın da altında olmasının yarattığı marj, olası dışsal

şoklar durumunda dahi yıl sonu hedefine ulaşılabilme olasılığının yüksek olduğuna işaret etmektedir.

- Uzun süredir kararlılıkla uygulanmakta olan ekonomik program dahilinde fiyat istikrarına odaklı bir para politikası stratejisi ve disiplinli maliye politikaları sonucu enflasyon bekleyişleri kontrol altında tutulmuş, enflasyon hedefi her geçen gün çapa işlevini pekiştirmiş, fiyatlama davranışlarında yapısal bir dönüşüm başlamıştır. Sonuç olarak, bugün gelinen noktada, açıklanan enflasyon hedefi artık ekonomik birimlerce güçlü bir referans olarak algılanmaktadır. Bu bağlamda, 2004 yılının geri kalanında ve sonrasında da, mevcut programın yapısal reformlar kanadına daha da ağırlık verilerek benzer bir yaklaşımla devam ettirileceğine dair algılamaların kuvvetlenmesi durumunda, enflasyon bekleyişlerinin hedeften belirgin bir şekilde sapmayacağı öngörülmektedir.
- Enflasyon bekleyişlerindeki düşüş, artan rekabet ortamı ve süregiden parasal ve mali disiplin maliyet artışlarının fiyatlara geçişini sınırlandırmaktadır. Bunun yanında dalgalı döviz kuru rejimine geçiş sonrasında yabancı paralar cinsinden mali varlıkların görece risksiz bir yatırım aracı olmaktan çıkması ve kur değişimlerinin her iki yönde de oluşabilmesi endeksleme mekanizmalarının kırılmasına katkıda bulunmakta ve döviz kurundan enflasyona geçiş—özellikle tüketici fiyatlarında—yavaşlatmaktadır. Maliye ve para politikaları enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde yürütüldükçe ve serbest rekabet ortamı geliştirilerek oligopolistik piyasalar asgariye indirildikçe fiyatlama davranışındaki bu değişim daha da kalıcı olmaya yönelecektir.
- Hizmet sektöründeki katılık ve mal-hizmet grupları görece fiyat farklılaşması devam etmektedir. Yılın ilk sekiz ayında mevsimsellikten arındırılmış birikimli fiyat artışı mal grubunda yüzde 5,9 iken hizmetler grubunda 9,4 olmuştur. Bu durum kısmen mal grubu üreten sektörlerdeki yüksek verimlilik artışlarıyla, kısmen mal grubu fiyatlarının hizmet grubuna oranla döviz kuruna daha fazla tepki vermesiyle açıklanabilir. Ne var ki, hizmet grubunda bazı sektörlerde—özellikle kira, sağlık ve eğitim hizmetlerinde—bu iki faktörün açıklayabileceğinin de ötesinde, geçmiş dönem fiyatlandırma alışkanlıklarının devam ettiği gözlenmektedir. Genel fiyat artışlarının yüzde 10 civarında seyrettiği bir dönemde yıllık eğitim hizmetleri fiyatlarının ve kira artışlarının yüzde 20'lerin üzerinde olması dikkat çekici bir durum olarak değerlendirilmektedir. Kalıcı fiyat istikrarının hedeflendiği önümüzdeki dönemde, her hangi bir alt kalemin genel eğilimden belirgin bir sapma göstermesi sonucu oluşabilecek görece fiyat farklılaşmaları bugüne kadar olduğundan çok daha fazla önem kazanacaktır.
- Mali disiplinin sürdürülmesi ve 2004 yılındaki yüksek büyüme performansının da katkısıyla hedeflerin ötesinde artan vergi gelirleri, petrol fiyatlarında bütçe öngörülerinin ötesindeki yükselişin akaryakıt fiyatlarına yansımalarının sınırlı tutulabilmesine olanak sağlamıştır. 2005 yılında ekonomik aktivitedeki canlanmanın yavaşlayacağı ve büyümenin içinde bulunduğumuz yıla oranla daha düşük gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Ayrıca dünya ekonomisindeki görece canlılığın 2005 yılında da devam etmesi olasılığı, ham madde fiyatlarındaki yüksek

seviyelerin kısa vadede tersine dönmeyeceği sinyallerini vermektedir. Bu durumda, önümüzdeki yıl vergi gelirlerinden feragat ederek yüksek ham madde maliyetlerini fiyatlara kısmen yansıtma stratejisinin uygulanması daha güç olabilecektir. Kaldı ki böyle bir strateji orta vadede sürdürülebilir de değildir. Kalıcı çözüm, kamu sektöründeki mali uyumun derinleştirilmesinde yatmaktadır. Bu noktada mali disiplinin sosyal güvenlik ve vergi reformları gibi yapısal reformlarla desteklenmesi çalışmalarının olumlu algılandığı bir kez daha vurgulanmalıdır. Kuşkusuz bu reformların temelleri hemen atılsa dahi, gelir ve harcama tarafındaki somut ürünleri orta ve uzun vadede elde edilecektir. Ancak söz konusu adımların beklentiler üzerinde yaratacağı etkiler mevcut dengelerin sürdürülebilirliğine önemli katkıda bulunacaktır.

- Petrol fiyatlarında öngörülemeyen saptmalar, dünyanın her yerinde olduğu gibi ülkemizde de her zaman bir risk unsurudur. Ham madde ithal fiyatları son dönem artışlarının enflasyon üzerinde doğrudan ve girdi maliyetleri yoluyla yansımaları, yani "birinci derece etkileri", özellikle yılın ikinci yarısında hissedilmeye başlanmıştır. Ancak, söz konusu şokların "ikinci derece" olarak tanımlayabileceğimiz etkileri—orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinde bir bozulma ve bunun fiyatlara yansımaya sinyali—henüz ortaya çıkmamıştır. Bir diğer deyişle, yukarıda bahsedilen temel koşullar sağlandığı takdirde, girdi maliyetlerini dışsal olarak yaratan etmenler ortadan kalktığında enflasyon tekrar düşüş sürecine girebilecektir. Kaldı ki diğer önemli bir girdi maddesi olan elektrik fiyatlarında bir süredir devam eden olumlu gelişmeler toplam maliyet artışını sınırlamaktadır. Yine de önümüzdeki dönemde özellikle petrol fiyat artışlarının ikinci derece etkileri yakından izlenecektir.
- Enflasyonun yılın ilk sekiz ayında olumlu seyretmesinde gıda fiyatlarının aynı dönemde düşüş göstermesinin katkısı yüksek olmuştur. Ancak, bu tip katkılar doğa koşulları ve mevsimsel eğilimlere göre değişebilmektedir. Dolayısıyla, söz konusu kalemlerdeki fiyat gelişmeleri yönü ne olursa olsun gelecek dönem enflasyonu konusunda çok az bilgi içermekte ve para politikası kararlarında baskın olabilecek bir nitelik taşımamaktadır.
- Mevcut rejim çerçevesinde Merkez Bankası'nın hedeflediği endeks tüketici fiyatları endeksidir; TEFE ise hiç bir şekilde hedef niteliği taşımamaktadır. Ekonomik programda yer alan TEFE artışı rakamları bir hedeften ziyade "projeksiyon" niteliği taşımaktadır. Şüphesiz, ileriye yönelik bir bakış açısıyla, toptan eşya fiyatları, tüketici fiyatlarına yönelik içerdiği bilgi çerçevesinde önem taşımaktadır. Bu doğrultuda, imalat sanayii fiyatlarındaki gelişmeler yakından takip edilmekte; parasal ve mali disiplinin sürdürüğü, kamu gelirler ve ücret politikasının hedeflerle uyumlu belirlendiği bir ortamda, son dönemdeki TEFE artışlarının tüketici fiyatları üzerindeki etkisinin sınırlı kalmaya devam etmesinin sürpriz olmayacağı düşünülmektedir.

17. Son olarak, on iki aylık birikimli enflasyon rakamları konusunda bazı noktaları tekrar vurgulamakta fayda bulunmaktadır. Yıl başından itibaren gerek aylık olarak yayımlanan enflasyon analizlerinde gerekse üç ayda bir yayımlanan para politikası raporlarında, yıllık enflasyonun ilk yarıda azalacağı,

ikinci yarıda ise yükselebileceği, ancak bu durumun tamamen hedefler çerçevesinde olacağı defalarca vurgulanmıştı. Nitekim, Temmuz ve Ağustos aylarında, yıllık enflasyon rakamları öngörüler doğrultusunda bir önceki aylara göre küçük artışlar göstermiştir. Daha önce de vurgulandığı gibi, yıllık enflasyon rakamı tamamen geçmişe yönelik bir değişken olup, bu rakamın aydan aya değişimi, bir önceki yılın aynı ayındaki enflasyon değerine de bağlı olmaktadır. Bu durum zaman zaman hatalı yorumlara sebep olabilmektedir. Bir örnek vermek gerekirse, Ağustos ayı yıllık enflasyon rakamlarındaki artış, *hatalı bir şekilde*, Ağustos ayında enflasyon *eğiliminde* yükseliş olduğu şeklinde sunulabilmektedir. Bilakis, Ağustos ayında mevsimsellikten arındırılmış gıda dışı TÜFE artışı yüzde 0,7 ile enflasyon hedefiyle tutarlı bir eğilim sergilemiş; hatta Temmuz ayına göre azalış göstermiştir. Buna rağmen Ağustos ayında yıllık enflasyon rakamı, geçen yılın Ağustos ayındaki olağanüstü performans nedeniyle—baz etkisinden kaynaklanarak—bir önceki aya göre artmış görünmektedir.

Cari İşlemler Açığı ve Enflasyon

18. Son dönemde cari işlemler açığında ortaya çıkan artışın, alınması gerekli tedbirler ve ekonomi politikaları merkezli değil, geçmiş alışkanlıklar çerçevesinde tartışıldığı gözlenmektedir. Bu noktada, konuyla ilgili bazı hususların tekrar altının çizilmesinde fayda görülmektedir.

19. En başta, uzun bir süredir uygulanmakta olan program çerçevesinde Türkiye ekonomisi “normalleşme” yolunda çok önemli bir mesafe almıştır. Benzer bir programın önümüzdeki dönemde de sürdürülmesi halinde, makroekonomik istikrar ortamı, kuvvetlenen kurumsal yapı ve finansman kaynaklarının kalitesindeki olası artış ile Türkiye ekonomisindeki kırılmalıkların daha da azalacağı ve dolayısı ile sürdürülebilir cari işlemler açığı düzeyinin yükseleceği açıktır. Söz konusu yapısal değişim benzer bir süreç içerisinde geçen bir çok ülke tarafından yaşanmıştır.

20. Vurgulanması gereken ikinci nokta, son dönemde cari işlemler hesabındaki bozulmanın, içsel olarak tutarlı bir programın öngördüğünün çok üzerinde bir büyüme sürecine girilmesinin “doğal” bir sonucu olduğudur. Cari işlemler açığında program projeksiyonlarının ötesinde bir büyüme nasıl dikkatle takip ediliyorsa, aynı şekilde bunun kaynağı olan ekonomik aktivitedeki öngörülenin ötesinde bir büyümenin de dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Unutulmamalıdır ki, ülkemizin ihtiyacı olan çok yüksek hızlarda dengesiz bir büyüme değil, uygulanan programlara uygun sürdürülebilir nitelikte bir büyümedir. Bunu sağlamak üzere, bazı sektörler için—hurda araç indirimi gibi—teşviklerin gözden geçirilmesi, çok hızlı kredi genişlemesini (daha sağlıklı bir mali sektöre ulaşılması amacına ters düştüğü saptanıyorsa) makul ölçülere indirecek ve uluslararası mali sektör normları ile de uyumlu olacak arz yönlü kısıtlamalara gidilmesi, öngörülerin üzerinde artan üretimin oluşturduğu ek vergi gelirlerinin tasarruf edilmesi gibi seçici önlemlerin alınması gerekmektedir. Bu yönde bazı olumlu adımların atılması memnuniyet vericidir. Önümüzdeki dönemde de ihtiyaç duyulması halinde, benzeri ilave önlemlerin ivedilikle alınması gerekebilecektir.

21. Vurgulanması gereken diğer bir nokta ise para politikasının rolüne ilişkindir. Hızlı büyüme ve yüksek cari açığın, reel faizlerin yüksek seviyelerde seyrettiği bir dönemde ortaya çıktığı göz ardı edilmemelidir. Hal böyleyken, faiz politikasının bugüne kadar başarıyla yürütüldüğü biçimde gelecek

dönem enflasyonuna göre değil de cari işlemler hesabındaki gelişmelere karşı kullanılması, verilecek sinyalleri karıştırmaması ve bekleyişleri olumsuz yönde etkilemesi bir tarafa, yararlı da olmayacaktır. Öte yandan, cari işlemler hesabındaki bozulmanın döviz kurunun düzeyinin piyasa koşulları altında belirlendiği bir ekonomide ortaya çıktığı da unutulmamalıdır. İdeal kur rejiminin ne olması gerektiği hakkındaki farklı görüşlere rağmen, 2000-2001 krizinden bu yana geçen süreç içerisinde dalgalı kur rejiminin sayısız yararı görülmüştür. Reel faiz oranlarının yüksek olmasına ve zaman zaman daha da yükselmesine yol açan yapısal sorunlar çözüldükçe (sosyal güvenlik sistemi açıklarının aşağıya çekilmesi, kayıt dışının azaltılması ve vergi tabanının genişletilmesi, etkin işleyen bir mali sistem ile derinleşmiş mali piyasaların oluşması) ve program uygulamasında aksama beklentisi yaratacak nedenler ortadan kaldırıldıkça da, dalgalı kur rejiminin otomatik dengeleyici rolünü daha kuvvetli bir biçimde oynaması beklenmektedir.

22. Bu aşamada Merkez Bankası açısından mevcut konjonktürde ortaya çıkan doğal soru, cari işlemler hesabındaki bozulmanın enflasyonu ne derece etkileyebileceğidir. Yasası gereği temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası açısından, cari işlemlerdeki bozulmanın gelecek dönem enflasyonunu hangi kanallardan etkileyebileceği konusunun bir kez daha analiz edilmesi yararlı olacaktır.

a. İlk kanal, cari işlemler hesabındaki bozulmanın ve bu konudaki bekleyişlerin döviz kurunda yaratabileceği hareketler yoluyla enflasyonu olumsuz etkileme olasılığıdır. Bir süredir üzerinde çalışılmakta olan orta vadeli yeni bir programın uluslararası kuruluşların da desteği ile hayata geçirilmesi yolunda önemli aşamalar kaydedildiği göz önüne alındığında, cari işlemler hesabındaki bozulmanın ve bu konudaki bekleyişlerin döviz kurunda yaratabileceği hareketler yoluyla enflasyonu olumsuz etkileme olasılığının güçlü bir olasılık olmadığı ve olmayacağı açıktır. Bunun en büyük kanıtı uygulanmakta olan program çerçevesinde elde edilen kazanımlar ve dışsal şoklara karşı ekonomimizin giderek daha az kırılgan hale geldiği gerçeğidir.

b. İkinci kanal ise, cari işlemler hesabında bozulmaya yol açan unsurlar ile enflasyon dinamiği arasındaki ilişkidir. Döviz kuru kanalının yukarıda tartışıldığı dikkate alındığında, bu unsurların başında, şüphesiz yüksek büyüme hızı gelmektedir. Bu durumda sorulması gereken soru şudur: Ulaşılan yüksek büyüme hızı enflasyondaki düşüş sürecini ne ölçüde tehdit etmektedir? Bu sorunun yanıtlanabilmesi için bakılabilecek önemli bir değişken üretim açığıdır. Son dönemde özel yatırım harcamalarında gerçekleşen yükselme ve süre giden verimlilik artışı dikkate alındığında potansiyel üretim düzeyinin artmakta olduğu belirtilebilir. Merkez Bankası bünyesinde gerçekleştirilen hesaplamalar, üretim açığının enflasyondaki düşüş sürecini tehdit eder boyutta olmadığını göstermektedir. Kaldı ki üretim açığı enflasyonu belirleyen değişkenlerden sadece bir tanesidir ve en önemlisi de değildir. Bunun yanında, işgücü piyasasındaki koşullar, mali disiplinin devamı sonucu harcanabilir gelirin kontrol altında tutulması, verimlilik artışları ve 16. maddede sıralanan diğer faktörler göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde enflasyonda belirgin olarak yükselişe yol açacak bir baskı olmayacağı ortaya çıkmaktadır.

Sonuç

23. Sonuç olarak, 2004 yılı enflasyon hedefine ulaşılmasını belirgin şekilde tehdit edecek bir risk unsuru görülmemektedir. 2005 yılında ise iç talep ve işgücü maliyetlerinin geçtiğimiz üç yıldaki kadar enflasyonun düşmesine destek vermeyebileceği, yüksek petrol fiyatlarının enerji maliyetlerini artırarak hem cari işlemler, hem de enflasyon üzerinde baskı yaratabileceği, uluslararası piyasalarda meydana gelebilecek likidite daralması ve faiz artışlarının kurlar üzerinde baskı yaratabileceği gibi risk faktörleri bulunmaktadır. Ancak, gelecek dönem enflasyon eğilimi açısından asıl olan bütçe disiplini, bütçe disiplinin kalitesi, özellikle gelecek yıllardaki bütçe disiplinini de kolaylaştıracak olan vergi ile sosyal güvenlik reformu gibi yapısal reform sürecinin kesintisiz devam ettirilmesi ve enflasyona odaklı para politikası uygulamalarıdır. Bu politikalar etkin bir şekilde sürdürüldüğü sürece, dışsal şoklar nedeniyle zaman zaman dalgalanma gösterebilecek olsa da, enflasyonun temel eğiliminin düşüş yönünde olmaya devam edeceği açıktır. Bu çerçevede, başarısı kanıtlanmış olan mevcut ekonomik programın temel ilkelerinin 2005 ve sonrasında da devam ettirileceği yönünde ortaya konan siyasi irade beyanları ne tür bir programla yola devam edileceği hakkındaki belirsizlikleri ortadan kaldırmış ve *gıda-enerji gibi dışsal faktörlerle belirlenen kalemlerden arındırılmış fiyat artışlarındaki düşüş sürecinin* devam edeceğine ilişkin kanımızı kuvvetlendirmiştir. Sonuç olarak, bu koşullar altında ve bugünkü bilgi seti ışığında, kısa dönemli faizlerin indirilmesi uygun görülmektedir.

24. Ancak, para politikasına dair bazı hususların daha iyi anlaşılması açısından son bir noktanın tekrar vurgulanması gerekmektedir: İstikrara kavuşmuş ya da bu yolda çok önemli mesafeler almış ülkelerde, temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan bir merkez bankasının ekonominin içinde olduğu koşullara bağlı olarak temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesi kadar artırması da normaldir. Merkez bankalarının bu tür hareketlerinin bu ekonomilerde istikrarı korumaya yönelik hareketler olduğu temel bir gerçektir. Son tahlilde, koşulların dayatmasına karşın merkez bankalarının gerekli adımları atmamaları asıl eleştiri noktası olmalıdır. Bu doğrultuda, şimdiye kadar olduğu gibi bundan sonra da para politikası şekillendirilirken sadece gelecek dönem enflasyonu göz önüne alınacak; enflasyonun gelecekte göstereceği eğilimin hedeflerle uyumsuzluğuna dair net sinyaller alınması ve bu uyumsuzluğun orta-uzun vadede kalıcı bir nitelik taşıyabileceğinin algılanması durumunda faiz politikası etkin olarak kullanılacaktır.

III. MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARI

25. Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, Bankamız bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo–Ters Repo Pazarı'nda uygulamakta olduğumuz kısa vadeli faiz oranlarının 8 Eylül 2004 tarihinden itibaren aşağıdaki gibi düşürülmesine karar verilmiştir:

a) Gecelik Faiz Oranları: Borçlanma faiz oranımız yüzde 22'den yüzde 20'ye düşürülürken, borç verme faiz oranımız yüzde 27'den yüzde 24'e düşürülmüştür.

b) Diğer Vadeler: 1 haftalık borçlanma faiz oranımız yüzde 22'den yüzde 20'ye düşürülmüştür.

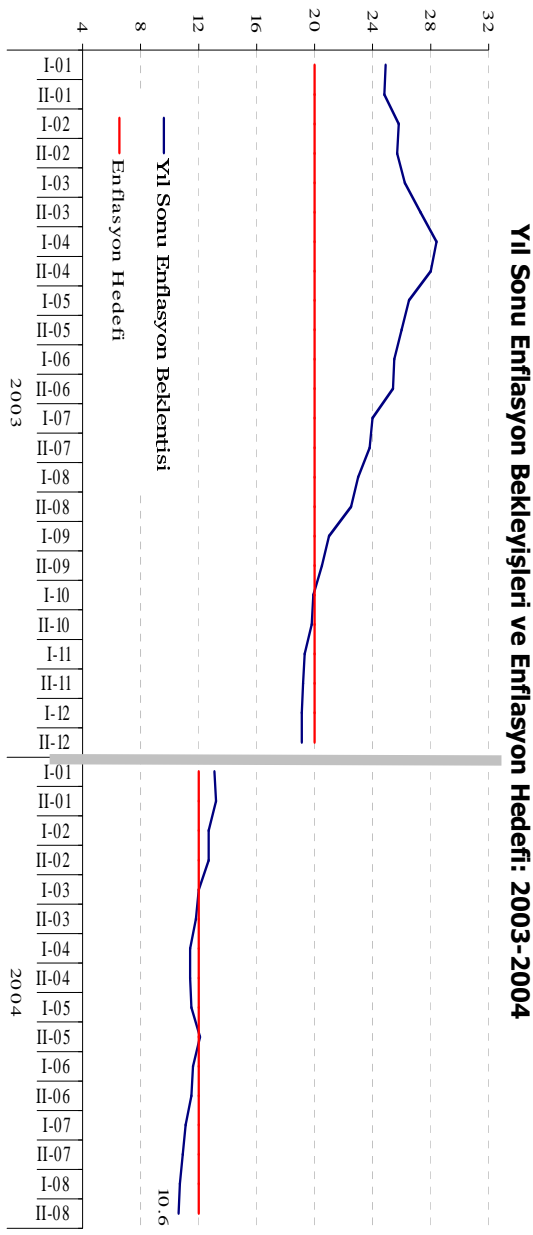
c) Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00 – 16:30 arası gecelik vadede uygulanan Bankamız borç

verme faiz oranı yüzde 32'den yüzde **28'e** düşürülürken, yüzde **5** olan borçlanma faiz oranımız değiştirilmemiştir.

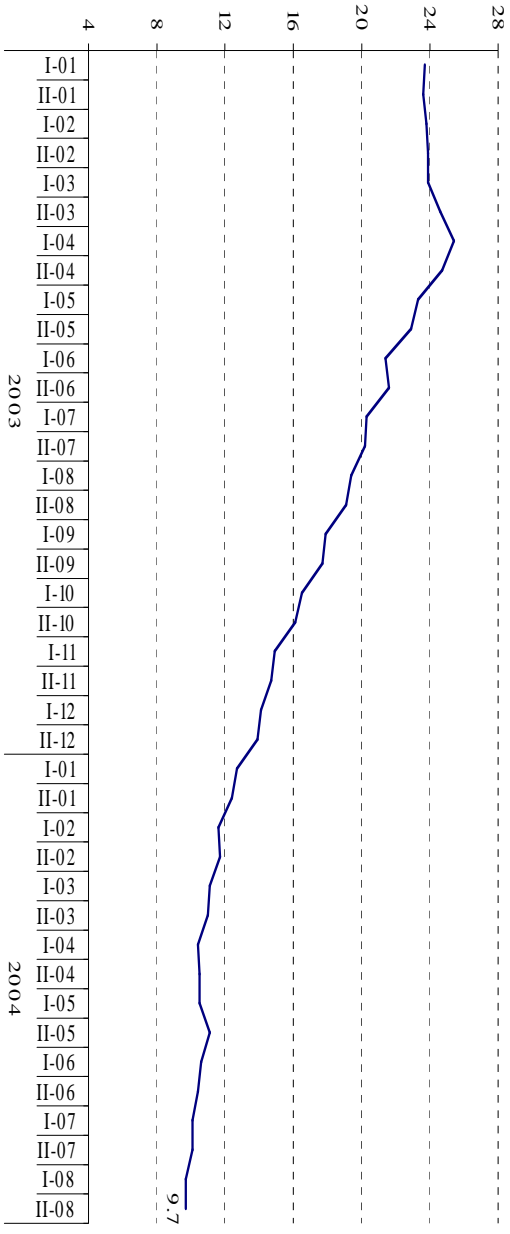
d) Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkanının faiz oranları yüzde 24'ten yüzde **22'ye** düşürülmüştür.

Kamuoyunun bilgisine sunulur.

Grafik 5: TCMB Beklenti Anketine Göre Enflasyon Bekleyişleri



Gelecek 12 Aya İlişkin Enflasyon Bekleyişleri



Kaynak: TCMB Beklenti Anketi