



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

PARA POLİTİKASI RAPORU

2004-IV

İÇİNDEKİLER

I	GİRİŞ	1
II	ENFLASYON GELİŞMELERİ	3
III	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	9
	III.1. Arz-Talep Dengesi	9
	III.2. Dış Talep	15
	III.3. Maliyetler	16
IV	MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	19
	IV.1. TCMB Para Politikası	19
	IV.2. TCMB Kur Politikası ve Döviz Kuru Gelişmeleri	23
	IV.3. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri	25
V	KAMU MALİYESİ	29
	V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler	29
VI	GÖRÜNÜM	35
	VI.1. Talep ve Arz Unsurları	35
	VI.2. Maliyet Unsurları	35
	VI.3. Parasal ve Mali Disiplin	36
	VI.4. Diğer Riskler	37

(Sayfa düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

I. Giriş*

Son üç yıldır süregelen enflasyondaki düşüş süreci 2004 yılında da devam etmiş ve daha önceki iki yılda olduğu gibi TÜFE enflasyonu hedeflenen seviyenin altında gerçekleşerek yüzde 9,3 olmuştur. 2004 yılında uluslararası piyasalarda emtia fiyatlarının yükselmesi ve Nisan-Mayıs aylarında mali piyasalarda dalgalanma yaşanmasına karşın, enflasyon üzerinde kalıcı etkileri görülmemiştir. Ayrıca, 2004 yılı sonu itibarıyla 2005 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentileri hedeflenen yüzde 8 seviyesine yakınsamıştır. Söz konusu gelişmelerin en önemli nedeni birbiriyle uyumlu olarak yürütülen disiplinli maliye ve para politikaları ile sürdürülmekte olan yapısal düzenlemelerdir.

Önceki raporda vurgulanan öngörülerle tutarlı olarak 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde ekonomik büyüme ve iç talepte yavaşlama gözlenmiştir. Son döneme ilişkin tüketici kredisi kullanımı, sanayi üretimi ve iç pazara yapılan taşıt araçları satışı verileri, iç talepte gözlenen görece yavaşlamanın yılın son üç aylık döneminde de sürdüğüne işaret etmektedir. Öte yandan, enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunan etkenlerden talep kompozisyonu, bu dönemde de mevcut yapısını sürdürmüştür. Bu çerçevede, özel tüketim harcamalarındaki artışlar belirli mal grupları ile sınırlı kalmış ve tüketici kesimine dengeli bir biçimde yansımamıştır. Zorunlu tüketim harcamalarının halen düşük bir seviyede bulunması ekonomideki talep açığına işaret etmektedir. Ayrıca, verimlilik artışlarını destekleyen ve ekonominin potansiyel üretim düzeyini yükselten yatırım harcamalarındaki artışlar devam etmektedir. İç talep koşullarının yanı sıra enerji fiyatları, reel kur ve birim ücretler gibi maliyet unsurlarındaki olumlu gidişatın da katkısıyla, 2004 yılında fiyatlar üzerinde bir baskı görülmemiştir.

Bunun yanında, son üç yıldır kararlılıkla uygulanmakta olan ekonomik programın temel ilkelerinin 2005 ve sonrasında da devam ettirileceğine dair belirsizlikler büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. 17 Aralık 2004 tarihinde Avrupa Birliği (AB) ile tam üyelik müzakere sürecinin başlaması yönünde karar çıkmıştır. Söz konusu durumun, ekonomik program çerçevesinde uygulanmakta olan reform sürecine olumlu katkı yapacağı düşünülmektedir. Bütün bu gelişmeler sonucunda, enflasyon açısından oluşabilecek risk unsurları azalmış ve Merkez Bankası gecelik borçlanma faizini yüzde 20 seviyesinden 20 Aralık 2004'te yüzde 18'e ve 11 Ocak 2005'te yüzde 17'ye çekmiştir.

Maliyet unsurlarının enflasyon üzerinde büyük etki yaratmaması ve 2005 yılı enflasyon hedefinin beklentiler üzerinde etkili olması 2006'da

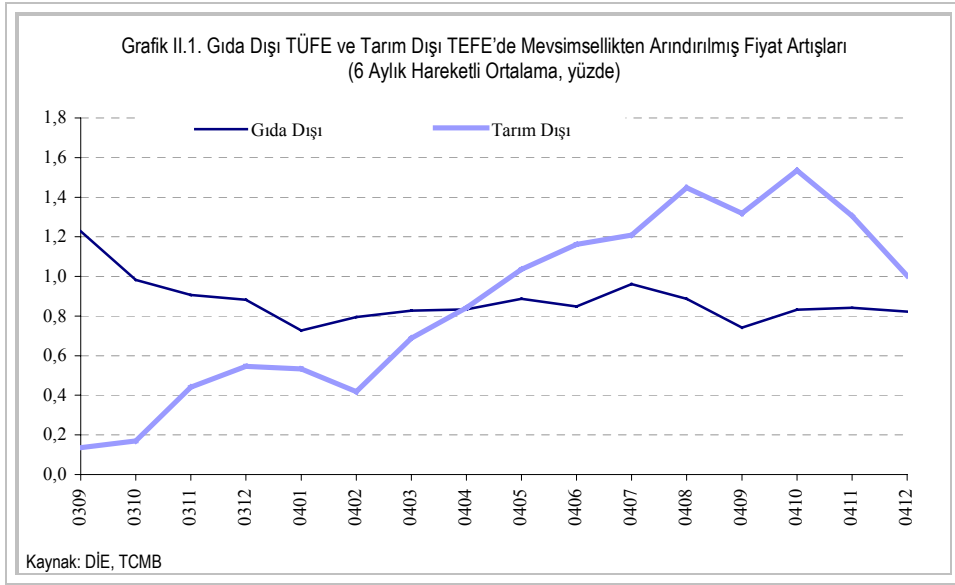
* Bu rapor 4 Şubat 2005 tarihine kadar olan veriler ve 1994=100 bazlı Aralık ayına ait TEFE-TÜFE verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

uygulanmaya başlanacak olan açık enflasyon hedeflemesi rejimi açısından önemli bir gelişme olarak göze çarpmaktadır. 2005 yılı, yeni rejime geçiş dönemi olacak ve bu süre içinde faiz kararlarının süreci ve zamanlaması daha şeffaf ve öngörülebilir kılınarak açık enflasyon hedeflemesine uygun hale getirilecektir.

II. Enflasyon Gelişmeleri

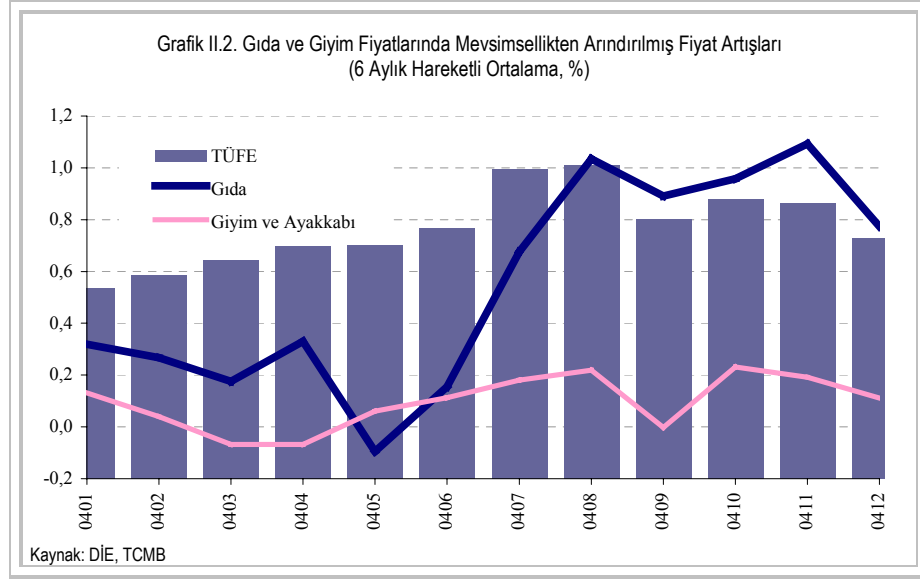
Yıl sonu itibarıyla TÜFE enflasyonu yüzde 9,32'ye gerileyerek, 2004 yılı için belirlenen yüzde 12'lik enflasyon hedefinin altında kalmıştır. TEFE yıllık fiyat artışı ise yüzde 13,84 oranında gerçekleşmiştir. Ertelemiş mevsimsel artışlara ve akaryakıt zamlarına bağlı olarak özellikle Ekim ve Kasım aylarında enflasyondaki düşüşte bir duraklama yaşanmış, ancak söz konusu etkilerin geçici olması ve maliyet baskılarının azalmasıyla Aralık ayında enflasyondaki düşüş eğilimi tekrar hız kazanmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış olarak bakıldığında, Kasım ayından itibaren gıda dışı ve tarım dışı fiyat artış oranlarında gerileme olduğu görülmektedir (Grafik II.1).

Ertelemiş mevsimsel artışlara ve akaryakıt zamlarına bağlı olarak özellikle Ekim ve Kasım aylarında enflasyondaki düşüşte bir duraklama yaşanmış, ancak Aralık ayında enflasyondaki düşüş eğilimi tekrar hız kazanmıştır.

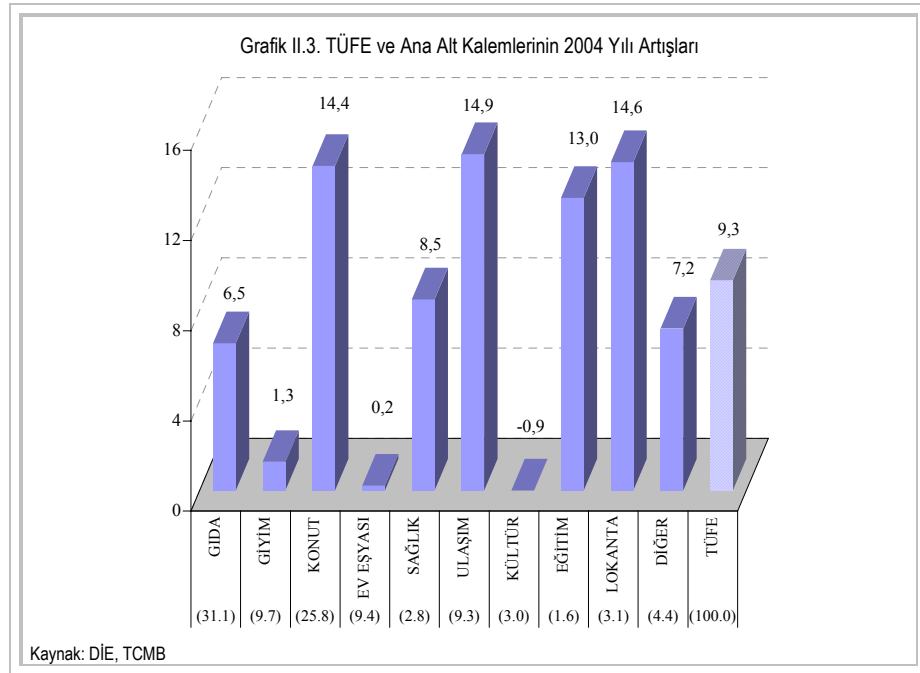


Ekim-Aralık döneminde enflasyon açısından öne çıkan unsurlar: (i) gıda ve giyim fiyat artışlarındaki mevsimsel hızlanma, (ii) Türk lirasının ABD dolarına karşı güçlenmesi, (iii) uluslararası ham petrol fiyatlarının gerilemeye başlaması, (iv) hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesi ve (v) iç talepteki canlanmanın kontrollü gerçekleşmesi, olarak özetlenebilir.

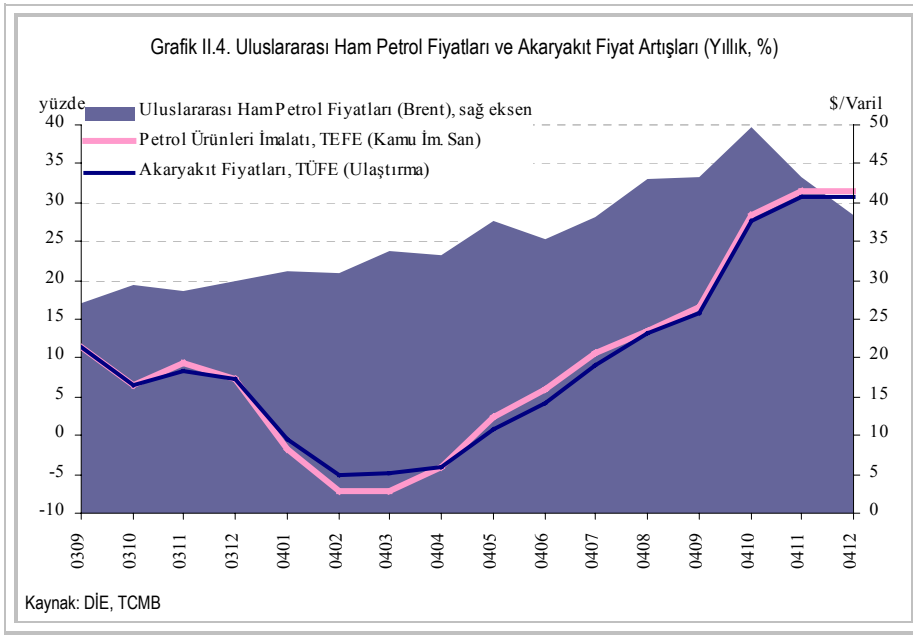
Ekim ve Kasım aylarında gıda ve giyim alt gruplarının mevsimsellikten arındırılmış fiyat artışları yükselmiştir (Grafik II.2). Bu durum, aynı dönemde yıllık enflasyon oranlarındaki düşüşün kesintiye uğramasına neden olmuştur. Ancak, yıl geneline bakıldığında gıda ve giyim gruplarındaki fiyat artış oranlarının genel TÜFE enflasyonunun önemli ölçüde altında kaldığı görülmektedir (Grafik II.3).



Öte yandan, malların ağırlıkla temsil edildiği ulaştırma grubunun 2004 yılında TÜFE ana alt kalemleri içinde en yüksek artış gösteren kalem olduğu gözlenmektedir (Grafik II.3). Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki yıllık yüzde 32,6'lık artışa paralel olarak, TÜFE ulaştırma grubu altında yer alan akaryakıt fiyatları yüzde 30,7, TEFE kamu imalat sanayi altındaki petrol ürünleri imalatı fiyatları ise yüzde 31,4 oranında yükselmiştir (Grafik II.4). Ekim ayından itibaren uluslararası ham petrol fiyatlarında gerileme başlaması, yükselişin gecikmeli etkilerinin ve maliyet baskılarının sınırlı kalması açısından büyük önem taşımaktadır.

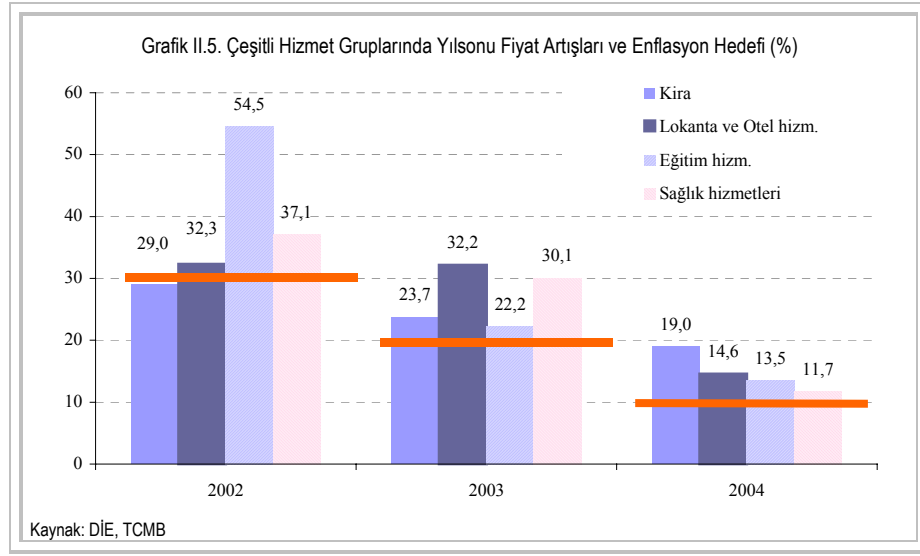


Yılın son çeyreğinde enflasyon açısından bir başka önemli nokta, hizmet fiyatlarındaki katılığın bu dönemde de devam etmiş olmasıdır. 2004 yılı Aralık ayı itibarıyla hizmetler grubu yıllık fiyat artışı yüzde 15,3 ile yüzde 6,1 oranındaki mal grubu artışının önemli ölçüde üzerinde kalmıştır. Mal ve hizmet grupları fiyat artış oranları arasındaki bu çarpıcı fark, TÜFE'nin ana alt gruplarındaki artışlar kıyaslandığında da açık olarak gözlenmektedir. Ulaştırma grubu dışında fiyatları genel TÜFE enflasyonunun ve 2004 yılı hedefinin üstünde artış gösteren lokanta, pastane ve otel, konut, eğitim gruplarının tamamı hizmet sektörünün ağırlıklı olduğu gruplardır (Grafik II.3).



Enflasyondaki düşüş sürecinin başladığı 2002 yılından itibaren hizmet sektörü alt kalemlerindeki yıllık fiyat artışları devamlı olarak gerilemekle birlikte, hizmet fiyatlarındaki katılık nedeniyle, çoğu kez genel enflasyon eğiliminin ve yıl sonu hedefinin üzerinde kalmıştır (Grafik II.5). Ancak, 2002 ve 2003 yıllarında enflasyon eğilimindeki düşüşe daha çok direnç gösteren lokanta ve otel hizmetleri, eğitim, sağlık gibi hizmet fiyatlarında yıllık artış oranlarının 2004 yılında önceki yıllara göre daha hızlı düşüş gösterdiği ve enflasyon hedefine daha çok yakınsadığı gözlenmektedir. Bu durum, hizmet fiyatlarındaki katılığın yavaş da olsa azaldığına işaret etmesi açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, hizmetler grubunun büyük kısmını oluşturan kira artışının 2004 yılında önceki yıllara göre enflasyon hedefinden daha fazla uzaklaştığı görülmektedir. Lokanta ve otel hizmetleri fiyatlarındaki yıllık artış oranı, 2003 yılındaki yüzde 32,2 düzeyinden 2004 yılı sonunda yüzde 14,6'ya gerilerken, kira artışı yüzde 23,7'den yüzde 19'a gerilemiştir (Grafik II.5).

2002 ve 2003 yıllarında enflasyon eğilimindeki düşüşe daha çok direnç gösteren lokanta ve otel hizmetleri, eğitim, sağlık gibi hizmet fiyatlarında yıllık artış oranlarının 2004 yılında önceki yıllara göre daha hızlı düşüş gösterdiği gözlenmektedir.



Her ne kadar, önceki Para Politikası Raporu'nda bahsettiğimiz gibi, kira başta olmak üzere hizmet alt kalemleri genelinde gözlenen görece fiyat düzeltmesinde¹ kriz sonrasında göre gelir düzeyindeki iyileşmenin kısmen etkili olduğu düşünülse de, dayanıklı tüketim malları, giyim, ayakkabı ve gıda fiyatlarındaki artışların oldukça sınırlı olması, iç talepteki canlanmanın kontrollü gerçekleştiğini göstermektedir. Nitekim, fiyat verilerini geriden takip eden GSMH verilerine göre 2004 yılının ilk yarısında gözlenen iç talep canlanması, yılın üçüncü üç aylık döneminde belirgin bir biçimde yavaşlamıştır. TÜFE alt kalemlerindeki artış oranlarının da teyid ettiği gibi, bu dönemde, dayanıklı tüketim malları dışında kalan “zorunlu tüketim harcamaları”nın sınırlı bir oranda yükseldiği ve düşük düzeyini koruduğu görülmektedir.

İç talepteki canlanmanın kontrollü gerçekleşmesi, hizmet fiyatlarındaki artışı sınırlamasının yanı sıra, Ekim ayı itibarıyla yüzde 15,5'lere kadar yükselen yıllık TEFE enflasyonunun TÜFE üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlaması açısından da büyük önem taşımaktadır. Gerek TEFE gerekse TÜFE'de dalgalı kur rejimiyle birlikte döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinde zayıflama olmakla birlikte, TEFE'deki geçişkenlik oranının TÜFE'dekinin yaklaşık iki katı olması döviz kuru gelişmelerinin görece olarak olumsuz olduğu Ağustos-Ekim döneminde TEFE artışının TÜFE'ye göre hızlanmasına katkıda bulunmuştu.² İç talep canlanmasının kontrollü gerçekleşmesi yanında, olumlu maliyet koşullarına bağlı olarak Kasım ve Aralık aylarında TEFE artış oranının tekrar yavaşlamaya başlaması, söz konusu hızlanmanın TÜFE enflasyonu üzerindeki etkilerinin sınırlı olacağına dair olumlu sinyaller vermektedir.

¹ Bakınız “Son Dönemde Mal-Hizmet Fiyat Farklılaşması”, KUTU II.1, TCMB Para Politikası Raporu, 2004-III, sayfa 8-9.

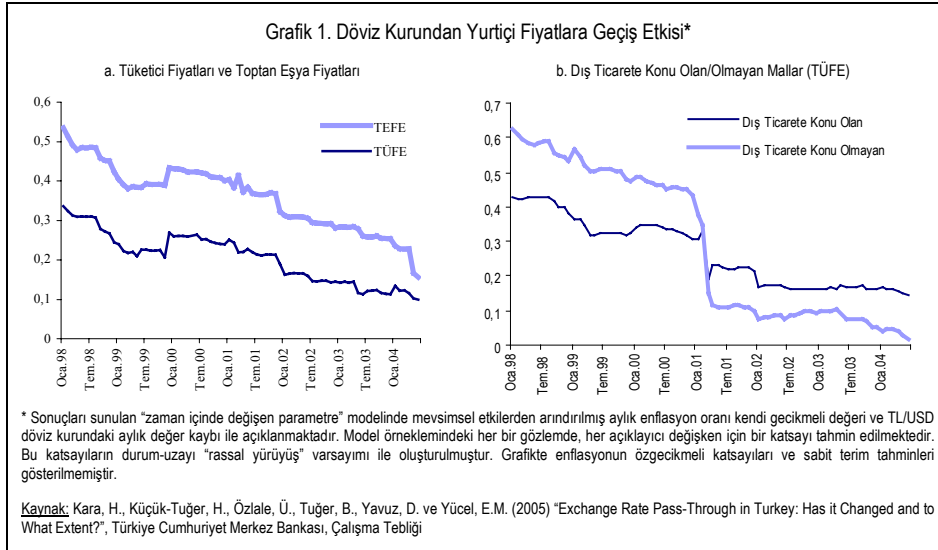
² Dalgalı kur rejiminde döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi KUTU II.1'de detaylı olarak incelenmektedir.

KUTU II.1. KUTU: TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURUNDAN FİYATLARA GEÇİŞKENLİK: FİYAT YAPICILARIN DAVRANIŞ KALIPLARI DEĞİŞİYOR MU?

2001 Nisan ayında Merkez Bankası bağımsızlığının istikrar programının ana öncülü olarak belirlenmesi ve TCMB yasasında bağımsızlığı geliştiren değişikliklerin yapılması, tarihsel mirastan dikkate değer bir ayrılışı simgelemektedir. 2001 krizini izleyen dönemdeki bir diğer önemli değişiklik dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ve fiyat istikrarının temel politika hedefi olarak benimsenmesidir. Bütün bu gelişmeler ile maliye politikasındaki disiplin ve sürdürülen yapısal reformların da katkısıyla, son üç yıldır enflasyon rakamları hedefle uyumlu biçimde düşen bir seyir izlemiştir. Bu süreç içerisinde enflasyon dinamikleri ve fiyatlama davranışlarındaki yapısal dönüşüme dair ortaya çıkan önemli bir soru, döviz kuru-enflasyon ilişkisi ile ilgili olmaktadır. Zira, dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kurunun öngörülebilirliği son derece kısıtlı olmak durumundadır; dolayısıyla, sağlıklı enflasyon tahminlerinin gerçekleştirilebilmesi ancak döviz kuru dalgalanmalarının enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı kalması ile mümkün olacaktır.

Ekonometrik Bulgular

Kurdan fiyatlara geçiş etkisi "zaman içinde değişen parametre" modelleri ile incelendiğinde, 2001 sonrası dönemde kurdan fiyatlara geçiş etkisinin zayıfladığı ve endekslene davranışının düştüğü görülmektedir. Grafik 1'in (a) panelinde TÜFE ve TEFE için kurdan fiyatlara geçiş katsayılarının zaman içindeki seyrine bakıldığında, katsayıların TEFE için ortalama 0.50 seviyesinden 2004 yılı itibarıyla ortalama 0.30 seviyesine, TÜFE için ise ortalama 0.30 seviyesinden 2004 yılı itibarıyla 0.15 seviyesine düştüğü görülmektedir. (b) paneline bakıldığında ise TÜFE altında dış ticarete konu olmayan mallarda kurdan fiyatlara geçiş etkisinin 2001 Mayıs ayından başlayarak tarihsel patikasındaki değerinin üçte biri seviyesine indiği görülebilir. Daha da önemlisi, söz konusu katsayı -tarihsel olarak- dış ticarete konu olan mallar için tahmin edilen kurdan fiyatlara geçiş katsayısından yüksek iken (yüksek endekslene), bu düşüşün sonunda dış ticarete konu olan mallar için tahmin edilen geçişkenlik katsayısının altında bir seyir izler hale gelmektedir. Buradan hareketle endekslene davranışında bir azalma olduğu söylenebilir.



Bu bulguların ışığında, 2001 sonrasında ortaya konulan para politikası stratejisinin kurdan fiyatlara geçiş ilişkisini zayıflatmakta başarılı olduğu söylenebilir. Daha çarpıcı olan nokta, dış ticarete konu olmayan mallarda tarihsel olarak yüksek seyreden kurdan fiyatlara geçişin zayıflamış olmasıdır. Endekslene davranışındaki bu azalış, bir anlamda, kullanılmakta olan para politikası çerçevesinin enflasyon beklentilerini yönetmekteki yetkinliğini ortaya koymaktadır.

Yukarıda tanıtilen ekonometrik çerçevede TÜFE ve TEFE alt kalemleri incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmaktadır. (1) Geçişkenlik hem TÜFE, hem de TEFE için tarihsel olarak düşük seviyelere düşmüş olup, azalış TEFE için daha yüksektir. (2) TÜFE veya TEFE içinde değerlendirilmesinden bağımsız olarak, enerji fiyatlarında kurun geçişme etkileri diğer tüm kalemlerden daha yüksektir. (3) Kamu imalat sanayi (TEFE), geçişmenin en yüksek olduğu ikinci kalemdir.

Geçişkenliğin Belirleyicileri

Tablo 1, döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin hangi şartlar altında daha fazla olduğunu incelemektedir. Tablodaki bulgulara, Kara ve diğerleri (2005) çalışmasında tahmin edilen kurdan fiyatlara geçişme katsayılarının dört farklı durumu yansıtan alt örneklem dönemlerinde ortalamalarının hesaplanmasıyla ulaşılmıştır. Bu durumlar, kurun değer kazandığı/kaybettiği iki durum ile üretim açığının pozitif/negatif olduğu iki durumun kombine edilmesiyle tanımlanmıştır.

Tablo 1. Kurdan Fiyatlara Geçişkenlik (alt örneklem dönemi ortalamaları)*

		Üretim açığı>0		Üretim açığı<0	
TÜFE	Kurda değerlendirme	0,21	0,13	0,14 ^(b)	
	Kurda değer kaybı	0,30	0,23	0,26 ^(b)	
		0,29 ^(a)	0,20 ^(a)	0,24 ^(c)	
TEFE	Kurda değerlendirme	0,31	0,23	0,24 ^(b)	
	Kurda değer kaybı	0,48	0,37	0,42 ^(b)	
		0,46 ^(a)	0,32 ^(a)	0,38 ^(c)	

*Örnekleme, kurun değerlendirildiği ve üretim açığının pozitif olduğu 4; kurun değerlendirildiği ve üretim açığının negatif olduğu 20, kurun değer kaybettiği ve üretim açığının pozitif olduğu 41; kurun değer kaybettiği ve üretim açığının negatif olduğu 42; ve toplam 107 dönem bulunmaktadır. (a), (b) ve (c) sırasıyla, sütun, satır ve tablo (ağırlıklı) ortalamalarını göstermektedir.

Tabloya göre, Türk lirasının değerlendirildiği dönemlerde – üretim açığına bakılmaksızın– kurdan fiyatlara geçişme, liranın değer kaybettiği dönemlere kıyasla daha düşüktür. Benzer biçimde geçişme katsayısı, üretim açığının negatif olduğu dönemlerde –kurdaki değişime bakılmaksızın– üretim açığının pozitif olduğu dönemlere göre düşüktür. Diğer bir deyişle, üretim açığının hem pozitif (negatif) olduğu, hem de Türk lirasının değer kaybettiği (kazandığı) dönemlerde kurdan fiyatlara geçişkenlik en yüksek (düşük) ortalama seviyesine ulaşmaktadır.

Sezgisel olarak, kurdan fiyatlara geçişkenliğin her zaman pozitif olması beklenir; diğer bir deyişle kurun değer kaybetmesi durumunda fiyatlar artacak, değer kazanması durumunda ise fiyatlar düşecektir. Ancak, fiyatlama davranışı kurun değer kaybettiği dönemlerde, kurun değer kazandığı dönemlere göre kura daha hassas olacaktır –ki bu yargı fiyatların artış yönünde daha esnek olduğu yönündeki öngörüyle tutarlılık içindedir. Üretim açığının etkisi ise, fiyat yapıcılarının ekonominin üretim potansiyelinin üzerinde bir taleple karşılaşmaları halinde, maliyet unsurlarına daha hassas olmaları ile açıklanabilir. Böyle durumlarda, fiyatlardaki artışların talebi daraltıcı etkileri görece olarak kısıtlı ya da eşdeyişle fiyatlar artış yönünde esnek olacaktır.

Başarının Bedeli –veya- Yeni Dönem için Ev Ödevleri

Sunulan bulguların ışığında, dalgalı döviz kuru rejiminin ve son istikrar programının döviz kuru-enflasyon ilişkisini zayıflatmakta başarılı bir performansa sahip olduğu sonucuna varılabilir. Bu bulgular aynı zamanda son dönemde enflasyon dinamikleri açısından diğer maliyet faktörlerinin ön plana çıktığına da işaret etmektedir. Bu bağlamda, enflasyondaki düşüş sürecinin devamı açısından gerek kamu gerekse özel sektörde verimliliğin artırılmasına yönelik politikaların üretilmesi 'olmazsa olmaz' niteliktedir.

Yeni Endekslerde Geçişkenlik Farklılaştı mı?

Yukarıdaki analiz, 2001 öncesi ve sonrasında (1994 temel yıllık endekslere göre) döviz kuru-enflasyon ilişkisinde yapısal bir kırılma olduğunu göstermektedir. Geçtiğimiz aydan itibaren 2003 temel yıllık yeni bir fiyat endeksi yayımlanmaya başlanmıştır. Henüz çok erken olmasına rağmen, endeks ve kur-enflasyon ilişkisi konusunda aşağıdaki yargısal saptamaları şimdiden yapmak mümkündür:

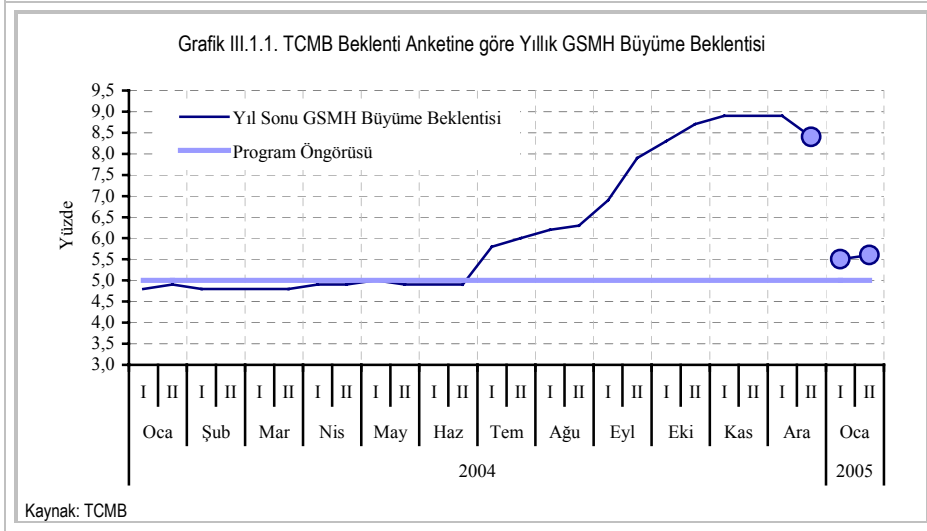
- Yeni TÜFE'de, kiranın ağırlığının azalması (bu grubun döviz kuruna duyarlılığı düşüktür) ve dış ticarete konu olan malların ağırlığının artması sonucunda ortalama geçişkenlik düzeyinin az da olsa yükselmesi söz konusu olabilir.
- ÜFE'de ise 2003 baz yıllık endekse beraber fiyatlar vergiden arındırılmaya başlanmıştır. Üretici fiyatlarının vergiden arındırılması endeksin döviz kuruna olan duyarlılığını belirgin olarak artırmıştır.
- Yukarıdaki bütün geçişkenlik değerlendirmeleri sadece döviz kuru için değil, aynı zamanda ithal ham madde fiyatları için de geçerlidir.

Sonuç olarak, yeni ÜFE endeksi döviz kuruna karşı TEFE'ye oranla daha duyarlı bir görünüm sergilemektedir. TÜFE'de ise duyarlılıktaki artışın sınırlı olduğu düşünülmektedir.

III. Arz ve Talep Gelişmeleri

III.1. Arz-Talep Dengesi

Türkiye ekonomisinin yılın ilk yarısında sağladığı hızlı büyüme eğilimi, 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde önemli ölçüde yavaşlamıştır. Bu dönemde GSMH geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 4,7 oranında artış göstermiştir. Ekonomik büyümenin beklentilerin altında gerçekleşmesinde iç talepte gözlenen görece yavaşlamanın yanı sıra, geçen yılın aynı dönemdeki yüksek üretim düzeyinin yarattığı baz etkisi de etkili olmuştur. Ayrıca, tarım sektörü katma değerinin geçen yılın aynı dönemine göre beklentilerin aksine gerilemesi de bu dönemde büyümeyi olumsuz etkilemiştir. 2004 yılının üçüncü üç aylık dönemindeki yavaşlamaya karşın yılın ilk dokuz aylık döneminde yüksek oranlı büyüme rakamlarına ulaşılmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, GSMH büyüme beklentisi Aralık ayının ikinci anket döneminde yüzde 8,4 oranına ulaşarak yüzde 5 olarak belirlenen program öngörüsünün oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Ekonomik programın makroekonomik hedeflere ulaşmadaki başarısı 2005 yılına ilişkin bekleyişleri de olumlu etkilemiştir. Bu çerçevede, 2005 yıl sonu GSMH büyüme beklentisi Ocak ayının ikinci anket döneminde yüzde 5,6 olarak gerçekleşerek program öngörüsünün üzerinde kalmıştır (Grafik III.1.1).



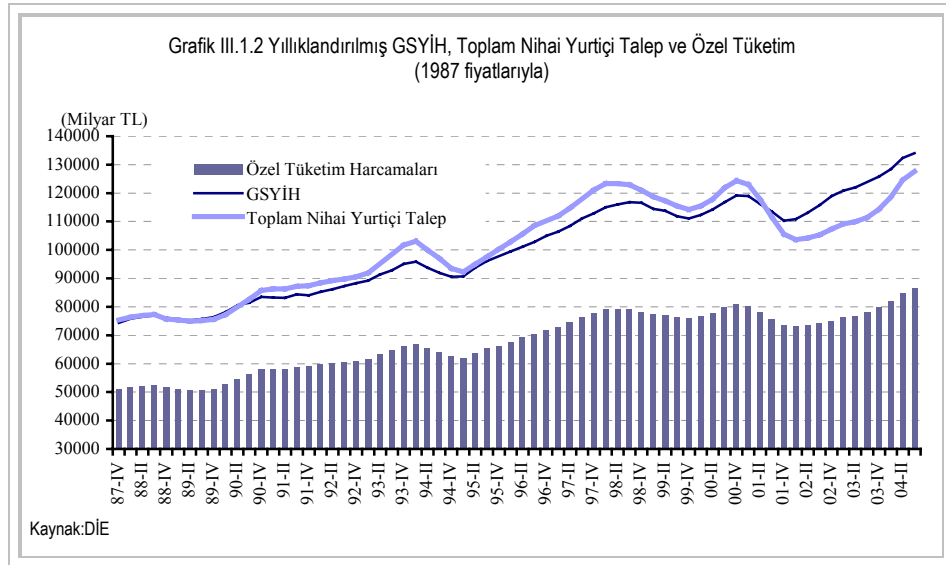
2004 yılının son üç aylık dönemine ilişkin üretim gelişmeleri incelendiğinde, sanayi üretimindeki artışların yavaşlayarak da olsa sürdüğü görülmektedir. Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) Aylık Sanayi Üretim Endeksi sonuçlarına göre toplam sanayi ve imalat sanayi üretimleri 2004 yılının Ocak-Kasım döneminde geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 10,4 ve yüzde 11,1 oranlarında artış göstermiştir. Buna paralel olarak, 2004 yılında imalat sanayii kapasite kullanım oranları

yüksek seviyelerini korumuştur. DİE tarafından açıklanan verilere göre, toplam imalat sanayii sektöründe kapasite kullanım oranı 2004 yılında ortalama yüzde 81,5 gibi yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir.

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

	2003					2004			
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	Dokuz Aylık
1-Tüketim Harcamaları	6,9	2,3	5,2	8,0	5,6	9,9	13,6	5,4	9,3
Kamu	-2,3	-2,0	-0,7	-4,2	-2,4	2,4	-7,9	-7,1	-4,8
Özel	7,8	2,9	5,8	10,3	6,6	10,6	16,4	6,7	10,8
Dayanıklı Tüketim Mal.	24,7	10,6	11,4	49,5	24,0	49,7	61,7	29,3	46,1
Hizmetler	9,6	5,1	7,6	7,9	7,5	10,1	14,3	5,5	9,4
Gıda	4,4	4,1	5,7	1,0	4,1	0,9	0,3	-1,2	-0,2
Yarı Day. Ve Day.sız	4,7	-4,5	3,7	3,8	2,1	4,9	31,2	18,3	16,8
2-Sabit Sermaye Yatırımları	11,7	6,4	3,0	19,2	10,0	52,6	51,7	23,5	41,1
Kamu	-34,8	-14,6	-22,7	5,0	-11,5	-11,3	-9,1	-11,8	-10,7
Özel	22,5	14,2	16,4	30,1	20,3	60,6	68,7	35,8	54,6
3- Stok Değişimi*	3,6	5,5	2,2	1,2	3,0	3,1	1,4	-1,1	0,9
4-Mal ve Hizmet İhracatı	14,5	12,3	19,4	16,9	16,0	10,3	15,7	7,8	11,0
5-Mal ve Hizmet İthalatı	22,0	24,7	28,3	33,0	27,1	31,2	32,7	16,0	26,5
6-Toplam Yurtiçi Talep	10,9	8,5	7,0	11,3	9,3	19,1	21,1	7,3	15,3
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	7,7	3,2	4,7	10,6	6,5	17,5	22,5	9,0	15,7
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	8,1	3,9	5,5	6,1	5,8	10,1	13,4	4,5	8,7

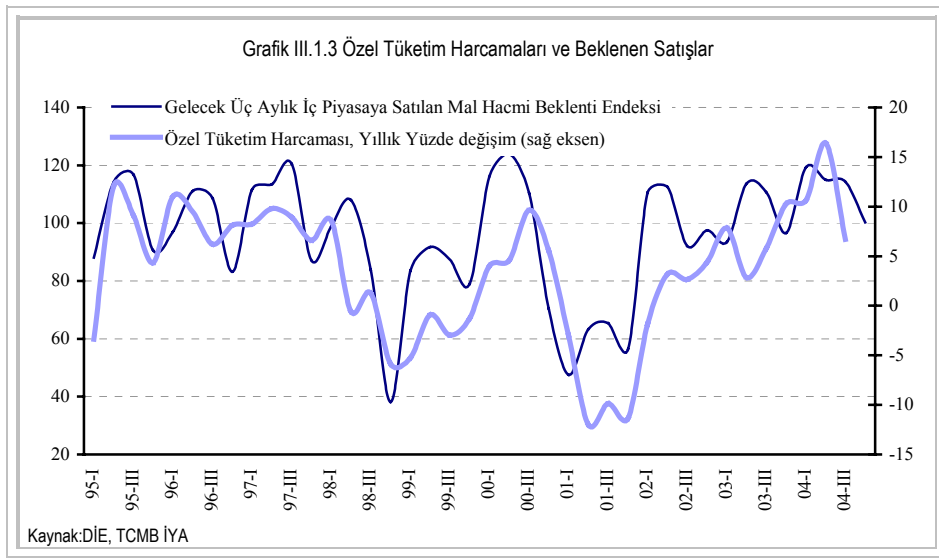
*GSYİH büyümesine katkı, yüzde
Kaynak: DİE



2004 yılının ilk yarısında hız kazanan iç talep canlanması, yılın üçüncü üç aylık döneminde belirgin bir biçimde yavaşlamıştır. Buna karşın, iç talep koşullarının ekonomideki büyüme sürecine halen yüksek bir katkı yaptığı görülmektedir. Nitekim, bu dönemde özel harcamalarda gözlenen yüksek oranlı artış büyümeyi belirleyen temel faktör olmuştur (Tablo III.1.1). Ayrıca, 2003 yılının son üç aylık döneminden itibaren GSYİH büyümesinin üzerinde gerçekleşen toplam nihai yurt içi talep büyümesi 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde de bu eğilimini sürdürmüştür. Bu durum, iç talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine geçmiş dönemlerde olduğu ölçüde katkı yapmayacağına işaret etmektedir. Ancak, toplam nihai yurt

içi talep seviyesinin halen GSYİH'nin altında bulunması ekonomideki talep açığının sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik III.1.2).

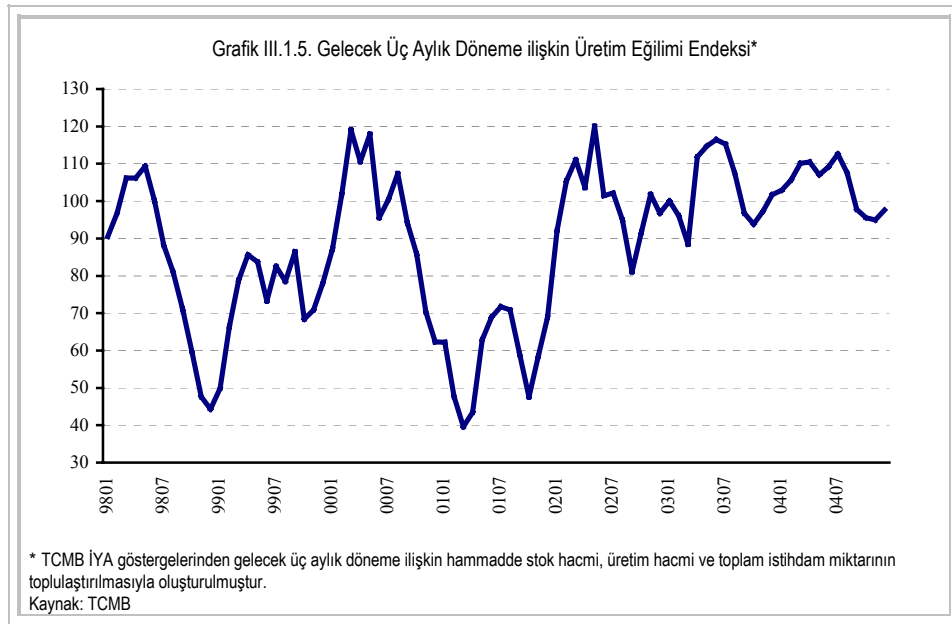
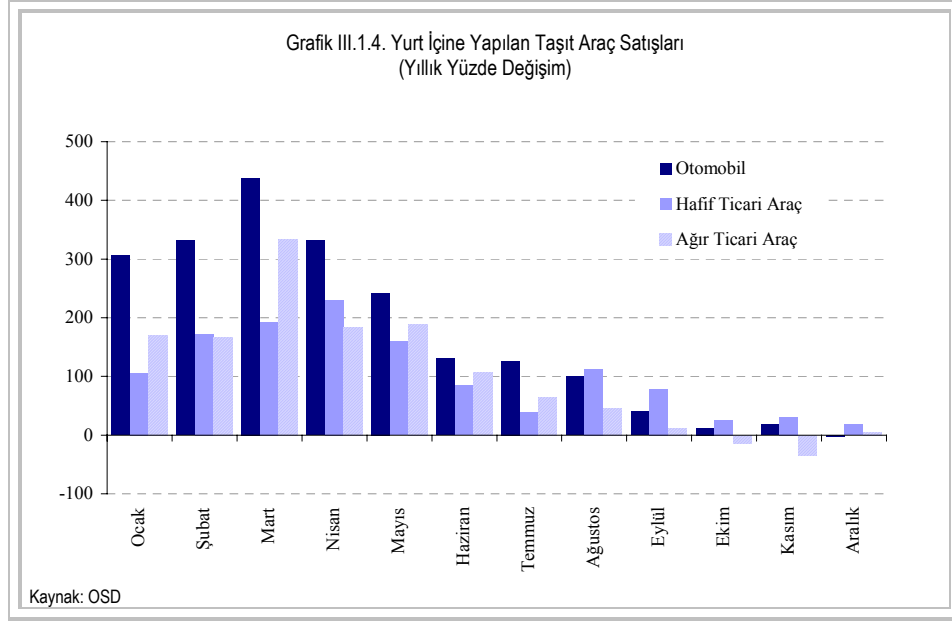
Yılın ilk yarısı ile karşılaştırıldığında, özel harcamaların büyümeye katkısı azalırken, kamu harcamaları sıkı maliye politikası uygulaması nedeni ile bu dönemde de gerilemeye devam etmiştir. GSYİH büyümesine en yüksek katkı yapan talep bileşeni olan özel harcamalar alt gruplar itibarıyla incelendiğinde, dayanıklı, yarı- dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları ile makine-teçhizat yatırımlarının büyümeyi sürükleyen harcama grupları olduğu görülmektedir (Tablo III.1.1). Buna karşın, gıda harcamalarının geçen yılın aynı dönemine göre gerilemesi ve “zorunlu tüketim harcamaları”nın halen düşük bir düzeyde bulunması iç talep artışının tüketici gruplarına dengeli dağılmadığını göstermektedir.¹ Öte yandan, TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) gelecek üç aylık döneme ilişkin iç piyasaya satılan mal hacmi eğiliminin bulunduğu seviye, iç talepteki yavaşlamanın yılın son üç aylık döneminde de sürdüğünü göstermektedir (Grafik III.1.3).



2004 yılının ilk yarısında Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesi, dış ticarete konu olan malların görece fiyatlarının düşmesine yol açmıştır. Ayrıca, tüketici kredi faiz oranlarının düşük seviyelere gerilemesi ve uzayan vadelerde taksitlendirme gibi borçlanma olanaklarının iyileşmesi kredi kanalının canlanmasına neden olmuştur. Bu iki etken, özel tüketim harcamalarının hızla artmasında etkili olmuştur. Ancak, yılın üçüncü üç aylık döneminde, kamu bankalarının tüketici kredilerine sınırlama getirmesi, hükümetin Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) artırımı, hurda indirimini yarıya indirilmesi gibi iç talebi

¹ Zorunlu tüketim harcamaları, dayanıklı tüketim mallarının dışında kalan mal gruplarına yönelik özel tüketim harcamalarını içermektedir.

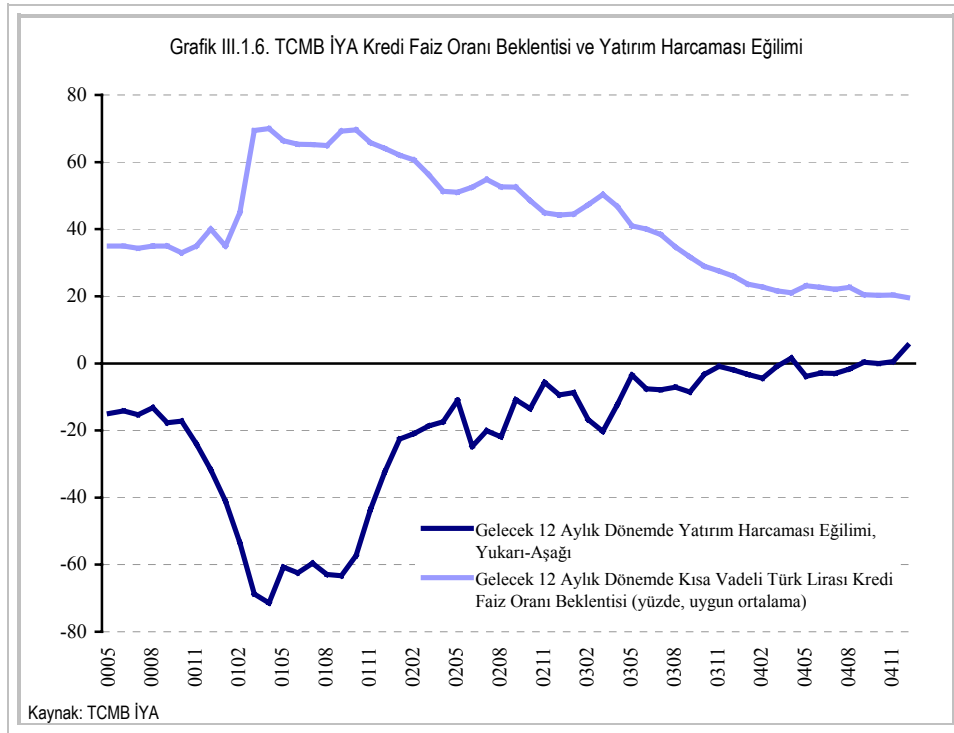
sınırlandırıcı önlemlerin yanı sıra uluslararası piyasalarda yükselen ham petrol fiyatlarının getirdiği belirsizlikler tüketim talebini olumsuz etkilemiş ve kredi kullanımının yavaşlamasına neden olmuştur. Bu faktörlere ek olarak Kasım ayındaki Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) artışının da etkisiyle artış hızı gerileyen yurt içi otomobil satışları ve son döneme ilişkin sanayi üretimi gelişmeleri, tüketim talebindeki yavaşlamanın yılın son üç aylık döneminde de devam ettiğini göstermektedir (Grafik III.1.4).



İç talepte gözlenen yavaşlamaya paralel olarak yılın üçüncü üç aylık döneminde sanayi üretimi artış hızı da gerilemiştir. Bu dönemde, sanayi

üretimi geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 7,6 oranında büyümüştür. Bunun yanı sıra, sanayi üretimindeki yavaşlama Ekim ve Kasım aylarında da sürmüş ve geçen yılın aynı ayına göre sırasıyla yüzde 1,5 ve yüzde 9,6 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, TCMB İYA göstergelerinden yararlanılarak hazırlanan gelecek üç aylık döneme ilişkin üretim eğilim endeksi Temmuz ayından bu yana sergilediği düşüş eğilimini sürdürerek Kasım ayında 2004 yılının en düşük seviyesine gerilerken, Aralık ayında sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik III.1.5). 2003 yılının son üç aylık dönemindeki ekonomideki canlanmanın yarattığı yüksek bazın da etkisiyle, ekonomideki büyüme sürecinin yılın son üç aylık döneminde yavaşlamaya devam etmesi beklenmektedir.

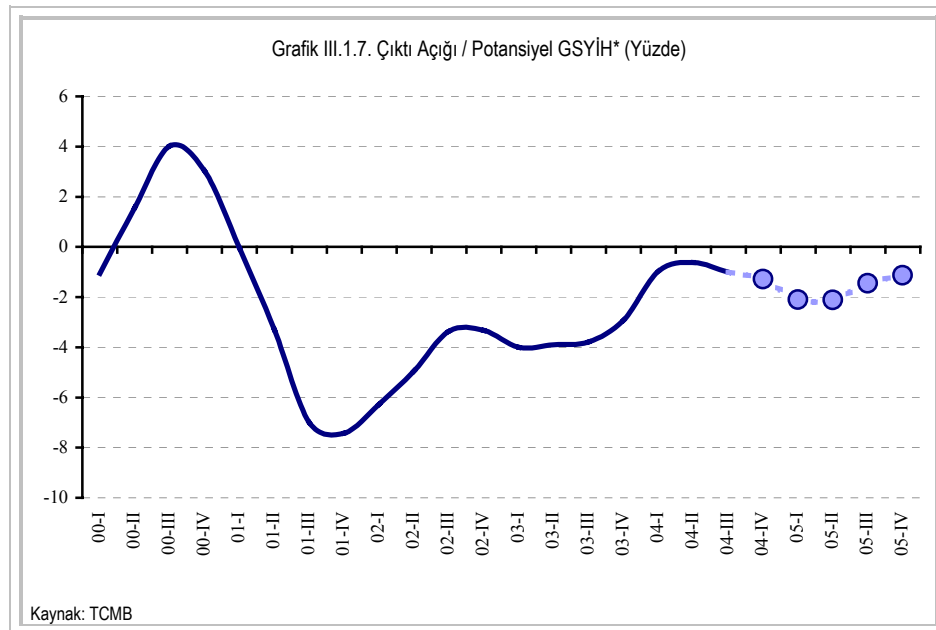
Özel yatırım harcamaları 2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde, makine-teçhizat yatırımlarında meydana gelen hızlı artıştan kaynaklanarak, yüzde 35,8 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Böylelikle, 2004 yılının ilk yarısında ekonomik büyümeye en yüksek katkı yapan talep bileşeni olan özel yatırım harcamaları bu eğilimini yılın üçüncü üç aylık döneminde de sürdürmüştür. Makine-teçhizat yatırımlarının yılın ilk yarısına kıyasla yavaşlamasına karşın halen yüksek oranlarda artması, ekonominin gidişatına ilişkin beklentilerin olumlu olduğuna ilişkin bir “güven” göstergesi niteliğindedir.



2004 yılının Ekim ayında geçen yılın aynı ayına kıyasla makine-teçhizat üretimi düşük bir oranda da olsa gerilerken, Kasım ayında yeniden yüksek bir oranda artış göstermiştir. Ayrıca, Ekim ve Kasım aylarında ağır ticari

araç (kamyon, otobüs, midibüs) yurt içi satışları geçen yılın aynı aylarına göre azalırken, Aralık ayında düşük bir oranda artmıştır. Bu dönemde, hafif ticari araç satışlarının artış hızı geçen yılın aynı dönemine kıyasla gerilemiştir (Grafik III.1.4). Ancak, Aralık ayına ilişkin sermaye malları ithalatı gelişmeleri ve makine-teçhizat sektöründe gözlenen yüksek kapasite kullanım oranları yatırım harcamalarındaki artışların sürdüğünü göstermektedir. Öte yandan, TCMB İYA'da yer alan kredi faiz oranı beklentisi ve yatırım harcaması eğilimleri de, finansman maliyetlerine ilişkin olumlu beklentiler çerçevesinde, yatırım harcamalarındaki artışlara işaret eden diğer göstergelerdir (Grafik III.1.6). Bu bilgiler ışığında, yılın son üç aylık döneminde yatırım harcamalarındaki artışların geçen yılın aynı dönemindeki yüksek bazın da etkisiyle yavaşlaması, ancak mevcut yatırım eğilimi doğrultusunda bu artışların sürmesi beklenmektedir.

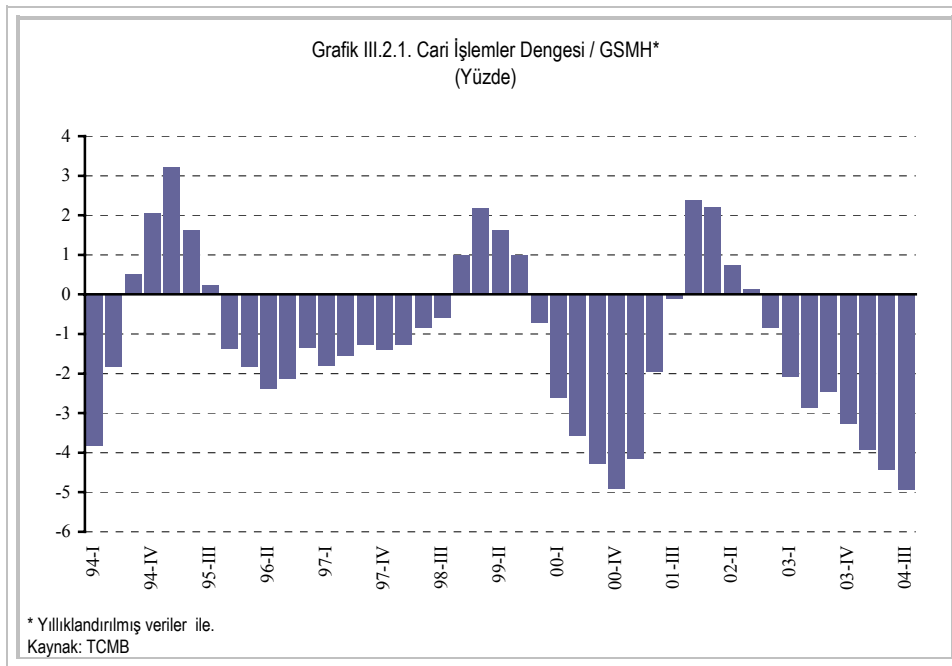
Yılın ilk yarısına kıyasla yavaşlayarak da olsa verimlilik artışlarının sürüyor olması ve yatırım harcaması eğiliminin yüksek seviyelerini koruması fiyatlar üzerindeki baskıları sınırlamaktadır. Bunlara ek olarak, mevcut tüketim kompozisyonunun yapısı ve iç talepte yılın son üç aylık döneminde de sürmesi beklenen görece yavaşlama çerçevesinde kısa dönemde fiyatlar üzerinde talep yönlü bir baskı beklenmemektedir. Ayrıca, çıktı açığına ilişkin tahminler, 2005 yılında Türkiye ekonomisindeki üretim düzeyinin enflasyondaki düşüş sürecini tehdit edecek bir düzeyde olmayacağını göstermektedir (Grafik III.1.7). Ancak mevcut talep koşullarında, istihdam ve reel ücretlerdeki artışlar ile verimlilikteki yavaşlama eğilimlerine paralel olarak birim işgücü maliyetlerinde gözlenebilecek olası artışların, önümüzdeki dönemde fiyatlar üzerinde risk unsuru oluşturabileceği düşünülmektedir.



Bu çerçevede, enflasyondaki düşüş sürecine önemli katkı sağlayan yatırım harcamaları ve verimlilik kazanımları 2005 yılında da büyüme-fiyat ilişkisi açısından kritik rol oynayacaktır. Avrupa Birliği'ne giriş sürecine ilişkin gelişmelerin “enflasyonist olmayan sürdürülebilir büyüme” açısından önem arz eden yatırım harcamalarını hızlandırıcı bir etken olacağı düşünülmektedir. Bundan daha da önemlisi, doğrudan yabancı yatırımları özendirici, yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesidir. Ekonomik büyümenin sağlam temeller üstüne oturtularak sürdürülebilir kılınması ve fiyat istikrarının korunması ancak bu şekilde mümkün olacaktır.

III.2. Dış Talep

2004 yılında cari işlemler dengesi 15,6 milyar ABD doları açık vermiştir (Grafik III.2.1). Bu dönemde, hizmet gelirlerinin turizm gelirlerindeki hızlı artış sonucunda yükselmesine karşın, yüksek oranda artan dış ticaret açığı cari işlemler dengesinin temel belirleyicisi olmuştur.



DİE tarafından açıklanan verilere göre, ihracat 2004 yılında yüzde 32,8 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Verimlilik artışlarının reel ücretlerin üzerinde kalması sonucunda reel birim ücretlerin gerilemeye devam etmesi firmaların dış pazarlardaki rekabet gücünü korumasında ve dolayısıyla ihracatın artmasında etkili olmuştur.

2004 yılı genelinde, ihracattaki yüksek performans ve iç talepteki artış sanayi üretimi artışını desteklemiş, buna bağlı olarak da ithalat yüksek bir oranda artmıştır. 2004 yılında, toplam ithalatta yüzde 40,1 oranında artış gerçekleşmiştir. İthalat artışına en önemli katkı, üretim ve ihracat artışlarına paralel olarak ara malları ithalatından gelmiştir. Tüketim malları ithalatı artış oranı ise yılın ikinci yarısında yılın ilk yarısına kıyasla gerilemiştir. Bu çerçevede, 2004 yılının ikinci yarısında, özel tüketim harcamalarının artış oranının yılın ilk yarısına göre düştüğü düşünülmektedir.

Mevcut veriler ışığında cari işlemler açığının 2004 yılı sonunda GSYİH'nin yüzde 5'i dolayında, 2005 yılında ise yüzde 3,7'si dolayında gerçekleşmesi beklenmektedir. Cari işlemler açığı-enflasyon ilişkisi değerlendirildiğinde, iki temel kanalın etkili olduğu düşünülmektedir. Birincisi, cari açığın finansmanı ile ilgili olası endişelerin bekleyişler ve döviz kuru yoluyla enflasyonu etkileme olasılığıdır. Ancak, gerek uygulanmakta olan programla birlikte ekonomik istikrar yolunda elde edilen kazanımlar, gerekse Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakereleri öncesi tarama sürecinin başlaması yönünde alınan karar çerçevesinde, finansman koşullarında iyileşme sağlanması beklenmektedir. Ayrıca, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile hazırlanan üç yıllık ekonomik programın yapısal reform ağırlıklı bir süreci ifade etmesi de iktisadi temellerin güçlenmesini sağlayacak ve ekonominin dış şoklara karşı duyarlılığını azaltacaktır. Bu çerçevede, global likidite tercihleri sebebiyle ortaya çıkabilecek döviz kuru şoklarının enflasyon üzerindeki etkileri geçici olacaktır. İkinci olarak, cari işlemler açığı ekonomi genelinde bir iç talep canlanmasına işaret edebilmektedir. Ancak, önümüzdeki dönemde de potansiyel üretim düzeyinin yatırım harcamalarındaki büyümeye paralel olarak yükselmeye devam etmesi ve tüketimin kontrollü bir şekilde artması beklenmektedir. Nitekim, sermaye malları ithalatındaki yüksek oranlı artışlar ve üretim açığı tahminleri de bu düşünceyi destekler niteliktedir. Sonuç olarak, cari işlemler açığının enflasyon hedefi açısından bir tehdit oluşturması beklenmemektedir.

III.3. Maliyetler

2004 yılının üçüncü üç aylık döneminde imalat sanayiinde istihdam geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,8 oranında artmıştır. Aynı dönemde, üretimde çalışılan saat başına reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 3 oranında yükselmiş, buna karşılık çalışılan saat başına verimlilik ise aynı dönemde yüzde 5,9 oranında artış göstermiştir. (Tablo III.3.1).

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

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

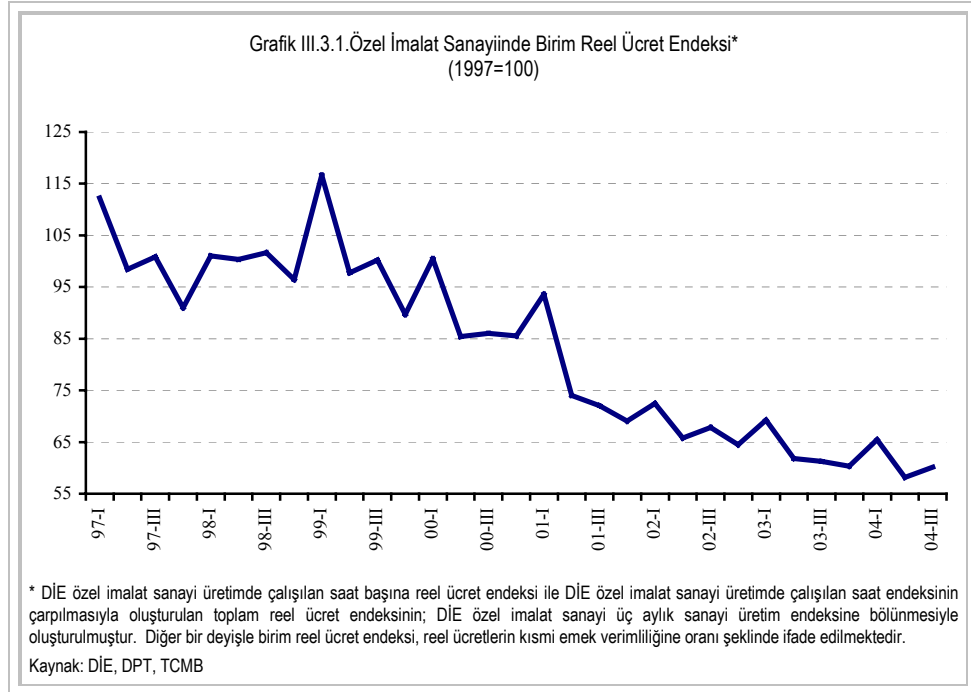
(1) DİE İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100

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

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

(4) DİE Dönemler İtibariyle Üretimde Çalışılan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100

Reel ücretlerin kısmi emek verimliliğine oranı şeklinde ifade edilen özel imalat sanayi birim reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,8 oranında düşmüştür (Grafik III.3.1). Birim reel ücretlerdeki bu durum, üretim artışlarının fiyatlar üzerinde oluşturabileceği kapasite yönlü baskıları engellediği gibi yüksek ihracat performansının da en önemli belirleyicilerinden biri olmuştur.



Üretimde gözlenen yavaşlamaya paralel olarak yılın ikinci yarısında verimlilik artış hızının da gerilediği düşünülmektedir. Bu durum, istihdam ve reel ücretlerdeki artışların sürdüğü göz önüne alındığında, birim reel

ücretlerdeki düşüşlerin önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı olduğunu göstermektedir.

2005 yılına ilişkin olarak kamu kesiminde çalışan memur maaşlarına, yüzde 8 olarak belirlenen enflasyon hedefinin üzerinde olmak üzere, ortalama yüzde 10,7 zam öngörülmüştür. Asgari ücrette ise yüzde 10 oranında artış gerçekleşmiştir. Gelirler politikasının 2005 yıl sonu enflasyon hedefi ile büyük ölçüde uyumlu bir şekilde yürütülmesi önümüzdeki dönem fiyat gelişmelerini bekleyişler kanalıyla olumlu etkileyecektir. Ayrıca, bu artış oranlarının özel sektöre referans oluşturacağı göz önüne alındığında, 2005 yılı reel ücret gelişmelerinin gerek talep gerekse üretim maliyetleri yönünden enflasyon gelişmelerini tehdit etmeyecek bir düzeyde olacağı tahmin edilmektedir.

Verimlilik ve reel ücretlerdeki gelişmeler bir arada değerlendirildiğinde, 2005 yılında reel birim ücretlerin enflasyondaki düşüş sürecine vereceği katkının, son iki yıla oranla azalacağı düşünülmektedir. Ancak, 2005 yılı boyunca reel ücretlerdeki artışların verimlilik artışlarının gerisinde kalmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bu durum, gerek firmaların dış pazarlardaki rekabet gücünü korumasını sağlayacak gerekse fiyatlar üzerindeki maliyet yönlü baskıları sınırlayacaktır.

Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu, ulusal para cinsinden ithal hammadde ve yatırım malı fiyatlarını düşürerek fiyatlar üzerindeki maliyet yönlü baskıları engellemiştir. Ancak, sanayi üretiminde temel hammadde olarak kullanılan petrol ve metal fiyatlarının uluslararası piyasalarda yükselmesi fiyatlar üzerinde risk unsuru oluşturmaktadır. Yıllık ortalamalar dikkate alındığında, 2004 yılında ithalat fiyat endeksinde yüzde 12,3, ham petrol fiyatlarında yüzde 27,5, metal fiyatlarında ise yüzde 36,3 oranlarında artış gerçekleşmiştir (Tablo III.3.2). Uluslararası piyasalarda meydana gelen bu olumsuz gelişmelerin önümüzdeki dönemlerde tersine dönmeme olasılığı, enflasyon açısından her durumda risk oluşturmaktadır.

Tablo III.3.2. Üretim Maliyetlerine İlişkin Seçilmiş Göstergeler

	2003					2004				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
İthalat Fiyat Endeksi	101,6	99,7	99,9	102,3	100,9	108,5	111,6	114,0	119,0	113,3 ⁽¹⁾
Ham Petrol Fiyatları (\$/Varil)	28,7	24,7	26,5	28,0	27,0	30,0	32,0	36,7	38,8	34,4 ⁽²⁾
Metal Fiyatları Endeksi	92,7	93,0	97,9	109,3	98,2	130,0	130,2	133,8	141,3	133,8 ⁽³⁾

(1) 2004 yılının dördüncü üç aylık dönemine ilişkin veri Ekim ayını yansıtmaktadır.

(2) Kasım ve Aralık değerleri için tahmin kullanılmıştır.

(3) 2004 yılının dördüncü üç aylık dönemine ilişkin veri Ekim-Kasım dönemini yansıtmaktadır.

Kaynak: DIE, DPT, IFS

IV. Mali Piyasalardaki Gelişmeler

IV.1. TCMB Para Politikası

TCMB, 20 Aralık 2004 tarihinde 2005 yılında izleyeceği para ve kur politikasına ilişkin stratejisini kamuoyuna duyurmuştur. Para politikasının şeffaflığının artırılması yönünde önemli bir adım olan bu duyuru, aynı zamanda Şubat 2001 krizinin ardından yürürlüğe konulan ekonomik programın para ve kur politikası uygulamalarının tutarlılığını teyit eden bilgiler içermesi açısından da önem arz etmektedir. Ek olarak, bu duyuruda 2006 yılı başında fiyat istikrarı hedefinin güvenilirliğini artıracak olan açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği de kamuoyu ile paylaşılmıştır.

2006 yılı başında fiyat istikrarı hedefinin güvenilirliğini artıracak olan açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilecektir.

TCMB'nin faiz politikası gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirmek suretiyle oluşturulmaktadır. Faiz kararı alınırken toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlandırma davranışları, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve onları etkileyebilecek gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ile kurum içinde yapılan enflasyon tahminleri göz önüne alınmaktadır. Bu çerçevede, TCMB, kendi bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo pazarında uygulamakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarını; 20 Aralık 2004 tarihinde iki puan, 11 Ocak 2005 tarihinde ise bir puan düşürerek gecelik borçlanma faiz oranlarını yüzde 17'ye indirmiştir. Bu kararların alınmasında mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığı konusunda politik kararlılığın gözlenmesi yanında, AB ve IMF ile ilişkiler konusundaki olumlu gelişmelerle enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceği öngörüsü etkili olmuştur.

2005 yılı para politikası duyurusunda detaylı olarak anlatıldığı gibi, önümüzdeki dönemde, faiz kararlarının alınma süreci ve zamanlaması daha şeffaf ve öngörülebilir kılınarak açık enflasyon hedeflemesi sistemine aşamalı olarak daha uygun hale getirilecektir. Buna göre, faiz kararları Para Politikası Kurulu'nun periyodik toplantılarını takip eden işgününün sabahı düzenli olarak açıklanacaktır. Böyle bir uygulama, Merkez Bankasının beklentileri daha etkin yönetmesine destek verecek ve kısa vadeli faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişkiyi belirginleştirecek olan aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunacaktır. 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte faiz kararları para politikası kurulundaki oylama sonucunda belirlenecektir. Öte yandan, geçiş dönemi olan 2005 yılında, Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler (NUR) performans kriteri, Net

Önümüzdeki dönemde, faiz kararlarının alınma süreci ve zamanlaması daha şeffaf ve öngörülebilir kılınarak açık enflasyon hedeflemesi sistemine aşamalı olarak daha uygun hale getirilecektir

İç Varlıklar (NİV) ise gösterge niteliğinde hedef olarak izlenmeye devam edilecektir.

2005 yılında likidite açığının ortaya çıkması halinde Merkez Bankası borç verici konumunda olacak; piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler Merkez Bankasının borçlanma faizi değil, borç verme faizleri olacaktır

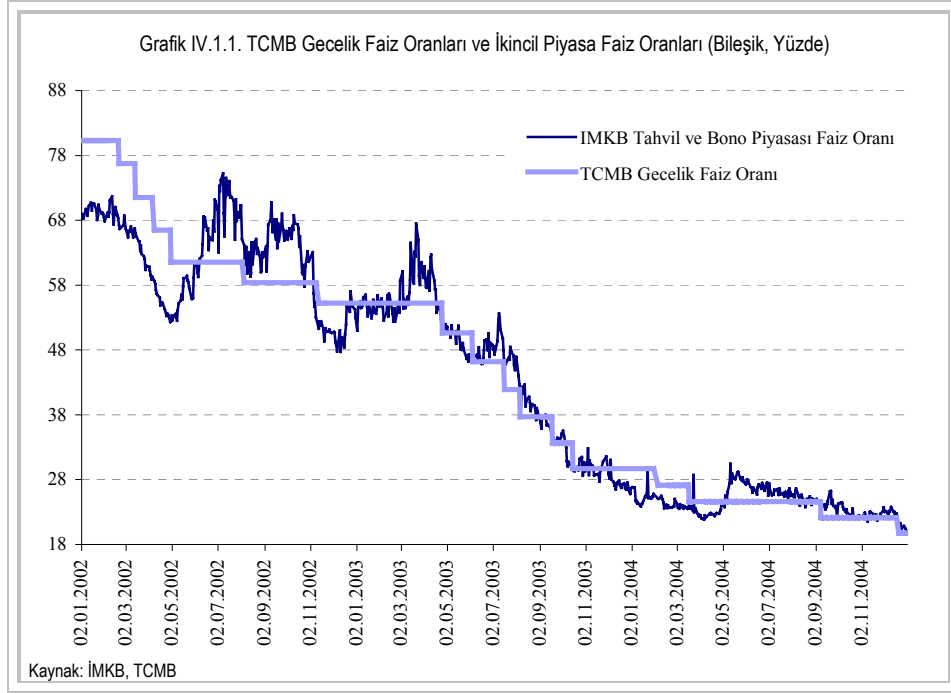
2005 yılında Hazinesinin net döviz cinsi borç ödeyici konumda olmasının ve ekonomik birimlerin para talebindeki artışların piyasadaki likiditeyi azaltıcı, buna karşılık, döviz alım ihalelerinin piyasadaki likiditeyi artırıcı yönde etki yapacakları beklenmektedir. Bütün bu etkenlerin net sonucunun ise piyasadaki likidite miktarının azalması yönünde olacağı öngörülmektedir. Likidite açığının ortaya çıkması halinde Merkez Bankası borç verici konumunda olacak; piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler Merkez Bankasının borçlanma faizi değil, borç verme faizleri olacaktır. Bu durum, enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında faiz kararlarının öngörülebilirliğinin artacağı da göz önüne alındığında, kısa vadeli faiz oranlarının daha uzun vadeli piyasa faizleri üzerindeki etkinliğinin artarak, para politikası aktarım mekanizmalarının güçlenmesi anlamına da gelmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde çalıştığı ekonomilerde, merkez bankalarının faiz oranlarını değiştirerek, kredi miktarı, döviz kuru, mali varlık fiyatları ve beklentiler tarafından şekillenen toplam talep ve toplam arz kanalıyla, enflasyon oranlarını orta vadede hedeflenen düzeylerle tutarlı seviyelerde tutmaları beklenir. Bununla birlikte, 'mali baskınlığın' yoğun olarak hissedildiği ve bu nedenle dışsal ve içsel şoklara daha duyarlı hale gelen ekonomilerde, temelde kamu borç dinamikleri tarafından belirlenen yüksek ve oynak risk priminin varlığı aktarım mekanizmasının etkinliğini tahrip edebilmektedir. Bu tür kırılmalıkların neden olduğu belirsizlik ortamı, öncelikle para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranları yoluyla uzun vadeli faizleri etkileyebilme mekanizmasına engel oluşturmaktadır. Ek olarak, oynak risk primi döviz kurlarında ani dalgalanmalar yaratarak enflasyonda beklenmedik hareketlere yol açabilmekte ve enflasyonun tahmin edilebilmesini zorlaştırmaktadır. Bu durumda para politikasının kendinden beklenen işlevi yerine getirmesi sekteye uğrayabilmektedir.

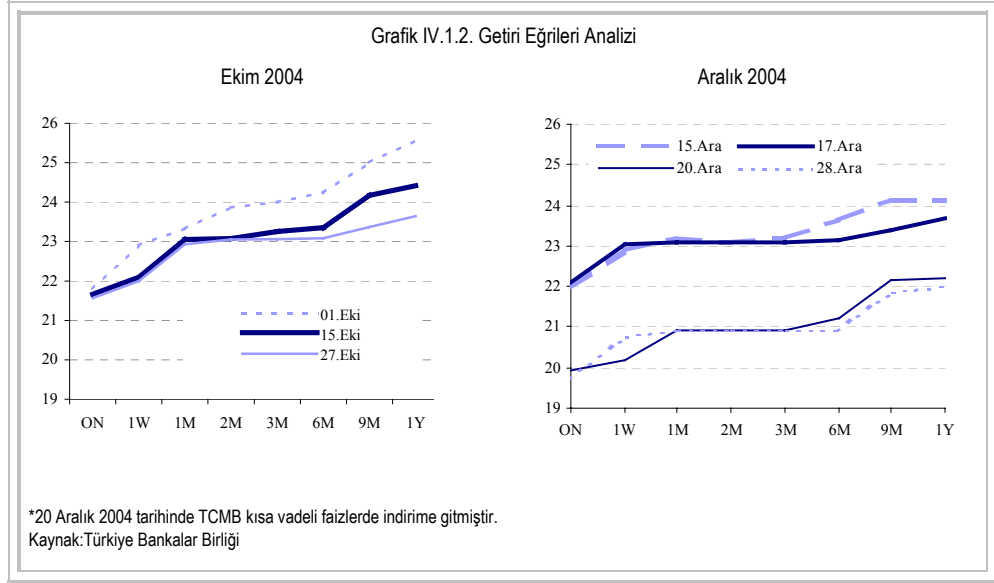
Türkiye ekonomisi, 2001 krizinden bu güne, mali ve parasal disiplin, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ve yapısal reformlar ile TCMB bağımsızlığı yolunda atılan önemli adımlar sayesinde fiyat istikrarına ulaşma yolunda önemli kazanımlar elde etmiştir.

2005 yılına ilişkin para ve kur politikası stratejisi duyurusunda da açıkladığı üzere, 2001 yılı krizinden bugüne önemli bir iktisadi dönüşüm yaşanmaktadır. Bu süreçte mali ve parasal disiplin, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ve yapısal reformlar ile TCMB bağımsızlığı yolunda atılan önemli adımlar sayesinde fiyat istikrarına ulaşma yolunda önemli kazanımlar elde edilmiştir. Böyle bir ortamda, TCMB faiz kararlarının aktarım mekanizması içindeki etkinliği de giderek artmaktadır. Ne var ki, kamu borç stokunun çevrilebilirliği ile ilgili kaygılar azalmakla birlikte, bu konudaki risk unsurları tamamıyla ortadan kalkmış değildir. Dolayısıyla,

uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde oynak ve yüksek risk priminin rolü, geçtiğimiz üç yıla göre azalmakla birlikte, devam etmektedir (Grafik IV.1.1).

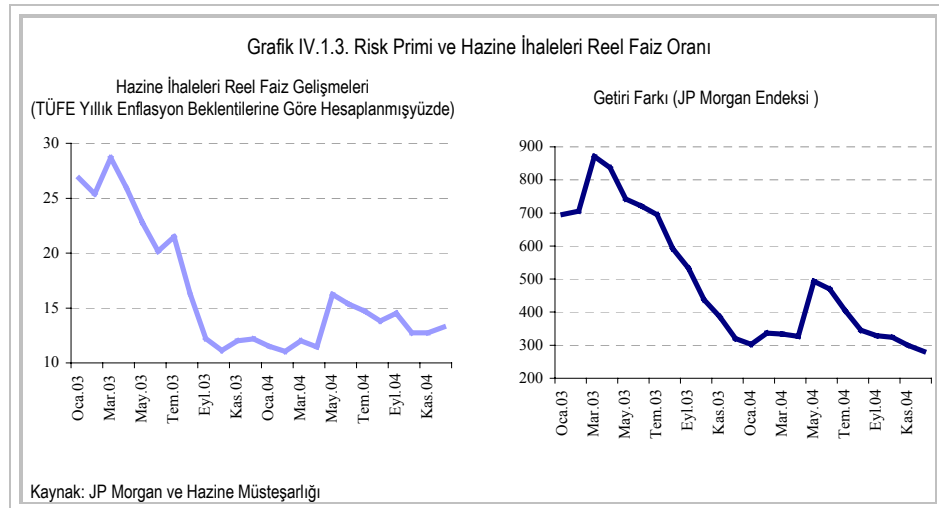


Risk algılamalarının piyasa faizleri üzerindeki etkilerini getiri eğrilerine bakarak da gözlemek mümkündür. Ekim ayı boyunca kısa vadeli faiz oranlarında önemli bir değişiklik olmazken, orta ve özellikle daha uzun vadeli faiz oranlarında ay ortasında başlayan ve ay sonuna doğru belirginleşen düşüş dikkat çekicidir. 6 Ekim 2004 tarihinde yayımlanan olumlu AB ilerleme raporunun ardından faiz oranlarında düşme eğilimi gözlenmiştir. IMF ile yapılan görüşmelerin uzaması, Ekim ayı enflasyon oranının beklentilerin üzerinde çıkması ve Türk lirası likiditesinin görece olarak azalmasının etkisiyle zaman zaman düşüş eğiliminde bir yavaşlama yaşanmıştır. Bununla birlikte, IMF ile 3 yıllık bir stand-by anlaşmasının yapılması yolunda ilerleme sağlanması, 17 Aralık 2004 tarihinde AB'nin 3 Ekim 2005 tarihinde Türkiye ile müzakereleri başlatma kararı alması nedeniyle faizlerdeki genel düşüş eğilimi devam etmiştir. 20 Aralık 2004 tarihli faiz indirimi takiben getiri eğrileri her vadede aşağı kaymış, ancak eğim ve eğrilik itibarıyla önemli bir değişim göstermemiştir. Ay sonu itibarıyla getiri eğrilerinin kısa vadeli ucu sınırlı miktarda artış gösterirken, uzun vadeli ucu söz konusu gelişmelerin etkisiyle risk algılamalarının azalmasına paralel olarak aşağı doğru hareket etmiştir. (Grafik IV.1.2).



Reel faizlerin düşürülmesinde, etkin işleyen bir mali sistemin ve derinleşmiş mali piyasaların oluşması, mali disiplininin kalitesini artıracak ve ekonomideki kırılganlıkları azaltacak olan reformların devamlılığı ve ekonomik programın sürdürülebilirliği ile ilgili oluşabilecek endişelerin tamamiyle ortadan kaldırılması büyük rol oynamaktadır.

Öte yandan, yukarıda sözü edilen ve risk priminin hala görece yüksek seviyelerde olmasına yol açan faktörler nedeniyle, nominal faizlerdeki düşüş reel faiz oranları üzerinde henüz kalıcı bir düşme yaratmamıştır. Reel faizlerin düşürülmesinde, etkin işleyen bir mali sistemin ve derinleşmiş mali piyasaların oluşması, mali disiplininin kalitesini artıracak ve ekonomideki kırılganlıkları azaltacak olan reformların devamlılığı ve ekonomik programın sürdürülebilirliği ile ilgili oluşabilecek endişelerin tamamiyle ortadan kaldırılması büyük rol oynamaktadır. Diğer taraftan, genellikle yükselen piyasalarda kredi riskini ölçmede kullanılan ve uluslararası piyasalarda ihraç edilen devlet tahvilleri ile aynı vadeli referans ABD tahvillerin faiz oranı arasındaki fark şeklinde hesaplanan getiri farkı da (spread) düşüş eğilimini sürdürmektedir. Özellikle AB ile ilgili olumlu haberlerle desteklenen bu eğilim, kamu borçlarının sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların azalmakta olduğunu da teyit etmektedir (Grafik IV.1.3).



Yürütülmekte olan ekonomik program çerçevesinde TCMB tarafından yakından takip edilmekte olan parasal performans kriteri ve gösterge niteliğindeki hedeflere 2004 yılı Aralık ayı itibarıyla ulaşılmıştır. 2004 yılının son çeyreğinde Para Tabanının artış hızında görülen yavaşlamanın temel nedeninin reel ekonomik aktivitedeki görece yavaşlama sonucu nakit talebinin artış hızının azalması olduğu düşünülmektedir. 2005 yılında da para talebi artışının temel olarak ekonomik büyüme tarafından şekilleneceği öngörülmektedir (Tablo IV.1.1).

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Gerçekleşme	Hedef ¹	Gerçekleşme	Hedef ²	Gerçekleşme
31 Mart 2004	16.100 ^(P)	16.948	29.600 ^(G)	27.321	-2.000 ^(P)	748
30 Nisan 2004	17.500 ^(P)	17.508	31.600 ^(G)	26.076	-2.000 ^(P)	1.791
30 Ağustos 2004	20.500 ^(P)	19.301	34.600 ^(G)	28.015	-2.000 ^(P)	1.629
31 Aralık 2004	20.900 ^(P)	19.190	35.000 ^(G)	30.121	-2.000 ^(P)	229

Kaynak: TCMB.
(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.
(2) Alt sınır.
(P): Performans Kriteri, (G): Gösterge Değer.

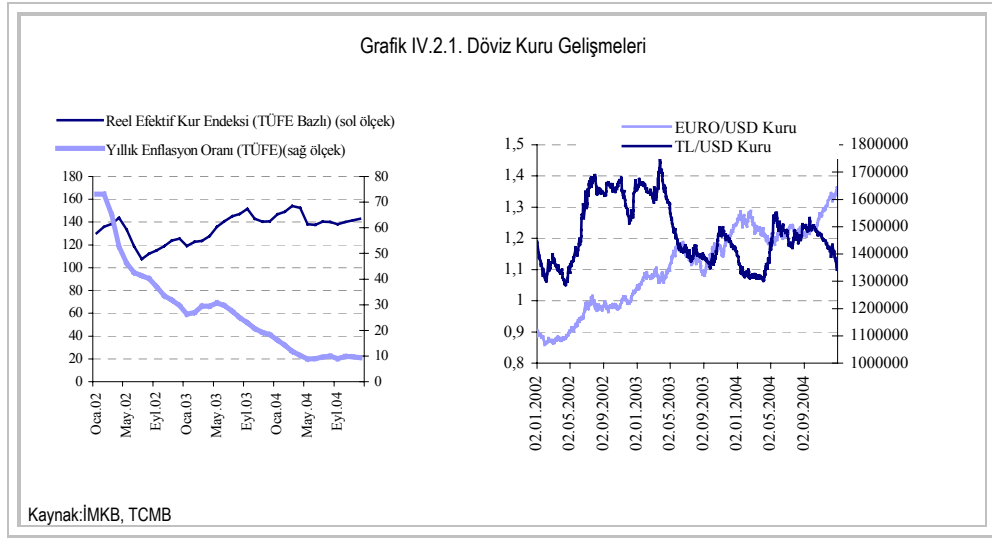
IV.2. TCMB Kur Politikası ve Döviz Kuru Gelişmeleri

Dalgalı kur rejimi altında TCMB'nin herhangi bir kur hedefi bulunmayıp, döviz kuru arz ve talep koşullarınca belirlenmektedir. Teorik olarak bu durumda döviz rezervlerinin düzeyinin bir öneminin olmaması beklense de kamu kesiminin dış borç ödeme takvimi ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat hesaplarının uzun vadede tasfiyesine ilişkin planlar, dalgalı kur rejimi altında da, TCMB döviz rezervlerinin düzeyini önemli kılmaktadır. Bu nedenlerle, ters dolarizasyon eğilimi, sermaye girişlerinin artması ve olumlu ödemeler dengesi gelişmeleri sonucu döviz arzının döviz talebine göre giderek arttığı dönemlerde rezerv biriktirmeye yönelik olarak Merkez Bankası döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir.

Bu çerçevede, Merkez Bankası, 2004 yılının son çeyreğinde de döviz piyasasındaki gelişmeleri yakından takip etmiştir. AB ve IMF ile ilişkiler, ABD seçimleri ve euro/dolar paritesindeki gelişmeler ve petrol fiyatlarındaki gerileme kurları etkileyen en önemli unsurlar olmuştur (Grafik IV.2.1). Önümüzdeki dönemlerde, AB'ye üyelik müzakerelerine ilişkin olumlu gelişmeler ile mali ve parasal disiplin ve yapısal reformların devamını içeren üç yıllık yeni programa ilişkin çalışmaların sonuçlanma aşamasına gelmesi, ters dolarizasyon sürecinin belirginleşmesini, sermaye girişlerinin artmasını ve ödemeler dengesinde olumlu gelişmelerin yaşanmasını kuvvetle muhtemel kılmaktadır. Bu öngörüler ışığında, güçlü rezerv pozisyonuna sahip olmanın uygulanan programa

TCMB, 22 Aralık 2004 tarihinden itibaren, 27 Nisan 2004 tarihinde ara verdiği döviz alım ihalelerine yeniden başlamıştır.

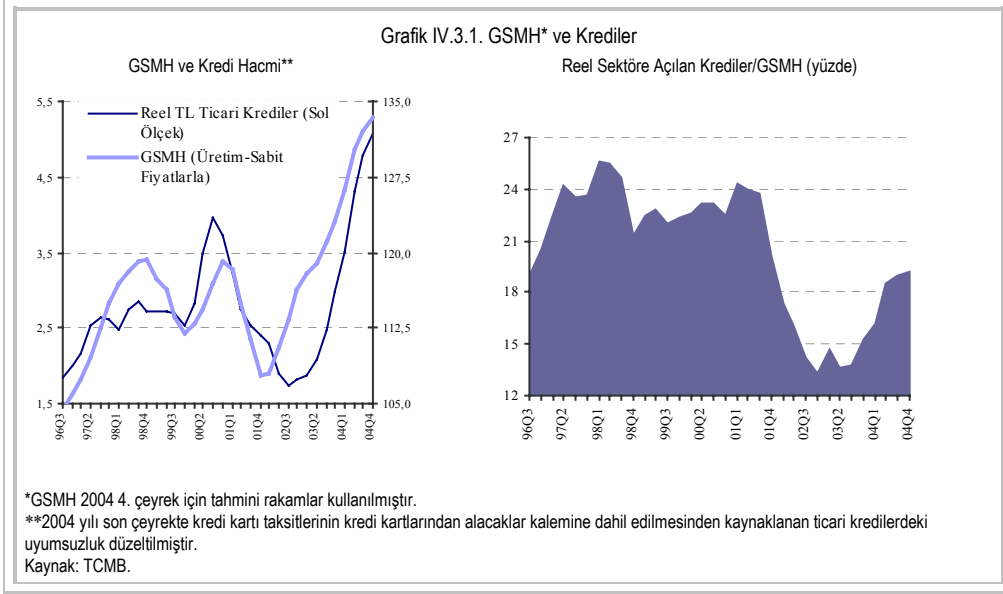
güveni artıracığı da dikkate alınarak, TCMB, 22 Aralık 2004 tarihinden itibaren, 27 Nisan 2004 tarihinde ara verdiği döviz alım ihalelerine yeniden başlamıştır. Önceki dönemlerden farklı olarak, döviz alım ihalelerinin döviz piyasası üzerindeki etkilerini en aza indirebilmek amacıyla yıllık ihale programı açıklanmaya başlanmıştır. Böylece döviz arz ve talep koşullarının en az düzeyde etkilenmesi ve dalgalı kur rejiminin temel ilkelerine sadık kalınması mümkün olacaktır.



Buna ek olarak, Merkez Bankası, kur istikrarını fiyat istikrarının bir parçası olarak görmekte ve bu nedenle kurlarda her iki yönde aşırı oynaklık gördüğü durumlarda döviz piyasasına doğrudan müdahale edebilmektedir. Merkez Bankası döviz piyasasında oluşan oynaklığın nedenlerini her yönüyle analiz etmekte, dolayısıyla geçmiş verilerin yanında gelecek dönemlerde ortaya çıkabilecek oynaklık olasılığını da değerlendirmek suretiyle müdahale kararı almaktadır. Bir kez daha belirtilmelidir ki Merkez Bankası müdahaleleri, döviz kuru seviyesinden duyulan bir rahatsızlığı ifade etmemektedir. Bu çerçevede, son olarak 27 Ocak 2005 tarihinde, yukarıda belirtilen nedenlerle belirginleşen ters para ikamesi ve yoğun sermaye girişi sonucunda artan döviz arzına bağlı olarak döviz kurlarında aşırı bir hareketlilik yaşanmış ve Merkez Bankası, döviz piyasasına 1.35 milyar ABD doları tutarında alım yönünde müdahalede bulunmuştur. Önümüzdeki dönemlerde de ekonomik istikrar yönündeki kazanımların daha ileriye götürülmesi sonucunda ekonomik birimlerin ulusal paraya yönelmeye devam etmesi ve sermaye girişlerinin artması olasılık dahilindedir. Böylesi bir durumun gerçekleşmesi halinde döviz alım müdahalelerinin devam etmesi söz konusu olabilecektir.

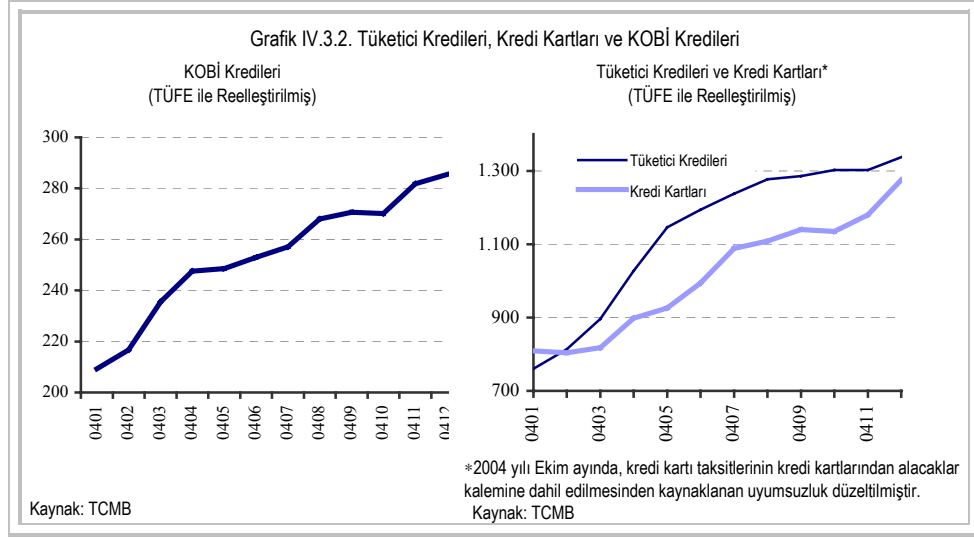
IV.3. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri

2004 yılının son çeyreğinde bankalar tarafından reel sektöre açılan krediler ekonomik büyümeyi desteklemeye devam etmiştir (Grafik IV.3.1).



Döviz kurunun istikrarlı seyri ve Türk lirasının değer kazanması, yabancı para cinsinden yükümlülükleri varlıklarından daha yüksek olan reel sektör firmalarının mali yapılarını güçlendirmiş ve özel yatırımları artırmıştır. Diğer taraftan, firmaların mali yapılarındaki düzelme sorunlu kredileri azaltarak bankaların mali yapılarını güçlendirmiş ve sağlanan ekonomik istikrar ortamının da etkisiyle kredi arzlarının artmasını sağlamıştır. Reel sektöre açılan ticari kredilerin yatırım ve üretim hacmini artırarak enflasyonist baskıları azaltacağı düşünülmektedir. Özellikle Küçük ve Orta Boy İşletmelere (KOBİ) açılan kredilerdeki yüksek artış potansiyel üretimi artırmaktadır (Grafik IV.3.2).

Toplam talep seviyesinin enflasyon hedefini tehdit edecek düzeye gelme olasılığı karşısında yılın ilk çeyreğinden itibaren tüketici kredileri ve kredi kartı gelişmeleri yakından takibe alınmıştır. Bankaların Nisan-Haziran döneminde tüketici kredisi faiz oranlarını artırmaları, kamu bankalarının kredi arzlarını sınırlandırmaları, otomobil kredilerinde uygulanan hurda araç indiriminin yüzde 50 oranında düşürülmesi ve tüketici kredileri üzerindeki KKDF kesintisinin yüzde 10'dan yüzde 15'e yükseltilmesi sonucu yılın ikinci yarısında tüketici kredileri artış hızında önemli ölçüde yavaşlama gözlenmiştir (Tablo IV.3.1, Grafik IV.3.2). Ancak, kredi kartları ile kullanılan kredi miktarının artış hızı son dönemde kredi kartı ile taksit yapılabilme imkanının yaygınlaşması ile önemli ölçüde yükselmiştir.



Tablo IV.3.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarının Gelişimi (Reel üç aylık değişim)*

	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4
Tüketici Kredileri	31,0	33,1	7,7	4,0
Konut Kredileri	49,4	51,1	12,4	9,1
Taşıt Kredileri	29,9	34,3	4,5	0,7
Diğer Krediler	26,5	26,2	8,3	4,4
Kredi Kartları	9,9	21,6	14,7	13,5

* 2004 yılı Ekim ayında, kredi kartı taksitlerinin kredi kartlarından alacaklar kalemine dahil edilmesinden kaynaklanan uyumsuzluk düzeltilmiştir.

Kaynak: TCMB

Tüketici kredileri ve kredi kartlarının artış hızları, enflasyondaki düşüş eğiliminin sürdürülebilmesi ve finansal istikrarın korunması amacıyla yakından takip edilmeye devam edilmektedir.

Tüketici kredileri ve kredi kartlarından alacaklar kaleminin artış hızının önümüzdeki dönemde enflasyon hedefini tehlikeye düşürmeyecek ve finansal istikrar açısından risk yaratmayacak şekilde gerçekleşmesi beklenmektedir. Türk lirası likidite fazlalığının azalmasının ve kredi kartı limiti karşılığı bankaların bulundurmaları gereken özkaynak miktarının Kasım ayında artırılmasının, bankaların kredi hacmindeki artışı sınırlandırması beklenmektedir. Tüketici kredileri ve kredi kartlarının artış hızı, iç talep, enflasyon ve cari işlemler açığı açısından yakından takip edilmeye devam edilmektedir.

Finansal istikrarı tehdit edebilecek sorunların çözümü için yasal ve idari düzenlemelere devam edilmektedir. Bu bağlamda, TMSF kapsamında olan Pamukbank, Kasım ayında Halk Bankası'na devredilmiştir. Ayrıca, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) ile bankalar 26 Haziran 2004 tarihinde yayımlanan yeni Basel sermaye yeterliliği uzlaşısına (BASEL II) uyum amacıyla çalışmalarını devam ettirmişlerdir. BDDK, yeni Basel uzlaşısı ile getirilen düzenlemelerin bankaların faaliyetlerini ve rekabet yapısını olumlu etkilemesini beklemektedir (*BDDK Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu, Ekim 2004*). BASEL II'nin risk yönetiminde piyasa disiplini artıracağı ve riske maruz kalemler için sermaye bulundurmaya teşvik ederek, bankacılık sektöründe

etkinliği ve verimliliği yükselteceği düşünölmektedir. Bunun yanı sıra, bankaların kredi kartı limiti karşılığı ayırdıkları özkaynak oranı Kasım ayında yüzde 2'den yüzde 4'e yükseltilmiştir. 2005 yılı Haziran ayından itibaren ise yüzde 8'e yükseltilecektir. Ek olarak, bankalar ve özel finans kuruluşlarının yurtdışındaki off-shore banka ve şubeleri için Türkiye'den mevduat toplamaları yasaklanmıştır. Bu düzenlemeler ile finansal istikrarı zedeleyebilecek koşulların oluşmasının engellenmesi hedeflenmektedir.

(Sayfa Düzeni Nedeni ile Boş Bırakılmıştır)

V. Kamu Maliyesi

Borç stokunun milli gelire oranının düşürülmesi ve enflasyonla mücadelenin sağlıklı koşullarda sürdürülmesi çerçevesinde sıkı maliye politikalarının izlenmesi büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda, 2004 yılında da daha önceki yıllarda olduğu gibi yüksek faiz dışı fazla hedeflenmiş ve bu yılda konsolide bütçe faiz dışı fazlası olumlu bir performans izlemiştir. Nitekim, 2004 yılında konsolide bütçe faiz dışı dengesi 26,2 katrilyon Türk lirası tutarında fazla vermiştir (Tablo V.1.).

2004 yılında konsolide bütçe faiz dışı fazlası olumlu bir performans izlemiştir.

Tablo V.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri

	2004 Ocak-Aralık Gerçekleşme (Katrilyon TL)	2004 Bütçe Tahmini Başlangıç Ödenekleri (Katrilyon TL)	Gerçekleşmelerin Bütçe Tahminine Oranı (Yüzde)
Gelirler	109,9	104,1	105,5
Vergi Gelirleri	90,1	88,9	101,4
Harcamalar	140,2	149,9	93,5
Faiz Dışı Harcamalar	83,7	83,9	99,8
Personel Giderleri	28,9	28,6	101,4
Cari Transferler	27,7	27,5	100,7
Faiz Harcamaları	56,5	66,1	85,5
Bütçe Dengesi	-30,3	-45,8	66,1
Faiz Dışı Denge	26,2	20,2	129,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

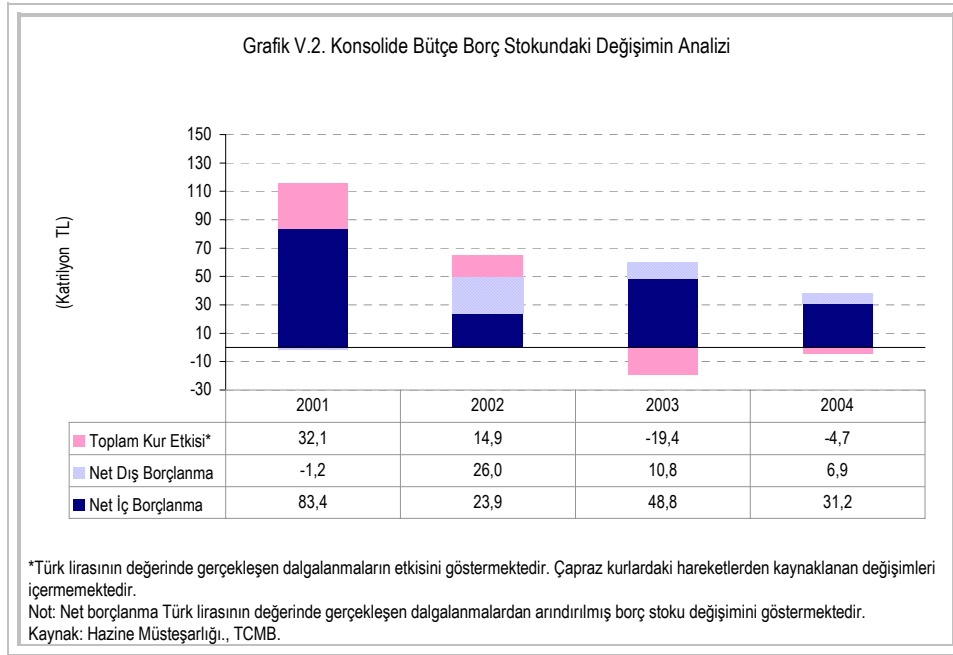
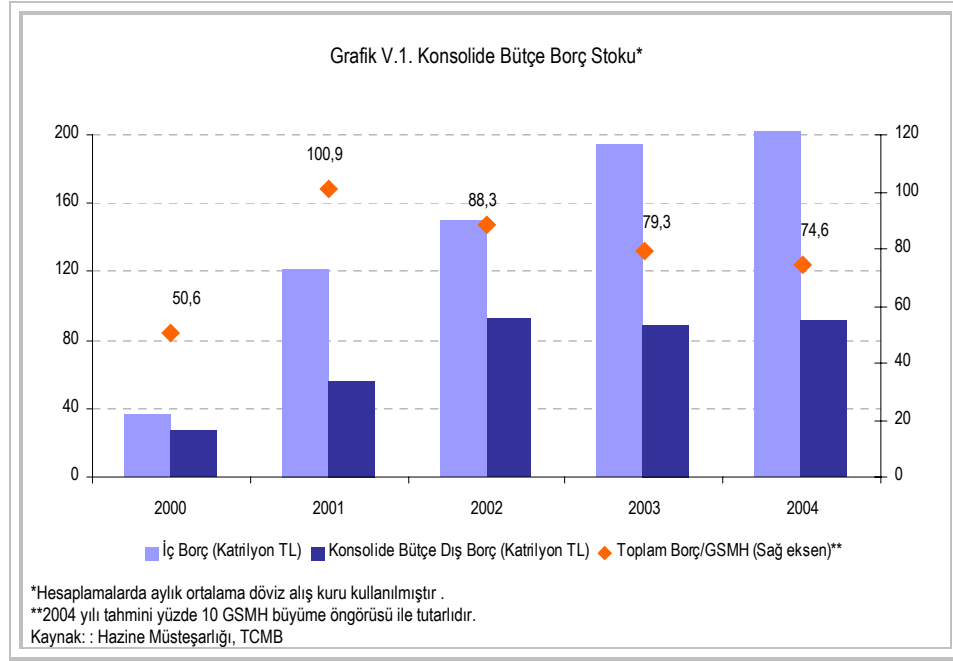
2004 yılında olduğu gibi 2005 yılında da mali disiplinin sürdürülmesi, uygulanmakta olan ekonomik programın başarısı açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede 2005 yılında da IMF tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlasının GSMH'ya oranı yüzde 6,5 olarak hedeflenmiştir.¹

V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler²

Makroekonomik istikrarın temel şartlarından biri olan fiyat istikrarı hedefine ulaşılmasında, kamu borç stokuna ilişkin gelişmelerin ekonomi için risk unsuru olma ihtimalinin azalması önemli rol oynamaktadır. Bu çerçevede mali disiplinin sağlanması, borçlanma maliyetinin azalması ve vadesinin uzaması borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları azaltmakta; bu sayede enflasyon bekleyişlerini olumlu yönde etkilemektedir. Bunun yanısıra, faiz ve kurların içsel ve dışsal şoklara karşı duyarlılığını azaltarak, fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesine imkan tanımaktadır.

¹ 2004 yılında, IMF tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi; konsolide bütçe, 3 bütçe dışı fon, 27 KİT, sosyal güvenlik kuruluşları ve işsizlik sigortası fonununun faiz dışı dengesinden oluşmaktadır.

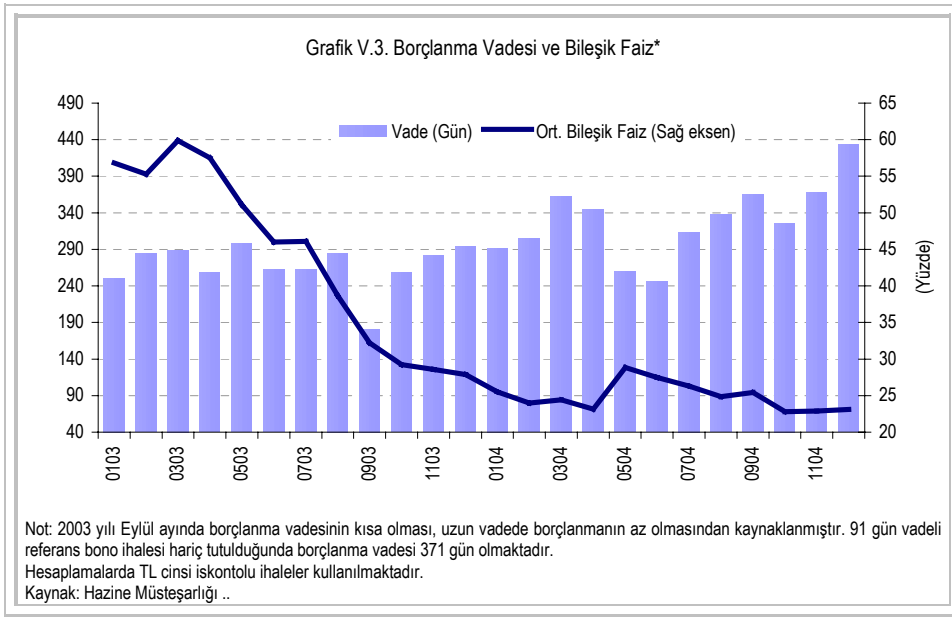
² Bu bölümde borç stoku konsolide bütçe borç stokunu ifade etmektedir. Hazine tarafından yayınlanan toplam kamu borç stoku, konsolide bütçe haricinde bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler ve KİT'lerden oluşmaktadır. 2004 Haziran ayı itibarıyla konsolide bütçe borç stoku, toplam borç stokunun yüzde 96'sını oluşturmaktadır.



2004 yılında borç stokunun GSMH içindeki payının yüzde 74,6'ya gerilemesi beklenmektedir.

2004 sonu itibarıyla borç stokunun GSMH içindeki payının yüzde 74,6'ya gerilemesi beklenmektedir (Grafik V.1). Bu dönemde, borç stokundaki artışın önemli bir kısmı net iç borçlanmadan kaynaklanmıştır. Bununla birlikte, Hazinesin borçlanma maliyetlerindeki azalma, borçlanma vadesinde gözlenen artış ile mali disiplin çerçevesinde elde edilen yüksek faiz dışı fazla net borçlanmayı sınırlandırmıştır. Diğer taraftan, ABD dolarının Euro ve SDR karşısında değer kaybetmesi, net dış borçlanmayı artırıcı bir unsur

olmuştur. 2004 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde Türk lirasının ABD doları karşısında değer kaybetmesine rağmen, Eylül ayından itibaren bu eğilimin tersine dönmesi 2004 yılı genelinde kur etkisinin negatif olmasına neden olmuştur (Grafik V.2). Önümüzdeki dönemde, borç stokunun GSMH içindeki payının gerilemesinde faiz oranları ile faiz dışı fazla gelişmelerinin kur etkisine kıyasla daha belirleyici olacağı düşünülmektedir. Hazinesinin 2005 yılı finansman programı ile 2005 yılı programında yer alan büyüme varsayımları çerçevesinde konsolide bütçe toplam borç stokunun GSMH içindeki payının 2005 yılında yüzde 71,5'e gerilemesi öngörülmektedir.

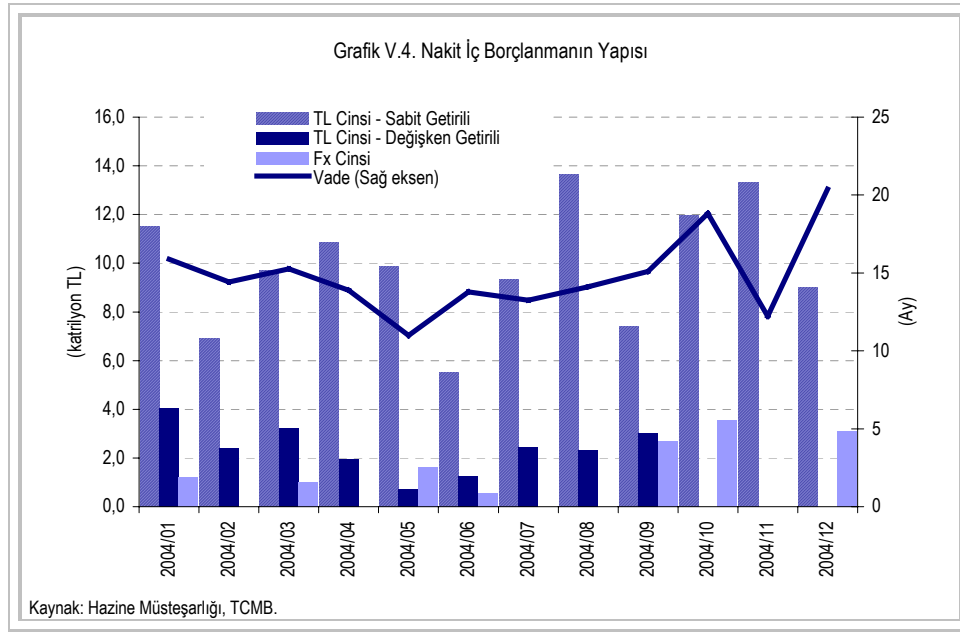


Hazine ihale faizi 2003 yıl sonu düzeyi olan yüzde 28'den 2004 yılı sonunda yüzde 23'e gerilemiştir. Mayıs ayında Kıbrıs'ta yaşanan politik belirsizlikler, ABD Merkez Bankasının faiz artırımına gideceği beklentisi ile yılın ilk çeyreğine ilişkin cari işlemler açığının öngörülenin üzerinde gerçekleşeceğine dair bekleyişler ve Eylül ayında Türk Ceza Kanununa ilişkin tartışmalar faiz oranlarındaki düşme eğilimini kesintiye uğratan gelişmeler olmuştur. Diğer taraftan, 17 Aralık tarihinde Türkiye'ye Avrupa Birliği ile üyelik müzakerelerine başlama tarihi verilmesi kararının olumlu karşılanması ve Merkez Bankasının enflasyona ilişkin risklerin azaldığı öngörüsüne bağlı olarak gerçekleştirdiği faiz indirimi neticesinde ikincil piyasada faiz oranları düşme eğilimine girmiştir. Ancak bu durum, Hazine ihalelerinin ayın ilk yarısında gerçekleştirilmesine bağlı olarak, Aralık ayı Hazine ihale faiz oranına yansımamıştır (Grafik V.3). Önümüzdeki dönemde faiz oranlarındaki gerilemenin devam etmesi beklenmektedir. Enflasyon bekleyişlerinin yanı sıra, reel faizlerin azalması ekonomide sağlanan istikrarın kalıcı olacağına dair beklentilerin

güçlenmesi ile mümkün olacaktır. Bu çerçevede kalıcı istikrar ortamının oluşmasına katkı sağlayacak yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi önem kazanmaktadır.

Etkin borç yönetimi, kamu borç stokuna ilişkin riskleri azaltmak suretiyle, ekonominin iç ve dış şoklara karşı kırılganlığının azaltılmasına katkı sağlamaktadır.

Etkin borç yönetimi, kamu borç stokuna ilişkin riskleri azaltmak suretiyle, ekonominin iç ve dış şoklara karşı kırılganlığının azaltılmasına katkı sağlamaktadır. 2002 yılından itibaren kamu borç yönetimi alanında önemli adımlar atılmıştır. Kamunun borç portföyünün risk yönetimine ilişkin altyapı oluşturulmuştur. Bu çerçevede, borçlanma stratejisi borç stokunun maliyet ve risk hesaplarına bağlı olarak tespit edilmektedir. Bu uygulama çerçevesinde, 2004 yılında nakit iç borçlanma ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden sabit getirili ihalelerde yoğunlaşmıştır. Bununla birlikte, nakit borçlanmanın ortalama vadesi bir yılın üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik V.4). Aynı dönemde, Hazineye nakit imkanı sağlamayan nakit dışı borçlanma sınırlı oranda gerçekleştirilmiştir.³



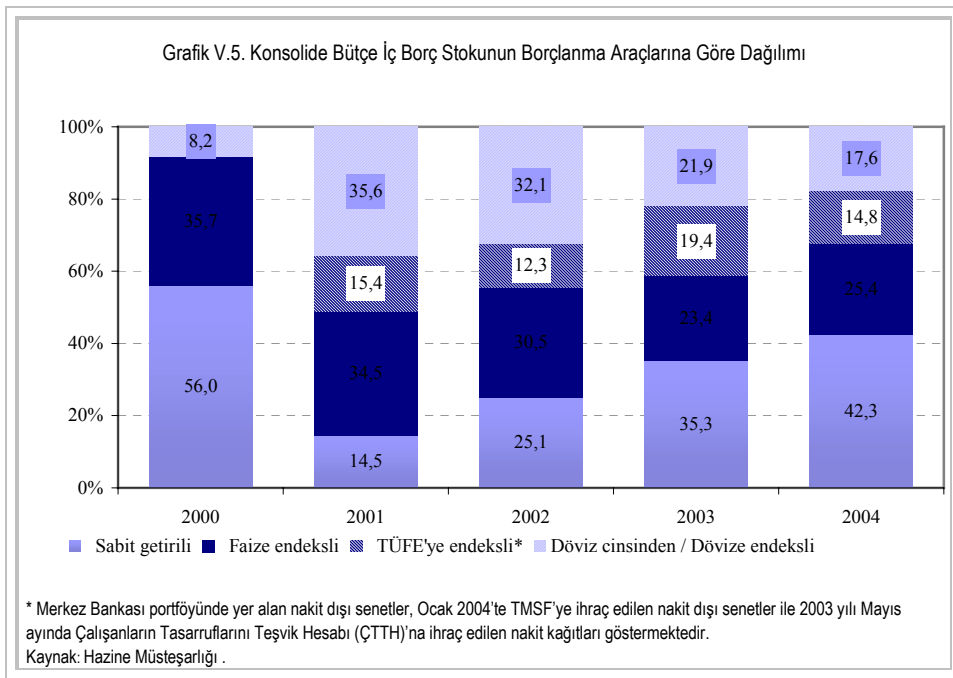
2004 yılı nda 5,8 milyar ABD doları tutarında tahvil ihracı yoluyla dış borçlanma gerçekleştirilmiştir.

Hazine 2004 yılında, yurt dışı piyasalarda 5,8 milyar ABD doları tutarında tahvil ihraç ederek 2004 yılı finansmanı çerçevesinde öngördüğü yaklaşık 5 milyar ABD doları tutarındaki tahvil ihracının üzerinde borçlanmıştır. 2003 yılı ile karşılaştırıldığında, 2004 yılında gerçekleştirilen tahvil ihraçlarında faizler düşerken, ortalama vade artış göstermiştir. Dış borçlanma koşullarında gerçekleşen iyileşmenin, dış borcun çevrilebilirliğine ilişkin

³ Nakit dışı borçlanmanın önemli bir kısmı Pamukbank'ın Halk Bankası'na devrinden kaynaklanmıştır. Bu çerçevede, Ekim ayında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna (TMSF) 2,3 katrilyon Türk lirası ikrazen özel tertip devlet iç borçlanma senedi ihraç edilmiştir.

kaygıları azaltmak suretiyle önümüzdeki dönemde finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunması beklenmektedir.

2003 yılı ile karşılaştırıldığında iç borç stokunda gözlenen yapısal değişim, borç stokunun faiz ve kurdaki hareketlere karşı kırılganlığının azaldığına işaret etmektedir. 2004 yılında sabit getirili kısmın payı artmış, döviz cinsi ve dövize endeksli kısmın payı ise gerilemiştir. TÜFE'ye endeksli kağıt ihraç edilmemesine bağlı olarak TÜFE'ye endeksli kısmın payı azalırken, faize endeksli kısmın payı sınırlı oranda artış göstermiştir (Grafik V.5).



2004 yılında, toplam iç borç stokunun vadesi 2003 yılına göre kısalmıştır. Bu azalışta, iki unsur belirleyici olmuştur. Nakit borçlanmanın vadesi artmış, ancak bu artış nakit borç stokunun vadesini uzatmakta yetersiz kalmıştır. Nakit borçlanmanın, değişken faizli senetlere göre vadesi kısa olan sabit getirili Türk lirası cinsi borçlanma araçlarında yoğunlaşması, borçlanma vadesinin artışını sınırlandırmıştır. Bununla birlikte, nakit dışı borç stokunun toplam iç borç stoku içerisindeki payı ile vadesi azalmıştır (Tablo V.2). Nakit dışı borç stokunun vadesinin ve toplam iç borç stoku içerisindeki payının azalması, nakit dışı borçlanmanın sınırlı miktarda gerçekleştirilmesinin beklenen bir sonucudur. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde borç stokunun vadesinin artmasına katkı sağlayacak unsur nakit borçlanmanın vadesi olacaktır.

2004 yılında toplam iç borç stokunun vadesi 2003 yılına göre azalmıştır.

Tablo V.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı

	2003		2004	
	Vade (Ay)	Pay	Vade (Ay)	Pay
Toplam Borçlanma	18,1	100,0	17,3	100,0
Nakit	14,7	90,5	15,0	96,1
Bono	6,2	35,2	6,2	37,6
Tahvil	20,1	55,3	20,6	58,5
Nakit Dışı	50,4	9,5	73,9	3,9
Toplam Stok	25,1	100,0	20,6	100,0
Nakit	12,4	67,1	11,8	73,8
Nakit Dışı	51,2	32,9	45,5	26,2

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Sonuç olarak, 2004 yılında borçlanma, Hazinesinin maliyet ve risk hesaplarına bağlı olarak tespit ettiği borçlanma stratejisi çerçevesinde gerçekleştirilmiştir. Bu uygulamaya bağlı olarak, borç stokunun yapısındaki iyileşme devam etmekle birlikte, borç stokunun vadesinin kısa olması ve önemli bir kısmının değişken faizli veya döviz cinsi senetlerden oluşması, borç stokunun kur ve faizdeki hareketlere karşı duyarlılığının devam ettiğini göstermektedir.

VI. Görünüm

Bu bölümde, enflasyona ilişkin olarak önümüzdeki dönemde olası gelişmeler ve riskler özetlenmektedir.

VI.1. Talep ve Arz Unsurları

Tüketici kredilerine getirilen sınırlamalar, KKDF artırımı, hurda indiriminin azaltılması ve Kasım ayında ÖTV'nin artırılması gibi önlemlerin de etkisiyle, 2004 yılının ikinci yarısında iç talep belirgin bir biçimde yavaşlamıştır. Bunun yanında, ertelenmiş talebin karşılanmış olması ve baz etkisi de iç talep artışını sınırlayan diğer faktörler olmuştur. Harcama kalemlerinin dengesiz dağılması ve zorunlu tüketim harcamalarının hala düşük seviyede bulunması; tüketici kredileri, iç pazara satılan taşıt sayısı ve sanayi üretim büyüme hızının yavaşlamış olması ile İYA iç talep göstergeleri, gelecek dönemde de iç talepteki canlanmanın kontrollü olarak devam edeceğine işaret etmektedir. Ne var ki, mevsimsellikten arındırılmış toplam nihai yurt içi talep verileri bir önceki döneme göre yüksek bir oranda artmış ve GSYİH büyümesinin üzerine çıkmıştır. Bir başka deyişle, ekonomideki talep açığı sürmekle beraber azalmaya devam etmektedir.

Bununla birlikte, mevsimsellikten arındırılmış özel yatırım harcamaları yılın üçüncü çeyreğinde yüksek oranda gerilemiştir. Ayrıca, 2004 yılı son çeyreğine ilişkin açıklanan verilere göre, kapasite kullanım oranları, makine-teçhizat imalatı ve sermaye malı ithalatı artışında da düşüş gözlenmektedir. Söz konusu gelişmeler istihdam ve reel ücretlerdeki artışlarla birlikte değerlendirildiğinde, verimlilik artışının yavaşlayabileceği ve reel birim iş gücü maliyetleri üzerinde baskı yaratabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Mevcut üretim seviyesi potansiyelin altında bulunmakla beraber potansiyel üretim düzeyine yaklaşmaktadır (Grafik III.1.7). Bu noktada, enflasyonist baskı yaratmayan büyüme performansının sürdürülebilmesi açısından yapısal reformların kararlılıkla devam ettirilmesi ve derinleştirilmesi kritik önem taşımaktadır. Böylece, verimlilik artışları devam edebilecek, potansiyel üretim düzeyi yukarı çekilecek, enflasyonist baskı sınırlanacaktır. Dolayısıyla istikrarlı büyüme ve enflasyondaki düşüş aynı anda sürdürülebilecektir.

VI.2. Maliyet Unsurları

Döviz kuru-enflasyon ilişkisindeki tarihsel kırılmaya rağmen, döviz kurları halen enflasyon dinamiklerinde ithal girdi maliyetleri kanalıyla önemli bir yer teşkil etmeye devam etmektedir (Kutu II.1). Önümüzdeki dönemde döviz kurlarında, enflasyonun düşüş eğilimini tehlikeye sokacak bir gelişme beklenmemektedir. Önümüzdeki üç yıl için uygulanacak program

üzerinde mutabakata varılması ve AB müzakere sürecine yönelik yaşanan gelişmeler sonucunda halihazırda başlamış olan ters dolarizasyon sürecinin daha da güçleneceği düşünülmektedir. Nitekim Merkez Bankası 22 Aralık 2004 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine başlamıştır. Kuşkusuz, bu dönemde de Merkez Bankası, alım ihalelerinin yanı sıra kur hareketlerini yakından takip etmeye devam edecek ve her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık halinde piyasaya müdahale edebilecektir.

Enflasyon dinamikleri açısından önemli bir diğer faktör de uluslararası emtia fiyatlarının seyridir. Uzun süredir artmakta olan ham petrol fiyatları OPEC'in arz miktarını artırma kararına paralel olarak Ekim ayından itibaren düşmeye başlamıştır. Söz konusu hareket, fiyat yükselişinin maliyetler üzerindeki doğrudan ve diğer enerji fiyatları kanalı yoluyla dolaylı etkilerini sınırlaması açısından önemlidir.

Gerek döviz kurunun önceki dönemlere göre kazandığı istikrar ve gerekse dünya emtia fiyatlarındaki artışın yavaşlaması nedeniyle, 2005 yılında maliyet koşullarının daha olumlu olacağı öngörülmektedir.

VI.3. Parasal ve Mali Disiplin

Merkez Bankası 20 Aralık 2004'te, 2005 yılı para politikası uygulamasına ilişkin olarak açık enflasyon hedeflemesine kademeli olarak geçeceğini açıklamıştır. Önümüzdeki döneme ilişkin açıklanan değişiklikler para politikasının daha şeffaf ve öngörülebilir olması yönündedir. Açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yılı olan 2005 yılında, Para Politikası Kurulu bir danışma kurulu olarak işlev görecek, faiz oranları Para Politikası Kurulu toplantısındaki değerlendirmeler de dikkate alınarak belirlenmeye devam edecektir. Faiz kararlarının Para Politikası Kurulu'nda oylanması uygulamasına ise açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçiş ile birlikte başlanacaktır. Geçiş döneminde para tabanı ve net uluslararası rezervler performans kriteri, net iç varlıklar ise gösterge niteliğinde hedef olmaya devam edecektir.

Son dönemde daha iyi anlaşılmaya başlanan dalgalı kur rejimi çerçevesinde piyasaya olabildiğince az etki edilmesi amaçlanmaktadır. Yani, döviz kuruna ilişkin herhangi bir düzey hedefi olmayıp, seviye piyasa arz ve talep koşullarına göre belirlenmeye devam edecektir. Döviz rezervlerini ılımlı bir biçimde artırmak veya azalmasını engellemek amacıyla, döviz ihalelerine devam edilecektir. Döviz piyasasına etkiyi en aza indirmek için yıllık döviz alım ihale programı açıklanmış ve döviz likiditesinde olağanüstü değişiklik gözlenmediği durumda programda bir değişiklik yapılmaması kararlaştırılmıştır.

2005 yılında, özellikle Hazinesinin net döviz cinsi borç ödeyici olmasının, piyasadaki likiditeyi azaltıcı yönde etki yapacağı öngörülmektedir. Söz konusu durumda referans alınan faizlerin Merkez Bankasının kısa dönemli borç verme faizi olması, fiyat istikrarına yönelik politikaların aktarım mekanizmasının etkinliğini de artırıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Ancak, burada dikkat edilmesi gereken unsur, seçilen para politikası stratejisinin başarıya ulaşabilmesinin ön koşulunun mali disiplin ve yapısal reformların kararlılıkla devam ettirilmesi olduğudur. Önümüzdeki üç yılı kapsayan program çalışmalarında, söz konusu politikaların devam ettirileceği taahhütünün yer alması olumlu karşılanmakla beraber, bu taahhütlerin hızla hayata geçirilmesi kritik önem taşımaktadır.

VI.4. Diğer Riskler

- Enflasyondaki düşüş süreciyle birlikte ekonomik birimlerin fiyatlandırma davranışlarında da değişiklikler yaşanmaya başlamıştır. Önceki dönemde daha kısa vadelerle fiyat ayarlamaları yapan ekonomik birimler, yeni dönemde daha uzun vadeli fiyat ayarlamalarına gitmektedir. Ayrıca, 2004 yılının ilk aylarında enflasyon oranlarının oldukça düşük olması bir baz etkisi yaratabilecektir. Bu nedenle, yılın ilk aylarında enflasyondaki düşüş eğiliminde geçici bir duraksama yaşanabilmesi olasıdır. Ancak, yıl boyunca enflasyonun ana eğiliminin düşüş yönünde olacağı tahmin edilmektedir.
- Ekonomide yapılan bir takım değişiklik ve getirilen yenilikler nedeniyle 2005 yılının ilk aylarında enflasyon rakamları yorumlanırken dikkat edilmesi gerekmektedir. Öncelikle, 2005 yılı başından itibaren geçerli olmak üzere sağlık, eğitim, gıda gibi sektörlerde KDV indirimine gidilmiştir. Söz konusu indirimin fiyatlara ne ölçüde yansıtacağı belirsizlik taşımaktadır. Ayrıca, 2005 yılı başında yeni Türk lirasına (YTL) geçilmiştir. Diğer ülke deneyimleri ve yapılan araştırmalar, paradan sıfır atmanın enflasyon üzerindeki etkilerinin oldukça düşük ve göz ardı edilebilir düzeyde olacağını göstermekle birlikte, yılın ilk aylarına ilişkin bir belirsizlik unsuru da her durumda mevcuttur.
- 2005 yılının ilk aylarında enflasyona ilişkin en önemli belirsizliğin, yeni enflasyon endeksinin yayımlanmaya başlaması olduğu düşünülmektedir. Yeni yılla birlikte, yeni kapsam, yeni yöntem ve yeni mal-hizmet sepetiyle ve 2003 yılı baz alınarak bir fiyat endeksi oluşturulmuştur. Kuşkusuz, söz konusu endekse beraber fiyatların zaman serilerinde davranış değişimleri görülebilecektir. Ne var ki enflasyonun ölçülme biçiminde bir revizyona gidilmiş olmasının Merkez Bankasının ekonominin orta vadeli görünümüne bakışında bir farklılaşma yaratmaması gerektiği açıktır. Orta ve

uzun vadede, para politikasının duruşunu etkileyebilecek etkenler fiyat istikrarı hedefini tehdit edecek faktörlerdir. Doğaldır ki bu faktörler, endeks değişimi, dolaylı vergiler veya petrol fiyatı artışları gibi geçici faktörlerden ziyade makroekonomik ve yapısal unsurlar tarafından belirlenecektir. Örneğin, verimlilik artışında geçici olmayan bir yavaşlama, genel arz talep dengesinin talep lehine bozulması veya mali disiplinin kalitesinin artırılmasına yönelik yapısal reform sürecinde ortaya çıkabilecek ciddi bir duraklama ve benzeri gelişmeler para politikasının orta vadeli bakış açısını etkileyebilecektir.

- Gerek üretim gerekse iç talebe ilişkin göstergelere bakıldığında 2005 yılına yönelik olarak arz-talep unsurlarının enflasyona katkısının önceki döneme kıyasla daha sınırlı olacağı öngörülmektedir. Ancak, daha orta vadeli bir bakış açısı ile değerlendirildiğinde enflasyonun düşüş sürecinin devam etmesi büyük bir olasılık olarak görülmektedir.

Kuşkusuz her dönemde ekonomi politikalarının kontrol edemeyeceği çeşitli dışsal şoklar ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, dünyada likidite koşullarındaki olası olumsuz gelişmeler döviz kurları üzerinde dalgalanma yaratabilmektedir. Uluslararası piyasalarda enerji fiyatlarının yükselmesi üretim maliyetlerine olumsuz yansıtılabilmektedir. İşlenmemiş gıda ürünlerine gelebilecek arz yönlü şoklar, olumsuz hava koşulları ya da dolaylı vergi ayarlamaları enflasyon hedefini tehlikeye sokabilmektedir. Son dönemde bu tip şoklarla defalarca karşılaşmış ancak Merkez Bankası söz konusu geçici şokların enflasyonun temel eğilimini bozmayacağını öngörmüş ve bu şoklara tepki vermemiştir. Para politikası orta vadeli eğilimlere ve bu eğilimleri değiştirebilecek durumlara odaklı olarak yürütülmüştür. Önümüzdeki dönemde de Merkez Bankası para politikasını orta vadeli eğilimlere odaklı olarak yürütmeye devam edecektir. Orta vadeli enflasyon tahminlerinin hedeflerle uyumsuz olması durumunda veya fiyatlama davranışında bir bozulma görülmesi halinde ise gereken tepki verilecektir.

Sonuç olarak, 2004 yılında üst üste üçüncü kez yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılmış ve yılın ilk ayı itibarıyla 2005 yılına ilişkin bekleyişler yıl sonu hedefi olan yüzde 8'e yakınsamıştır. 2004 yılı son çeyreğindeki gelişmeler ışığında, büyük dışsal şokların dışında önümüzdeki dönemde enflasyon hedefini tehdit edecek büyük bir risk bulunmamaktadır. Ancak, burada bir kez daha vurgulanması gereken nokta, önümüzdeki dönemde yapısal reformların kararlılıkla yürütülmesi ve mali disiplinin devam ettirilmesi gereğidir. Böylece, rekabet ortamı gelişebilecek, verimlilik artacak ve enflasyonist olmayan istikrarlı büyüme düzeyi sürdürülebilecektir.