

Şubat Ayı Enflasyonu ve Görünüm

I. GENEL DEĞERLENDİRME

1. 2003 temel yıllık endekslere göre, 2005 yılı Şubat ayında TÜFE yüzde 0,02, ÜFE yüzde 0,11 oranında artmıştır. Yıllık artış oranı TÜFE’de yüzde 8,69’a, ÜFE’de ise yüzde 10,58’e gerilemiştir.

2. Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri arasında yer alan, işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ile dolaylı vergiler hariç TÜFE aylık bazda yüzde 0,18 oranında gerilemiştir (Tablo 1). Söz konusu gösterge için Ocak ayında yüzde 8,77 olan yıllık artış oranı, Şubat ayında yüzde 8,58’e düşmüştür (Grafik 1). DİE bülteninde yer alan tüm özel kapsamlı TÜFE göstergeleri Şubat ayında daha düşük bir yıllık enflasyon oranına işaret etmektedir.

3. Tarım dışı ÜFE (Sanayi) ise Şubat ayında yüzde 0,17 oranında yükselmiştir (Tablo 1). Söz konusu endeks yıllık bazda yüzde 12,12 oranında artmıştır (Grafik 1).

4. Bu çerçevede, tüketici enflasyonundaki düşüş eğilimi Şubat ayında görece olarak hızlanmış ve 2005 yılı Şubat ayı enflasyon açısından olumlu gelişmelerin yaşandığı bir ay olmuştur.

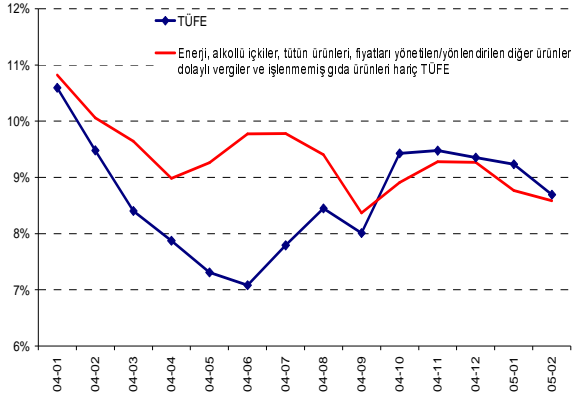
Tablo 1: Genel TÜFE, ÜFE ve Alt Kalemler

	2005 Ocak	2005 Şubat	2004 Şubat- 2005 Şubat
TÜFE	0,55	0,02	8,69
Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri			
A. Mevsimlik Ürünler Hariç	0,85	0,85	10,33
B. İşlenmemiş Gıda Hariç	0,29	0,09	9,50
D. İşlenmemiş Gıda ve Enerji Hariç	0,32	0,05	8,77
C. Enerji Hariç	0,61	0,43	8,28
E. Enerji ve Alkol Hariç	0,59	0,27	7,84
F. Enerji, Alkol, Fiyatları Yönlendirilen diğer ve vergi hariç	0,47	0,24	7,89
G. Enerji, Alkol, Fiyatları Yönlendirilen diğer, vergi ve İşlenmemiş Gıda hariç	0,15	-0,18	8,58
ÜFE	-0,41	0,11	10,58
Tarım	0,97	-0,12	5,49
Sanayi	-0,80	0,17	12,12
Madencilik	-3,40	2,07	12,88
İmalat	-1,06	0,14	12,78
Enerji	3,90	0,12	3,32

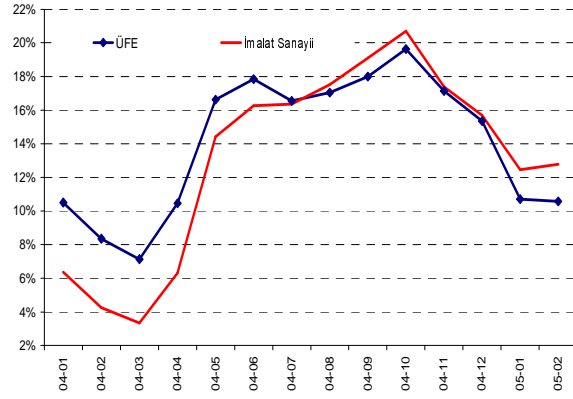
Kaynak: DİE, (2003=100)

Grafik 1: Yıllık Yüzde Değişim

TÜFE ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi (G)



ÜFE ve İmalat Sanayii



Kaynak: DİE (2003=100)

Tüketici Fiyatlarındaki Gelişmeler

5. Şubat ayı tüketici enflasyonu üzerinde belirleyici olan başlıca unsurlar i) sigara ve alkollü içeceklerin ÖTV'sindeki artış, ii) yılbaşında yapılan KDV indirimi ve iii) Yeni Türk Lirasındaki değerlenme olarak ifade edilebilir.

6. Sigara ve alkollü içeceklerin ÖTV'sinde yapılan artış, ay başında alkollü içki fiyatlarının yüzde 17,6 ile yüzde 23,5 arasında değişen oranlarda artırılmasına, takip eden günlerde ise bazı yabancı sigara fiyatlarının yüzde 4-5 gibi oranlarda yükseltilmesine neden olmuştur. Buna bağlı olarak, Şubat ayında TÜFE içinde en yüksek artış gösteren kalem yüzde 1,95 ile alkollü içecekler ve tütün kalemi olmuştur.

7. Fiyatları büyük ölçüde kamu tarafından yönlendirilen alkollü içecekler ve tütün grubunun 2003 temel yıllık endeksteği ağırlığının 1994 temel yıllık endekse göre belirgin bir şekilde artmış olması, maktu vergi artışlarının enflasyon üzerinde geçmişe göre daha büyük etkileri olacağını göstermektedir. Bu nedenle, söz konusu artışların enflasyon hedefiyle uyumlu ve yıl geneline yayılarak yapılması önem kazanmaktadır.

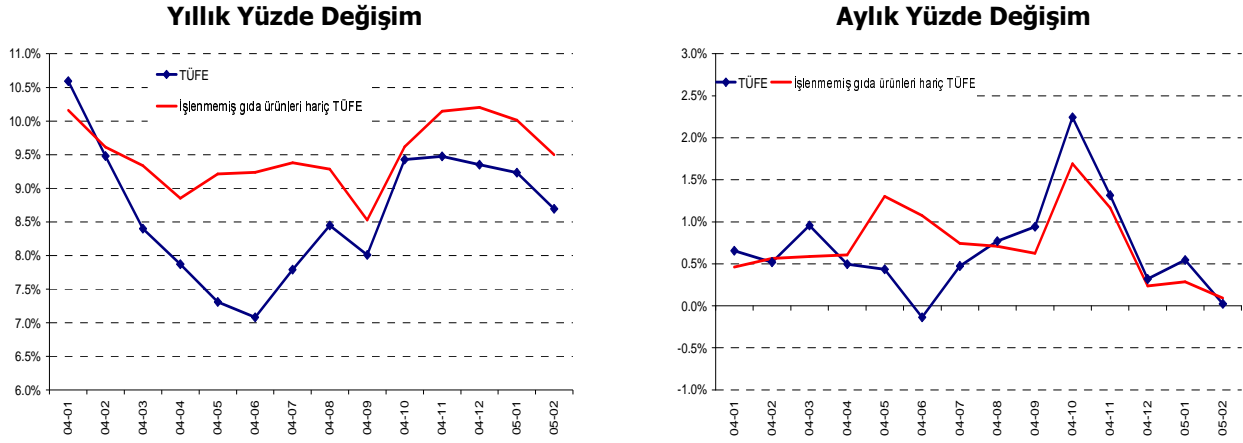
8. ÖTV'deki artışın yanı sıra, Şubat ayı enflasyonu üzerinde etkili olan bir diğer vergi unsuru, yılbaşında gıda, eğitim ve sağlıktaki KDV oranlarında 10 puanlık indirim yapılmasıdır. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda mevsimsel fiyat artışları nedeniyle indirimin etkileri açık olarak gözlenmemekle birlikte, Ocak ve Şubat aylarında bu gruptaki fiyat artışlarının mevsimsel ortalamaların altında kalması KDV indiriminin etkili olmuş olabileceğine işaret etmektedir. Öte yandan, eğitim ve sağlık gruplarında KDV indiriminin etkileri daha net bir şekilde ortaya

çıkılmaktadır: Eğitim hizmetleri fiyatları son iki ayda yüzde 0,69 oranında gerilerken, genelde Ocak ya da Şubat ayında 6 aylık fiyat ayarlaması yapılan sağlık hizmetleri grubunda bu dönemdeki fiyat artışı tarihsel olarak düşük seviyelerde kalmıştır. Geçen yıl Ocak-Şubat döneminde yüzde 7,26 artan sağlık grubu fiyatları, bu yıl aynı dönemde yalnızca yüzde 0,17 yükselmiştir. Böylelikle, 2004 yılı sonunda yüzde 11,70 olan sağlık grubu yıllık fiyat artışı Şubat ayı itibarıyla yıllık bazda yüzde 4,31'e gerilemiştir.

9. Bunun yanında, 2004 Kasım – 2005 Şubat döneminde Yeni Türk Lirasının ABD doları karşısında ortalama yüzde 10,4 oranında değerlenmesinin mal kalemlerinin büyük bölümünde fiyat artışlarını sınırladığı görülmektedir. Nitekim, 2003 temel yıllık endeksin üç basamaklı alt grupları kullanılarak elde edilen serilere göre, mal fiyatları Şubat ayında yüzde 0,29 oranında gerilemiştir. Giyim ve ayakkabı fiyatlarındaki düşüşün mevsimsel eğilimin ötesinde olması, döviz kuru gelişmelerinin bu grup fiyatları üzerinde etkili olduğu görüşü ile tutarlı bir görünüm arz etmektedir. Diğer taraftan, yeni endekste DVD player, dizüstü bilgisayar gibi teknoloji yoğun malların eklendiği grup olan eğlence ve kültür grubu fiyatlarındaki yüzde 0,27'lik düşüşte de kur gelişmelerinin etkili olduğu düşünülmektedir.

10. Öte yandan, hizmet fiyatları Şubat ayında yüzde 0,51 oranında yükselmiştir. Bu oran, genel TÜFE ve mal fiyatları artışının üzerinde olmasına karşın, geçmiş yıllardaki Şubat ayı artışlarının önemli ölçüde altındadır. Lokanta ve otel hizmetleri ile kira kalemlerinde sırasıyla yüzde 1,48 ve yüzde 1,24 oranlarında artışlar meydana gelirken, eğitim ve sağlık hizmetlerinin sırasıyla yüzde 0,43 ve yüzde 0,29 oranlarında gerilemesi bu artışları kısmen telafi etmiştir.

Grafik 2: TÜFE ve İşlenmemiş Gıda Dışı TÜFE



Kaynak: DİE (2003=100).

Üretici Fiyatlarındaki Gelişmeler

11. ÜFE Şubat ayında yüzde 0,11 oranında artmış, bir önceki yılın Aralık ayına göre ise yüzde 0,30 oranında azalmıştır. Önceki yılın aynı ayına göre ise yüzde 10,58 artış görülmektedir.

12. Şubat ayında aylık olarak tarım fiyatları yüzde 0,12 oranında azalırken, tarım dışı ÜFE (sanayi sektörü) fiyatları yüzde 0,17 oranında artış göstermiştir. Yıllık bazda bakıldığında bu rakamların yüzde 5,49 ve yüzde 12,12 olduğu görülmektedir. Bu rakamlar ışığında, nispi fiyatların dönemsel olarak sanayi sektörü lehine geliştiği söylenebilir.

13. Şubat ayında imalat sanayi fiyatları yüzde 0,14 oranında artmıştır. Söz konusu artışta fiyatları yüzde 4,30 oranında artan kok kömürü ve rafine edilmiş petrol sektörü etkili olmuştur. Bu artış, büyük oranda uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmelerden kaynaklanmıştır. Gelecek dönemde de uluslararası enerji fiyatlarının seyrinin imalat sanayi fiyatlarına olumsuz etkileri olabileceğinden, petrol fiyatlarının dikkatle izlenmesi gereği vurgulanmalıdır.

14. ÜFE içerisindeki enerji (elektrik, gaz, su) fiyatları yüzde 0,12 artış göstermiştir. Yıllık bazda enerji fiyatlarının yüzde 3,32 oranında arttığı gözlenmektedir.

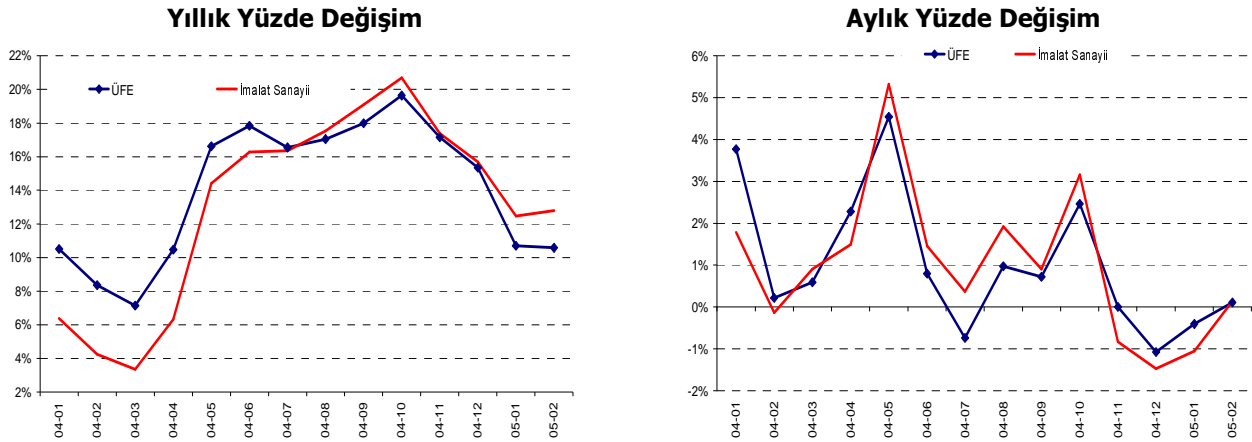
15. İmalat sanayinde, tütün ürünleri fiyatlarında yüzde 22,70'lik bir azalış göze çarpmaktadır. Bu rakam büyük ölçüde ÖTV artışının bir yansıması olarak görülebilir. Üretici fiyatları vergi hariç tutularak toplandığı için, ÖTV'deki artış vergi hariç fiyatlarda aşağı yönlü bir baskı oluşmasını sağlamaktadır. Bu durum üretici kar marjındaki genel bir düşüşe işaret eder

nitelikte olup, tütün ürünleri fiyatlarındaki azalışın üretim maliyetleri ile ilişkilendirilemeyeceği düşünülmektedir.

16. İmalat sanayinde, ana metal sanayi fiyatları Şubat ayında yüzde 1,96 oranında düşmüştür. Diğer taraftan, metal eşya sanayinde fiyatlar yüzde 0,72, makine ve teçhizat imalatında ise yüzde 0,56 oranında artış göstermiştir. Önümüzdeki aylarda ana metal sanayi fiyatlarındaki düşüşün metal eşya ve makine-teçhizat fiyatlarına, ana metal sanayinin bu sektörlere girdi sağlamasına istinaden, yansımaları beklenebilir. Ancak dünya ana metal ham madde fiyatlarındaki artışların sürüyor olması bu olumlu yansımaları kısıtlayabilecektir.

17. Büro makineleri imalatındaki yüzde 12'lik düşüş ayrıca not edilebilir. Ancak bu düşüşün sektördeki yıllık fiyat ayarlamalarını yansıttığı düşünülmekte ve tekrarlanmayacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan, yıl içindeki girdi maliyeti ve talep gelişmelerine bağlı olarak fiyatlarda kademeli ancak sınırlı bir artış görülebileceği düşünülmektedir.

Grafik 3: ÜFE ve İmalat Sanayii Fiyatları



Kaynak: DİE (2003=100)

II. GÖRÜNÜM

Enflasyon Gelişmeleri

18. 2004 yılının sonlarına doğru maliyet artışlarının yavaşlamasıyla beraber enflasyon eğiliminde tekrar aşağı yönlü bir hareket gözlenmektedir. Şubat ayı rakamları enflasyondaki olumlu görünümü desteklemektedir. Yılın ilk iki ayındaki birikimli enflasyon rakamlarının tarihsel olarak düşük düzeylerde kalmasının enflasyon beklentilerini aşağı doğru çekeceği tahmin edilmektedir. Bu durum, enflasyondaki ataletin, özellikle hizmet sektörü fiyatlarının yarattığı katılığın zayıflamasına katkıda bulunacaktır.

19. Enflasyondaki gelişmelerin doğru değerlendirilebilmesi açısından, TÜFE'nin bir takım dışsal değişkenlerin etkisinden arındırılması faydalı olabilmektedir. Örneğin, dünyadaki ham madde fiyatları, doğa koşullarına duyarlı fiyatlar veya kamu tarafından etkilenen fiyatlardaki beklenmedik değişimler, endeks üzerinde etkili olabilmekte ve ana enflasyon eğiliminin tam olarak algılanamamasına yol açabilmektedir. Ayrıca, mali disiplinin kalitesinin tam olarak tesis edilememiş olması ve ekonominin yapısal bir dönüşüm içerisinde bulunması da vergilerde sık ayarlamaların meydana gelmesine yol açmaktadır. Enflasyonun bu tür dışsal faktörlerden arındırılması amacıyla türetilen özel kapsamlı TÜFE göstergelerindeki (F ve G) düşüş eğilimi 2004 Ekim ayından bu yana sürmektedir. Dolayısıyla, enflasyonun ana eğiliminin aşağı yönde olduğunu söylemek mümkündür.

20. Diğer yandan, üretici fiyatları alt kalemlerindeki gelişmeler gelecek dönem enflasyonu hakkında olumlu sinyaller vermektedir. Yeni endekse beraber ÜFE'nin vergiden arındırılmış olarak açıklanmaya başlanması, üretici fiyatlarının tüketici fiyatlarına ilişkin içerdiği bilgiyi zayıflatmıştır. Yine de ÜFE'nin yılın ilk iki ayında kümülatif olarak düşüş göstermesi maliyet kanalıyla tüketici fiyat artışlarını sınırlandıracaktır. Sonuç olarak, 2005 yılının ilk iki ayına ait enflasyon rakamları olumlu bir görünüm arz etmektedir.

21. Merkez Bankası enflasyon analizini yaparken orta vadeli görünümü değerlendirmekte, geçmiş enflasyon rakamlarını ancak geleceğe dönük içerdiği bilgi bağlamında yorumlamaktadır. Enflasyon rakamlarının herhangi bir ay içerisinde düşük (yüksek) çıkması genel eğilimin aşağı (yukarı) yönlü olduğu anlamına gelmeyebilir. Dolayısıyla, bu konuda yapılan analizlerin kısa vadeli bir bakış açısından arınmış olması kritik önem taşımaktadır. Zira mevsimsel koşullar, kamu fiyat ayarlamaları, vergi oranlarındaki değişiklikler veya petrol fiyatlarındaki hareketler herhangi bir ay içinde beklenenden yüksek/düşük enflasyona yol açabilmektedir. Örneğin, geçtiğimiz yılın Ağustos ayında enflasyon rakamları dönemsel olarak yüksek çıkmış, ancak Merkez Bankası bu rakamların geleceğe yönelik içerdiği bilgiyi doğru

okuyarak, "Enflasyon ve Görünüm" raporlarında gelecek dönem enflasyon eğiliminin aşağı yönlü olduğunu vurgulamış ve faizleri indirmiştir. Nitekim sonrasında enflasyondaki olumlu görünümün devam ettiği de görülmüştür. Altı özenle çizilmesi gereken husus şudur: Merkez Bankası'nın gelecek dönem enflasyonuna ilişkin saptamaları ne denli doğru takip edilirse, Merkez Bankası'nın kararları da o denli doğru anlaşılabilir ve para politikasının kredibilitésini olumsuz olarak etkileyebilecek yorumlardan uzak durulabilecektir.

22. Benzeri bir diğer yanlış değerlendirme de "deflasyon tehlikesi" değerlendirmesidir. Deflasyon genel fiyat düzeyinde süreklilik kazanan bir düşüş anlamına gelmektedir. Son dönemde bir kaç ay enflasyonun düşük çıkması fiyatların genel düzeyinde süreklilik kazanan bir düşme eğilimi olarak algılanmamalıdır. TÜFE eğilimi ve özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde, kamuoyunda yer alan bazı yorumların aksine, deflasyondan henüz uzak olduğumuz da ortadadır. Dahası, ekonomideki reformlar kesintisiz devam ettiği sürece, orta vadede de böyle bir risk görülmemektedir. Zira, ekonomimizin Avrupa Birliği'ne uyum sağlaması sürecinde, dış ticarete konu olan sektörlerdeki verimlilik artışları bir süre sonra reel ücret artışları yaratacak ve bu da hizmet sektöründeki ücret artışlarına yansarak ekonominin genelinde fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Balassa-Samuelson etkisi olarak da adlandırılan bu durum gelişmiş ülkelere yakınsama sürecinde olan ekonomilerde sıkça görülen bir durumdur. Bu nedenle, deflasyon bir yana, yakınsama süreci devam ederken enflasyon rakamlarının Avrupa Birliği ortalamasının üzerinde kalmaya devam etmesi neredeyse kaçınılmaz bir durum olarak ortaya çıkabilecektir. Kuşkusuz bu öngörüler, yapısal düzenlemelerin devam ettiği ve yatırım ile üretimin önündeki bürokratik engellerin kaldırıldığı bir ana senaryo etrafında oluşturulmuştur.

Makroekonomik Görünüm

23. Merkez Bankası, faiz indirimine gittiği 2004 Eylül ayındaki görünüm raporunda para talebinde, kredilerde, otomobil satışlarında ve likiditedeki gelişmelere işaret ederek, büyüme ve iç talepte yavaşlama olacağına dikkat çekmişti. Nitekim, 2004 yılının son çeyreğinde sanayi üretim artışının yavaşladığı görülmektedir. Bu gelişmelere ek olarak Ocak ayında yurt içine yapılan otomobil ve ticari araç satışlarının geçtiğimiz yıla kıyasla düşüş göstermesi, ertelenmiş talebin önemli ölçüde karşılanmış olmasının da etkisiyle, 2004 yılının ikinci yarısında başlayan talep artış hızındaki görece yavaşlamanın 2005 yılının ilk ayı itibarıyla devam ettiğine işaret etmektedir.

24. Diğer yandan, reel kesim güven endeksindeki yükselişe bağlı olarak, yatırımların yılın ikinci çeyreğinden itibaren tekrar canlanmaya başlayacağı tahmin edilmektedir. Son dönemde ara malları ithalatındaki artışlar devam etmekte ve İktisadi Yönelim Anketinde yer alan gelecek üç aylık döneme ilişkin iç piyasadan alınan yeni siparişlerde belirgin artışlar görülmektedir. Ayrıca, aynı anket, finansman maliyetlerine ilişkin beklentilerin olumlu olduğuna işaret etmektedir. Bunun yanında Ocak ayı sanayi üretim verileri de üretimdeki artışların program projeksiyonlarına yakınsamaya başladığını göstermektedir. Tüm bu bilgiler ışığında, üretim eğilimindeki canlılığın sürdüğü ve yılın ilk çeyreğiyle beraber bir önceki çeyreğe oranla ekonomik aktivitede mevsimsellikten arındırılmış olarak görece bir canlanma olacağı öngörülmektedir.

25. 2004 yılının son çeyreğine ilişkin işgücü piyasası gelişmeleri, toplam istihdamdaki artış eğiliminin sürdüğünü göstermektedir. Son döneme ilişkin istihdam ve üretim gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, daha önceki raporlarımızdaki öngörülerle tutarlı olarak, işgücü verimliliğindeki artışların yavaşladığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu durum, reel ücretlerdeki artış eğiliminin sürdüğü de göz önüne alındığında, reel birim ücretlerin maliyet koşullarına önceki dönemlerde olduğu ölçüde katkı yapmayacağı öngörümüzü de desteklemektedir. Diğer yandan, son dönemde Yeni Türk Lirasının yabancı para birimleri karşısında gerek nominal gerekse reel bazda değer kazanması birim maliyetleri olumlu etkileyen bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

26. Sonuç olarak, arz ve talep gelişmeleri bir arada değerlendirildiğinde, iç talebin ekonomideki potansiyel üretim düzeyini zorlayacak bir düzeyde olmadığı düşünülmektedir. Tüketici güven endeksinin 2004 yılının Ağustos ayından bu yana yavaş bir biçimde toparlanması ve kapasite kullanım oranlarının henüz fiyatlar üzerinde baskı oluşturacak bir düzeyde bulunmaması da bu düşünceleri destekler niteliktedir. Ayrıca, uygulanmakta olan gelirler politikasının bir sonucu olarak tüketim kompozisyonunun enflasyondaki düşüş sürecini destekleyen mevcut yapısını sürdürmesi beklenmektedir. Ancak, son dönemde faiz oranlarındaki düşüş beklentisi ve taksitli satışların yaygınlaşmasına paralel olarak, tüketicinin finansmanında kredi kullanımının arttığı gözlenmektedir. Bu durum, gerek iç talep gerekse finansal istikrar bağlamında yakından takip edilmektedir. Kredi kartı kullanımına ilişkin yasal düzenlemelerin gündemde olması, bu yönden gelebilecek potansiyel riskleri azaltabilecek bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

27. Kısaca, fiyatlar üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri bağlamında, arz-talep koşulları olumlu seyretmektedir. Artan tüketici ve üretici güveni ile istikrarlı ihracat performansının da desteğiyle yılın ikinci yarısından itibaren büyüme hızının program projeksiyonlarına

yakınsayacağı öngörülmektedir. Ancak 2005 yılına ilişkin tahminler, söz konusu büyümenin enflasyondaki düşüş sürecini tehdit edecek bir düzeyde olmayacağını göstermektedir. Sonuç olarak, kısa vadede iç talepteki gelişmelerin kontrollü olmaya devam edeceği ve işgücü verimliliği artışlarının yavaşlayarak da olsa süreceği öngörülmektedir.

28. Ne var ki, yukarıdaki analiz kısa vadedeki öngörülerini kapsamaktadır. Enflasyondaki olumlu gelişmelerin orta vadede devam edip etmeyeceği ise enflasyonu etkileyen makroekonomik değişkenlerin orta vadedeki seyrine bağlı olacaktır. Bu konuda öne çıkan başlıca unsurlar, verimlilik gelişmeleri ve arz-talep dengesidir. Verimlilik ve genel dengenin görünümü ise dışsal faktörler ile uygulanan ve uygulanacak olan makroiktisat politikalarına bağlıdır.

29. Bu noktada uygulanmakta olan ekonomi politikalarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin bir kez daha hatırlatılmasında fayda bulunmaktadır: Son üç yıldır büyük ölçüde tavizsiz olarak uygulanmakta olan disiplinli maliye politikası ve enflasyona odaklı para politikası, iç talebin sürdürülebilir büyüme hızlarının üzerine çıkmasını engelleyerek enflasyonist baskıları kontrol altında tutmuştur. Bu unsurlara ek olarak, ekonomideki verimsizlikleri azaltan bir dizi yapısal düzenlemenin ve Merkez Bankası bağımsızlığı alanında atılan adımların da katkısıyla, bekleyiş yönetimi ve iktisat politikalarının güvenilirliği konusunda önemli mesafeler alınmış ve buna bağlı olarak enflasyondaki düşüş süreci ile yüksek büyüme hızları aynı anda sürdürülebilmiştir. Uygulanan yapısal reformlar, dışa açıklığın artması, iç talebin kontrol altında tutulması ve dalgalı kur rejimi gibi faktörler de iç pazardaki rekabeti artırmış ve verimlilik artışlarını kaçınılmaz hale getirmiştir.

Enflasyon ve Döviz Kuru İlişkisi

30. Enflasyonun alt kalemlerindeki gelişmelerin analiz edildiği bölümlerde yılın ilk iki ayında enflasyon rakamlarının düşük çıkmasında kur gelişmelerinin de katkısı olduğundan söz edilmişti. Bu noktada, döviz kuru enflasyon ilişkisi konusunda henüz yeterince iyi anlaşılmadığı düşünülen bazı hususların tekrar vurgulanması faydalı olacaktır: Yapılan çalışmalar, ülkemizde *2001 yılı öncesinde* enflasyon ve döviz kuru ilişkisinin son derece güçlü olduğunu ortaya koymuştur. Ancak, aynı çalışmalar *2001 krizi sonrası* döviz kurundaki gelişmelerin fiyatlara yansımaları konusunda belirgin bir kırılma yaşandığına da işaret etmektedir. Bu kırılmanın başlıca sebepleri; dalgalı kur rejimine geçiş sonrası döviz kuru hareketlerinin kalıcılığının azalması, değişen ekonomik koşullarla yurtiçi rekabetin artması, ekonomi politikalarının güvenilirliğinin artması sonucu enflasyon hedeflerinin giderek artan bir

şekilde çapa rolünü üstlenmesi ve düşen enflasyon sonucu firmaların fiyatlama davranışının değişmesi olarak sıralandırılabilir.

31. Ne var ki, para ve kur politikasından bağımsız olarak, TÜFE'nin kapsadığı mal sepetinin önemli bir bölümünün ithal olması ve ekonominin genelinde girdi maliyetleri kompozisyonunda ithal ara malı oranının yüksekliğinin yanı sıra, ülkemizin dünya piyasalarında fiyat belirleme gücü olmayan açık bir ekonomi olması, enflasyonun döviz kuru dalgalanmalarından etkilenmesini kaçınılmaz kılmaktadır. Ancak burada vurgulanması gereken nokta, mevcut rejimde döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisinin *2001 öncesine kıyasla belirgin bir şekilde azaldığı* ve döviz kurunun artık enflasyonun temel belirleyicisi değil, *belirleyicilerinden yalnızca bir tanesi* olduğudur. Kaldı ki, dalgalı kur rejiminde kur gelişmeleri, uygulanan iktisat politikalarının bir yansıması olarak ortaya çıkmaktadır. Önümüzdeki dönemde, geçmişte de olduğu gibi, dışsal şoklardan kaynaklanan dalgalanmalar olabilecektir. Burada vurgulanması gereken nokta, makroekonomik istikrar yolunda atılan adımların devamı durumunda söz konusu şokların ana eğilimden geçici sapmalar olarak kalmaya mahkum olacağı, aksi takdirde ise bekleyişlerin bozulmasıyla beraber enflasyon üzerinde ciddi riskler yaratabileceğidir.

32. Ele alınması gereken bir diğer husus, endeks değişiminin enflasyon-kur ilişkisini nasıl etkilediğidir. Bu soruya iki farklı boyutta cevap aranabilir. İlk boyut, endeks kapsamlarını irdeleyen boyuttur. 2003 temel yıllık TÜFE endeksi 1994 temel yıllık endekse kıyasla fiyatları kura hassas madde gruplarını daha fazla içermektedir. Bu olgu kur hareketlerinin genel endeks üzerindeki yansımalarının (her iki yönde de) küçük bir ölçüde daha yüksek görünmesine yol açmaktadır. Ancak yeni endeksin yarattığı bu etkiye rağmen, döviz kuru-enflasyon ilişkisinin yine de 2001 öncesiyile kıyaslandığında çok daha düşük düzeylerde olduğu tahmin edilmektedir. ÜFE'de ise 2003 temel yıllık endekse kıyasla vergiden arındırılmış fiyatların açıklanmaya başlanması, bu endeksin döviz kuruna olan duyarlılığını artırmıştır. Sonuç olarak, endeks yapısından bağımsız olarak enflasyon ve kur ilişkisinin yapısal olarak zayıfladığı söylenebilir.

33. İkinci boyut ise zaman boyutudur. Eski ve yeni fiyat endeksleri arasında geçişkenliğin zaman içindeki seyrine ilişkin karşılaştırmalar yapmak oldukça güçtür. Bu güçlüğün temel kaynağı ise yeni endeks serilerinin henüz istatistiksel analizin güvenilirliğini sağlayacak kadar gözlem sayısına sahip olmamalarıdır. Bu durumda, bilinen istatistiksel teknikler salt-sayısal bir bakış açısıyla uygulanabilir gibi görünmekle birlikte, bu tekniklerin ürettiği sonuçlar yeterli derecede güvenilir delil oluşturmaktan uzaktır.

Para ve Kur Politikası

34. Şüphesiz önümüzdeki dönemde döviz kurlarının nasıl seyredeceğini şimdiden kestirmek olanaklı değildir. Zira Merkez Bankası, kur politikasında herhangi bir kur seviyesi gözetmemekte, mali piyasaların istikrarı açısından döviz kurlarındaki potansiyel oynaklığın düşük düzeyde tutulabilmesine odaklanmaktadır. Son dönemde Avrupa Birliği müzakere sürecine ilişkin gelişmeler, geleceğe dair iyimser beklentileri güçlendirerek sermaye girişini artırmaktadır. Bu aşamada, finansal piyasalardaki potansiyel oynaklığın kontrol altında tutulabilmesi açısından bütün sorunların çözülmüş olduğu algılamasının yaygınlaşmaması ve temkinin elden bırakılmaması kritik önem taşımaktadır. Zira, 2001 krizinin yol açtığı iktisadi tahribat yeni aşılmaya başlanmış, makroekonomik istikrarın tam olarak tesis edilmesi için yapılması gerekenler henüz tamamlanmamıştır. Unutulmamalıdır ki, varlık fiyatlarındaki oynaklığın asgari düzeyde tutulabilmesi orta vadede sadece ve sadece makroekonomik istikrarla sağlanabilir. Bu doğrultuda, uluslararası likidite eğilimlerinin tersine dönme olasılığının yarattığı potansiyel oynaklığın azaltılabilmesi ve dışsal şoklara karşı dayanıklılığın artırılması açısından yapısal düzenlemelere hız verilmesi bir kez daha kritik önem taşımaktadır.

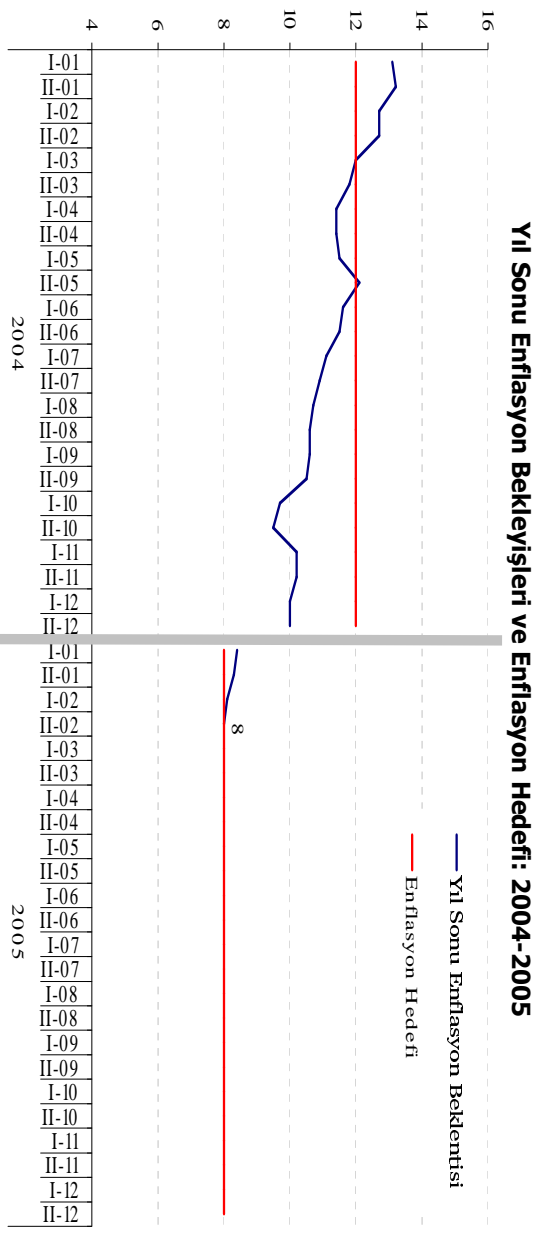
35. Önümüzdeki dönemde para politikası açısından önem kazanan gelişmelerden bir diğeri de uluslararası kuruluşların Yeni Türk Lirası cinsinden uzun vadeli tahvil ihraçlarının hızlanmasıdır. Söz konusu tahvilleri ihraç eden uluslararası kuruluşların pozisyonlarını kapatmak amacıyla yaratacakları talep yurtiçi tahvil piyasalarına yönelecek ve buna bağlı olarak Hazine'ye uzun vadeli tahvil ihracı talebi gelecektir. Bu talep, hem borçlanma vadesini uzatacak hem de borçlanma maliyetini düşürecek; dolayısıyla mali baskınlığı azaltarak para politikasının görece etkinliğini artıracaktır. Söz konusu gelişmeler 2006 yılında uygulamaya geçilecek olan enflasyon hedeflemesinin işlevselliği açısından olumlu sinyaller içermektedir. Vadelerin uzaması ve risk priminin azalmasıyla, para politikasının sadece mevcut seviyesi değil, aynı zamanda gelecek dönemde alacağı duruş önem kazanacak, bu da piyasa oyuncularına orta vadeli bir perspektif kazandıracaktır.

36. Sonuç olarak, kısa vadede enflasyon hedefi açısından büyük dışsal şoklar dışında belirgin bir risk görülmemekle beraber orta vadeli görünümün yapısal reformlar tarafından şekillendirileceği bir dönemden geçilmektedir. Yukarıdaki analizler ile son bir aydaki diğer gelişmeler ışığında ve 8 Mart 2005 tarihindeki PPK toplantısında yapılan değerlendirmeler de göz önüne alınarak, Bankamız bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo–Ters Repo Pazarı'nda uygulamakta olduğumuz kısa vadeli faiz oranlarının 9 Mart 2005 tarihinden itibaren 1 puan düşürülmesine karar verilmiştir. Merkez

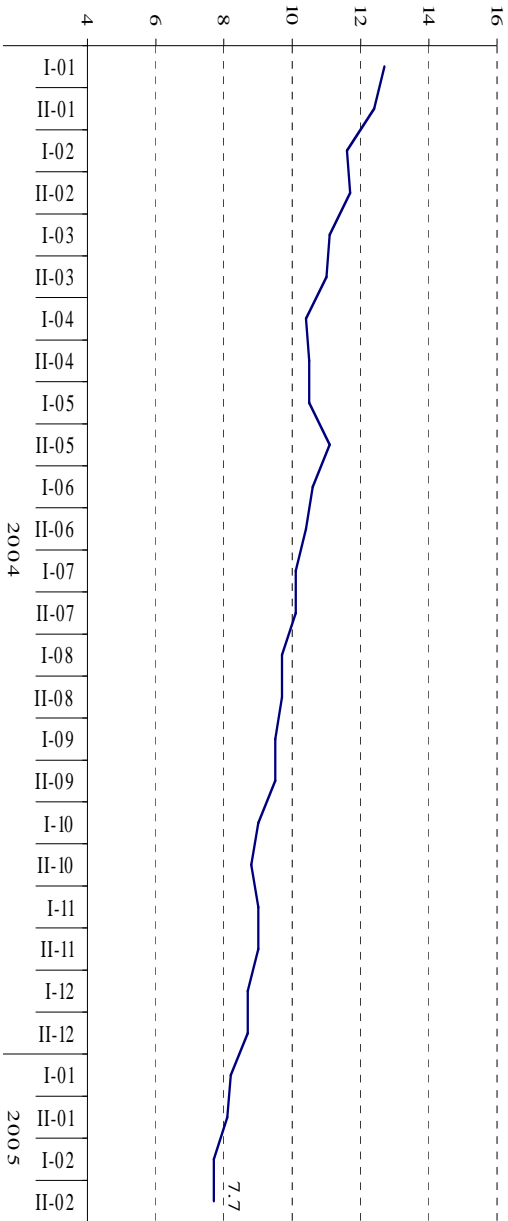
Bankası önümüzdeki dönem için ihtiyatlı iyimser tavrını korumaktadır. Yukarıdaki saptamalar enflasyondaki düşüş sürecinin orta vadede devam etmesi ve makroekonomik istikrarın kalıcı olarak tesis edilebilmesi için mali disiplinin ve yapısal düzenlemelerin esas olduğuna işaret etmektedir. İşte bu nedendir ki, Merkez Bankası gelecek dönem enflasyonuna odaklı bir politika izlerken bir yandan enflasyon görünümünü öngörmeye çalışmakta, diğer yandan faiz dışı bütçe fazlasının kalitesini artıracak olan gelir idaresinin yeniden yapılandırılması ve sosyal güvenlik alanındaki düzenlemeleri takip etmekte, bankacılık yasa tasarısı ve maliye politikası alanında yapılan diğer düzenlemeleri yakından izlemekte ve bu yönde oluşabilecek potansiyel riskleri para politikası kararlarında göz önüne almaktadır. Bu bağlamda, mali disiplinin kalitesini artırmaya, finansal istikrarı güçlendirmeye ve ekonomideki verimsizlikleri azaltmaya yönelik olarak yapılacak her türlü düzenleme, faizlerin kademeli olarak aşağı inme olasılığını artıracaktır.

37.Burada vurgulanması gereken birinci husus, cari açık, kur, ya da herhangi başka bir değişkenin, *doğrudan değil, gelecek dönem enflasyonu konusunda içerdiği bilgi bağlamında* karar verme sürecine dahil edildiğidir. Diğer bir ifade ile, Merkez Bankası'nın faiz oranları hakkında aldığı kararlar, hiç bir şekilde enflasyon dışında kalan değişkenleri etkilemeyi amaçlamamaktadır. İkinci husus ise kısa vadeli faizlerdeki düşüşün, uzun vadeli faizlerin düşmesi açısından *yeter şart* olmadığıdır. Uzun vadeli nominal faizler ve reel faizlerin kalıcı olarak düşüşünü taahhüt edecek olan, kısa vadeli faizlerin yapay olarak indirilmesi değil, mali disiplinin kalitesinin artırılması ve risk priminin kalıcı olarak azaltılmasıdır. Bu bağlamda, gelir idaresinin yeniden yapılandırılması, sosyal güvenlik reformları, bankacılık yasa tasarısı ve kurumsal yönetim alanlarında atılacak adımların sürekliliği ve gecikmeden yapılması kritik önem taşımaktadır.

Grafik 4: TCMB Beklentisi Anketine Göre Enflasyon Beklemleri



Gelecek 12 Aya İlişkin Enflasyon Beklemleri



Kaynak: TCMB Beklentisi Anketi