



PARA POLİTİKASI

HEDEFLER, GELİŞMELER, RİSKLER

Haziran 2003

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Genel Çerçeve

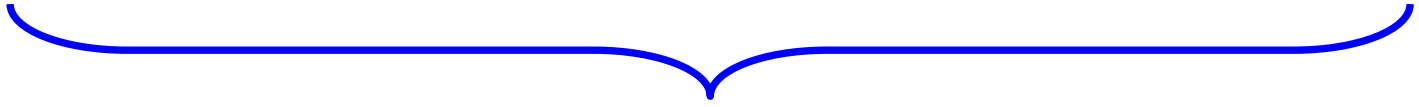
- Mevcut program çerçevesinde **orta vadede** amaçlanan, fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmak, istihdamı artırmak ve yoksulluğu azaltmaktır.
- Bu kapsamda;
 - ✓ Mali politikaların kurala bağlanması,
 - ✓ Yapısal reformların hızla ve kararlılıkla gerçekleştirilmesi,
 - ✓ Piyasa ekonomisinin sağlam temeller üzerine oturtulması,
 - ✓ Özel sektörün ekonomideki rolünün güçlendirilmesi,
 - ✓ Verimliliğin ön plana çıkartılması,
 - ✓ Doğrudan yabancı yatırımları teşvik eden önlemlerin hayata geçirilmesi,

son derece önemlidir.

Genel Çerçeve

Uygulanmakta olan program çerçevesinde

- ✓ **Kamu maliyesi disiplini ve parasal disiplin**



Fiyat İstikrarı



İç borç stokunun
sürdürülebilirliği riskinin
ortadan kalkması

Genel Çerçeve

- Para politikası tasarımlarında kullanılacak **politika araçları**;
 - ❖ Sermaye hareketleri kısıtlı iken, hem faiz oranları hem de döviz kurları kontrolü; 1980 öncesi.
 - ❖ Sermaye hareketleri serbest iken, döviz kurları kontrolü, serbest faiz; pasif para politikası; 1990-2001 döneminde.
 - ❖ Sermaye hareketleri serbest iken, faiz oranları kontrolü, serbest kur; aktif para politikası; 2001 yılı sonrası.

Sonuç: **Sermaye hareketleri serbest iken hem faiz oranları hem de döviz kuru kontrol edilemez.**



KUR REJİMİ

Kur Rejimi

“Döviz kurlarının bizatihi bir olay değil, ülkenin ekonomik durumunun bir fotoğrafı ya da daha doğru bir benzetme ile termometresi olduğunun fark edilmesi önemlidir. Kısa dönemde yapay önlemler ile döviz kurları üzerinde bir ölçüde etki yapmayı başarmanın mümkün olduğu şüphe götürmez. Gerçekten, döviz alış ve satışı şeklinde, piyasaya müdahalelerle aşırı düşüş ve yükselişlere engel olunabilir. Ancak, **döviz kurlarıyla oynayarak, ülkenin ekonomik durumu değiştirilemez.** Bu bir odanın ısisının aynı odadaki bir termometrenin üstüne sıcak havlu ya da bir buz parçası koyarak değiştirilebileceğini düşünmeye benzer. “

1928 yılında Bankamızın kuruluş çalışmaları sırasında, dönemin Hollanda Merkez Bankası, Banka Meclisi Başkanı Dr. Vissering tarafından hazırlanan ve İsmet İnönü Hükümeti'ne sunulan raporun "Paranın İstikrarı" bölümünden bir alıntı.

Kur Rejimi

Temel varsayım: **dalgalı kur rejimi**

- Döviz kuru **rejiminin seçimi Hükümet ile birlikte** yapılmaktadır.
- Döviz kuru **politikasının uygulanması ise Merkez Bankası'na** aittir.
- Döviz kurları **arz ve talep koşulları altında** serbest piyasada belirlenmektedir.
- Döviz kurlarının **düzeyini ekonominin temelleri, uygulanan ekonomik program ve beklentiler** belirler.
- Kur artık bir **politika aracı değil**, ekonominin temellerinin, uygulanan programın ve beklentilerin bir **sonucudur**.

Kur Rejimi

- O halde, **dalgalı kur rejiminde döviz kurlarının düzeyini;**

- ✓ Piyasada farklı türde oyuncuların varlığı; ekonomik temellere göre hareket edenler, teknik analistler, spekülâtörler,
- ✓ Yatırımcıların portföy tercihlerindeki değişiklikler,
- ✓ Yapısal reformlar ve verimlilik üzerine etkileri,
- ✓ İç ve dış siyasi ve ekonomik gelişmeler,
- ✓ Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri bekleyişleri,
- ✓ Kamu maliyesi politikası, kamu kesimi borç stoku, risk primi,
- ✓ Ekonomideki devresel hareketler,
- ✓ Uzun vadede; dış ticaret hadleri, yurtdışı ve yurtiçi enflasyon oranlarındaki farklılıklar,

belirler.

Kur Rejimi

Dalgalı kur rejiminde Merkez Bankası'nın **kur politikası nedir?**

- Dalgalı kur rejimi altında döviz kurunda **aşırı oynaklıklara, fiyat istikrarı** hedefini **tehlikeye** attığı ölçüde, **şeffaf** bir şekilde müdahale edilebilir.
- Müdahaleler **uyarılar, duyurular** ve **denetimler** şeklinde de yapılabilir.
- Piyasadaki döviz likidite fazlasının bir kısmı, **şeffaf** ve **kurala bağlı** mekanizmalarla çekilebilir. Döviz likiditesi eksilirse aynı şekilde döviz verilebilir.

Kur Rejimi

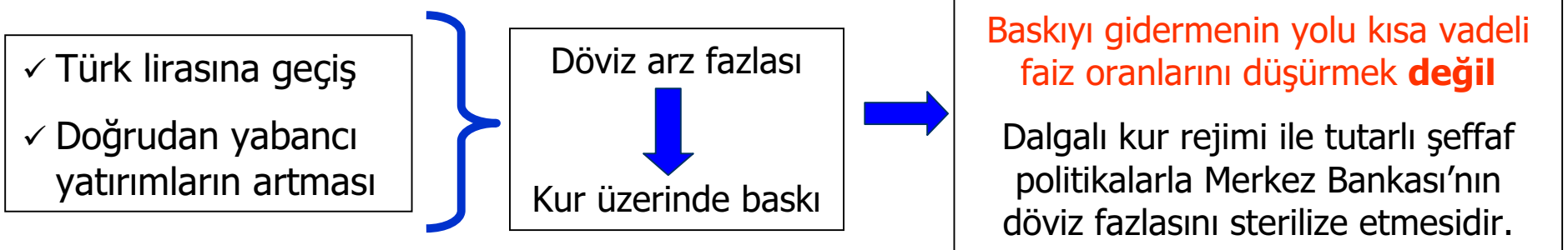
Dalgalı kur rejimi anlaşıldı mı?

- Merkez Bankası neden uygun döviz kuru düzeyini söylemiyor?
- Merkez Bankası döviz kurunu özellikle mi düşük tutuyor?
- Merkez Bankası'na döviz kuru istikrarı lazım değil mi?
- **Oyuncuların davranışları aynı mı, farklı mı?**
- Dalgalı kur rejiminde **kur riskinin piyasada olması**, "sıcak para" olarak da adlandırılan **kısa vadeli spekülatif sermaye hareketlerini** sınırlamaktadır.

Uygulanmakta Olan Faiz Politikası Kapsamında Döviz Kuru ile İlgili Anlaşılması Gereken Noktalar

Döviz kuru ve faizler:

- Kısa vadeli faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişki çok boyutlu ve karmaşıktır:
 - ✓ Türk lirası cinsinden varlıkların getirisinin düşmesi, döviz talebini artırarak kur üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşturabilir.
 - ✓ Kısa vadeli faizlerin düşürülmesi ekonomik birimlere ekonominin gidişatı ile ilgili olumlu sinyal vereceğinden, mevcut programa olan güven artması ve ters para ikamesinin güçlenmesi ile kur üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşabilecektir.
 - ✓ Ayrıca, döviz kurunda zaman zaman döviz likiditesindeki gelişmelere bağlı olarak ekonomik temellerden kopuk hareketler de gözlenebilmektedir.
- Uygulanan programa güvenin artmasına paralel olarak aşağıdaki sürecin gerçekleşmesi program kapsamında beklenen bir gelişmedir.



- Bu kapsamda, Merkez Bankası, kamu borç yönetimi politikaları ile uyumlu olarak döviz ve Türk lirası likiditesindeki gelişmeler çerçevesinde etkin sterilizasyon politikasını bugün olduğu gibi, orta ve uzun vadede de sürdürecektir.

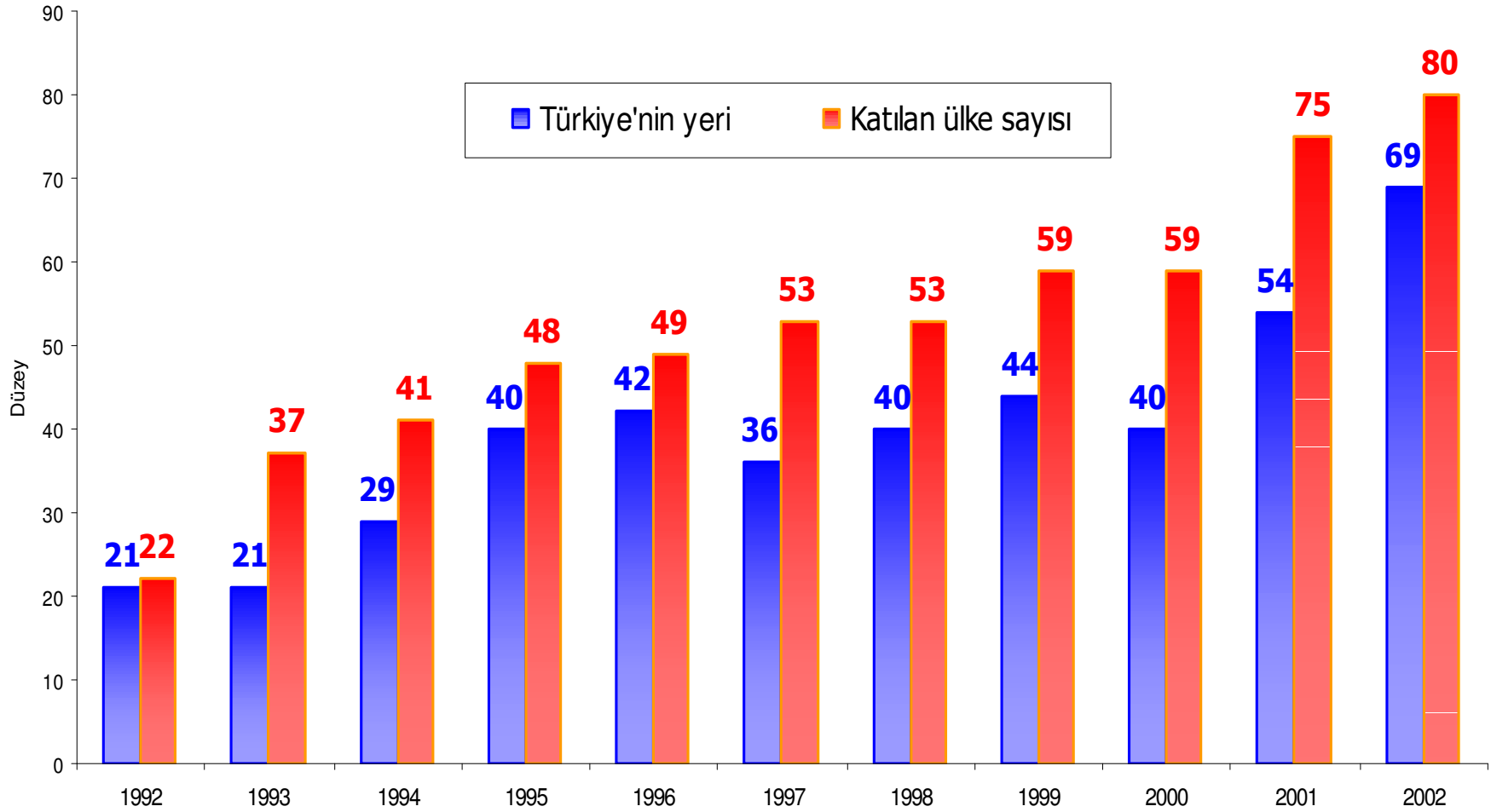
Kur Rejimi

Döviz kuru ve rekabet gücü

Döviz kurları ile ilgili temel yanılgılardan bir tanesi döviz kurları aracılığı ile ülkenin rekabet gücünün artırılacağı düşüncesidir. Bu nedenle de;

- Geçmiş yıllarda rekabet artışı daha çok **devalüasyonlar yoluyla** sağlanmaya çalışılmış, diğer alanlar önemsenmemiştir.
- Oysa, bir **ülkenin rekabet gücü salt reel döviz kurunun seviyesiyle belirlenmemektedir**. Rekabet gücünü belirleyen unsurlar;
 - ✓ **Fiyat Rekabeti:**
Reel Kurlar, Nispi Pozisyon, Birim Ücretler
 - ✓ **Niteliksel Unsurlar:**
Satış Sonrası Hizmet, Üründe Standartlaşma
 - ✓ **Yapısal Unsurlar:**
Makro Ekonomik Performans, Ekonomik ve Sosyal Gelişmişlik Düzeyi, Verimlilik, Nitelikli İşgücü, Araştırma – Geliştirme Çalışmalarıdır.
- Nitekim, bu nedenle **Türk sanayisinin yeterince rekabetçi yapıda olduğunu söylemek zordur**.
- **Uluslararası veriler** de bunu ispatlar niteliktedir.

Global Rekabet İçinde Türkiye Nerede?



Kur Rejimi

Türk lirası aşırı değerli mi, değil mi?

Döviz kurlarının özellikle seviyesi ile ilgili bir diğer önemli nokta ise **reel kur endeksi** ve kullanım biçimidir.

- Reel kur endeksi, yabancı ülkelerde üretilen malların yurtiçinde üretilen mallar cinsinden görelî fiyatını yansıtan ve uluslararası rekabeti ölçmek için yaygın bir şekilde kullanılan göstergelerden birisidir.
- Hesaplanmasında ülkelerarası görelî fiyat değişimleri esas alındığından ve ancak uzun dönemde söz konusu görelî fiyat değişimi kura yansıtacağından, **reel kur endeksinde kısa dönemde görülen hareketlerin kurun seviyesi ile ilgili olarak gösterge amaçlı kullanımının doğru olmadığı düşünülmektedir.**
- Ayrıca, reel kur endeksi;
 - ✓ Ancak ve ancak **baz yılı doğru seçildiği zaman** ekonomik olarak doğru yorumlanabilmekte,
 - ✓ Seçilen baz yılına bağlı olarak endeks değerleri büyük farklılıklar gösterebilmektedir.

Kur Rejimi

Dolayısıyla, seçilecek baz yılında reel döviz kuru denge değerinde olmalıdır.

- **Bu nedenle, söz konusu yılda;**

- ✓ **İç denge;**

- ❖ **Düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon oranı,**
- ❖ **Tam istihdam seviyesi ile tutarlı bir üretim düzeyi,**

- ✓ **Dış denge;**

- ❖ **Cari işlemler açığının sürdürülebilir bir sermaye girişi ile finanse edilebilecek bir seviyede olması,**

koşullarının sağlanmış olması gereklidir.

- **Ülkemiz ekonomik koşulları bu çerçevede değerlendirildiğinde ise böyle bir dönemin olmadığı açıkça görülmektedir.**

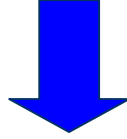
- Bu nedenle, Bankamız internet sitesinde yayımlanmakta olan Reel Döviz Kuru Endeksinin söz konusu kısıtlar altında hazırlanmış olduğu unutulmayıp, değerlendirmelerde endeksin, kurun seviyesine ilişkin bir ölçüt olmadığı ve sadece gösterge niteliğinde kullanılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.



BÜYÜME

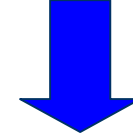
Fiyat İstikrarı ve Büyüme

Hükümetlerin temel hedefi



Büyüme ve istihdam artışı

Merkez bankalarının hedefi



Fiyat istikrarı

Büyüme / istihdam artışı ile fiyat istikrarı arasında çelişki var mı?

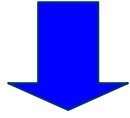
Büyüme - enflasyon ikilemi yanılgısı.

- Büyüme ve enflasyon arasında, aynı yönde bir ilişki olduğu ve büyüme oranlarında artışın ancak para politikasını biraz gevşeterek, enflasyonu da biraz artırarak sağlanabileceği yanılgısı vardır.

Fiyat İstikrarı ve Büyüme

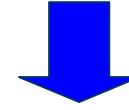
Oysa, büyüme ve enflasyon arasında böyle bir etkileşim yoktur.

Erken iktisat literatürü



- ✓ Statik bir ortam
- ✓ Düşük enflasyona sahip ülke örnekleri çerçevesinde
- ✓ Kısa vade için

1980'lerden sonra gelişen modeller
Uzun dönem analiz uygulamaları



- ✓ Yüksek enflasyon oranlarında
- ✓ Uzun vadede



Enflasyon ↗

Büyüme ↘

Sürdürülebilir ve daha yüksek bir büyüme için mutlaka düşük enflasyon oranlarında fiyat istikrarı sağlanmalıdır.

Fiyat İstikrarı ve Büyüme

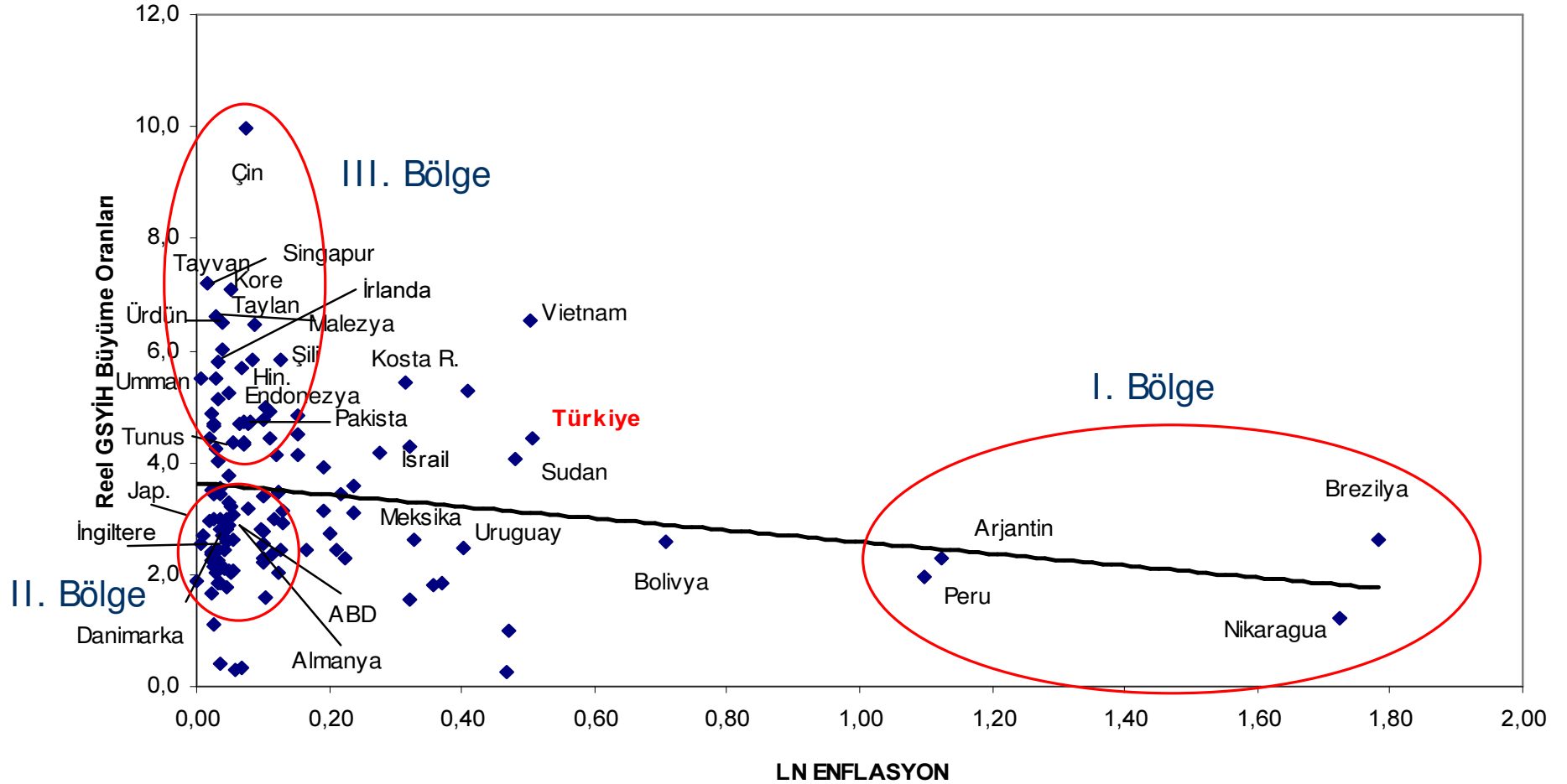
Fiyat istikrarı sürdürülebilir büyümenin **olmazsa olmaz** önkoşuludur.

- ✓ Merkez Bankası, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışını fiyat istikrarını sağlayarak destekler.
- ✓ Ancak fiyat istikrarının sağlandığı, diğer bir ifade ile enflasyonun yüzde 10'un altında olduğu ülkelerde, para politikasını biraz gevşeterek büyümeye katkı sağlamak mümkündür.

Hükümet ve Merkez Bankası nasıl, nerede uzlaşır ?

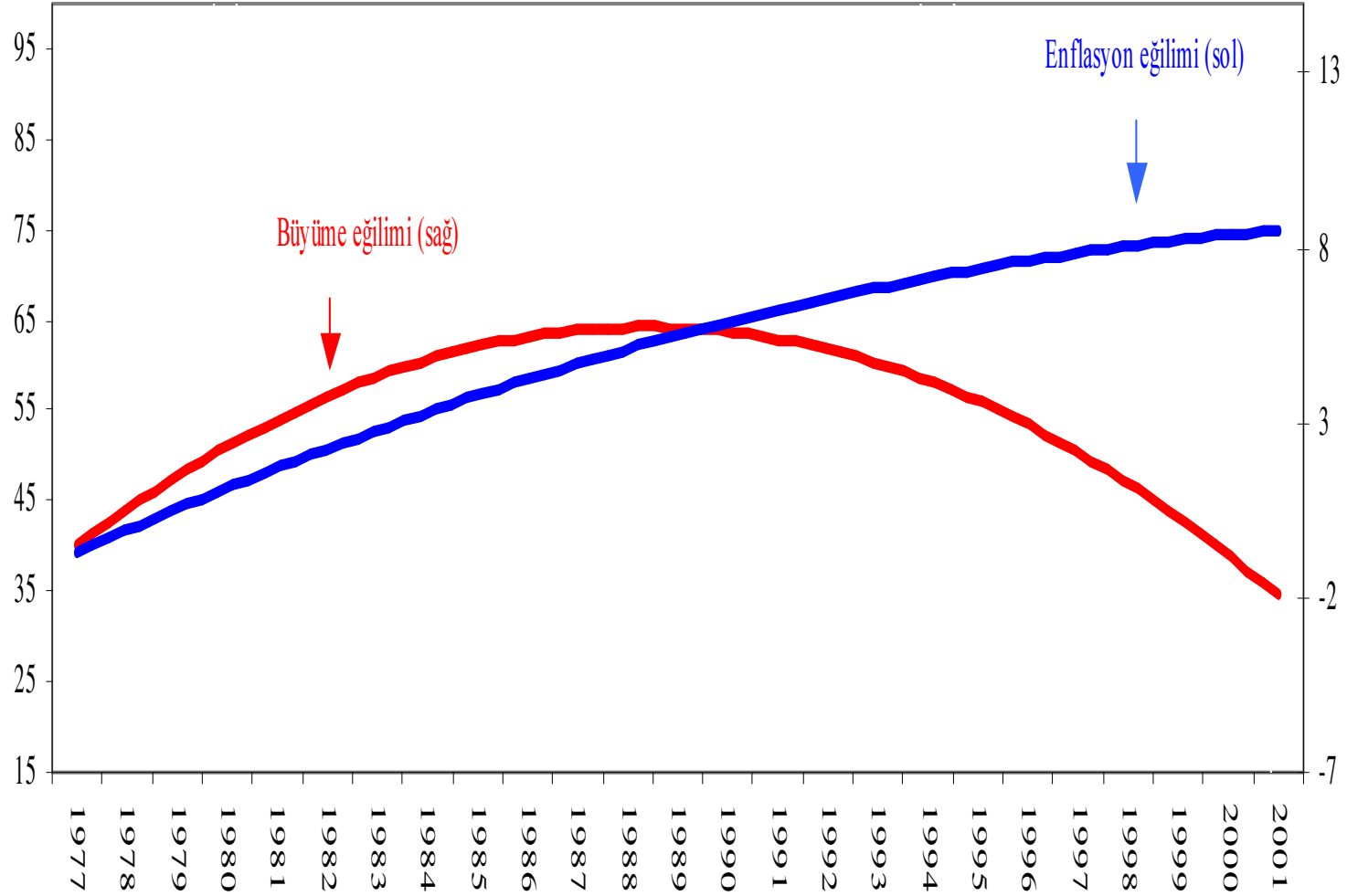
- ✓ Enflasyon hedefi Hükümet ve Merkez Bankası'nın **ortak hedefidir**.
- ✓ Merkez Bankası, Yasasında öngöründüğü gibi fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümet'in büyüme ve istihdam politikalarını destekleyecektir.

Son 20 Yılda Dünya Ekonomilerinde Ortalama Büyüme - Ortalama Enflasyon



Fiyat İstikrarı ve Büyüme

Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri (1977 - 2001)

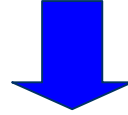


Trend çizgileri, $y = a + bx + cx^2$ eğrileridir. x =yıllar, y =büyüme ya da enflasyon.

Mali Politika ve Büyüme

- Kamunun borcunun yüksek olduğu ülkelerde, **borç stokunun çevrilebilirliği** konusundaki **bekleyişler**, bu ülke ekonomilerindeki gelişmelerin, özellikle de **enflasyon** ve **büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi** olmaktadır.

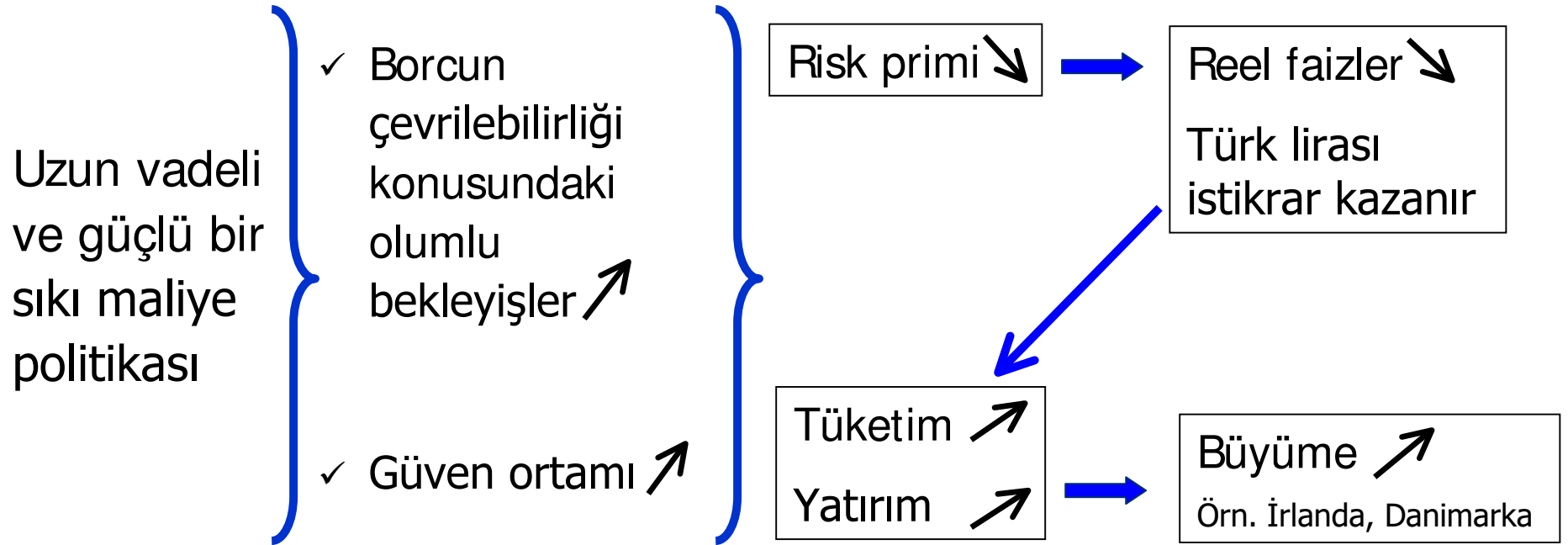
Borç stokunun milli gelire oranının zamanla azaltılması için



- ✓ Büyüme hızının artması,
- ✓ **Faiz dışı bütçe fazlası** verilmesi,
- ✓ Reel faizlerin düşmesi,
- ✓ Türk lirasının istikrar kazanması,
gerekir.

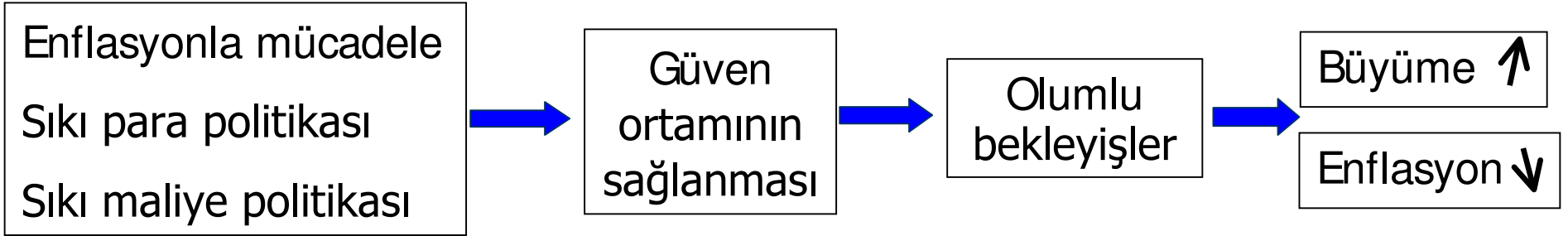
Mali Politika ve Büyüme

- Mevcut koşullar altında, ekonomi politikasını oluşturanlarca kontrol edilebilir tek değişken, **faiz dışı bütçe fazlasıdır**.



Büyüme

SONUÇ



- **2002'de yüzde 3 büyümeye ihtimal verilmezken yüzde 7,8 düzeyine ulaşılmasının nedeni budur.**

- **2002'de yüzde 35 enflasyona ihtimal verilmezken yüzde 29,7 gerçekleşti. Yeterli mi? Hayır.**

Enflasyonla Mücadelenin Önceliğinin Toplumca Anlaşılması Gerekir.

Çünkü Türkiye'de 30 yıldır;

- Firma ve tüketiciler, yatırım ve tüketim kararlarını alırken **görelî fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edememektedirler**. Enflasyon, finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yeteneklerini azaltmaktadır.
- Yatırımcılar özellikle **uzun vadeli yatırımlarında risk primi** talep etmekte, dolayısıyla **reel faiz oranları yüksek** seyretmekte, **uzun vadeli** kredi piyasaları gelişmemektedir.
- Enflasyon, yatırımlar üzerinde bir çeşit **vergi yükü** ve ekonomideki kaynaklar üzerinden gerçekleştirilen bir çeşit **yolsuzluktur**.
- Enflasyon, **işgücü piyasasının** verimli çalışmasını engellemekte ve özellikle vasıfsız işçiler işlerini erken kaybetmekte ve geç iş bulmaktadırlar.
- Enflasyon nedeniyle ekonominin, **ülke dışı sermaye piyasalarına erişimi kısıtlanmakta, kırılganlığı artmaktadır**.
- Geçmişe endeksleme alışkanlıkları ortaya çıkmakta ve enflasyon **atalet kazanmaktadır**.

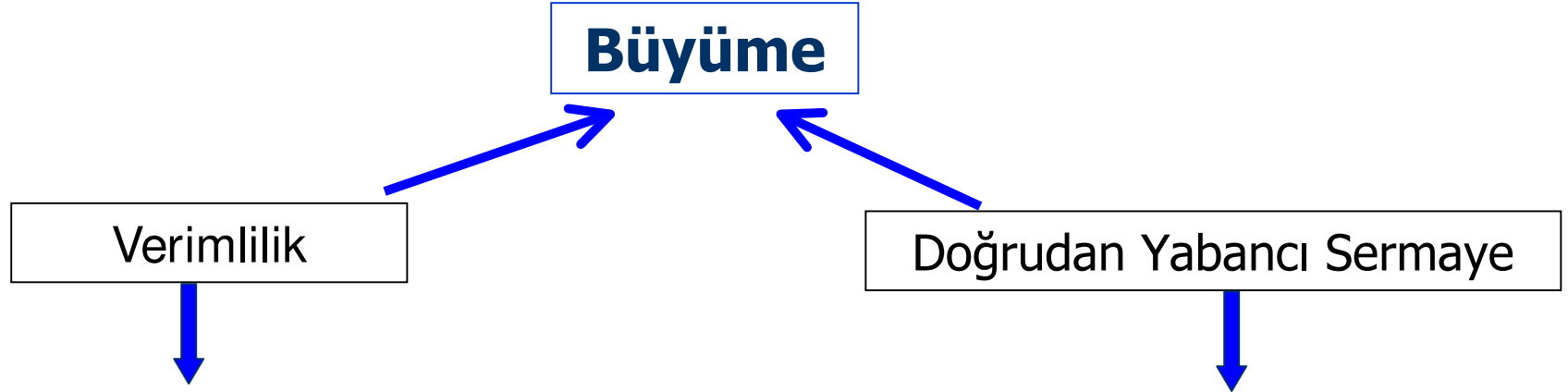
Enflasyonla Mücadelenin Önceliğinin Toplumca Anlaşılması Gerekir.

Ayrıca;

- Enflasyon nedeniyle **gelir ve servet dağılımındaki bozulmanın** sonuçları en çok toplumsal alanda kendisini göstermektedir. Sınıf çatışması, aşırı uçlara kayma, kendinden olmayanı dışlama eğilimleri artmaktadır.
- Toplumdaki **güven duygusu** zedelenmektedir. Enflasyon, gelecekle ilgili **belirsizliği** artırmaktadır.
- Belirsizlikten kaynaklanan **kısa vadeli** yaklaşımlar ve **ahlaki olmayan davranışlar** artmaktadır. Dolayısıyla, fiyat istikrarının sağlanması sadece ekonomik bir olgu değil aynı zamanda **ahlaki bir zorunluluktur.**
- Siyaset açısından bakıldığında ise enflasyon, **siyaseti iktidarsızlaştırmaktadır.**

Verimlilik, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme

● Ön plana çıkarılması gereken unsurlar:



- ✓ Verimlilik artışı ile mikro düzeyde;
 - ❖ Yeni istihdam imkanları yaratılır.
 - ❖ Maliyetler azaltılır.
 - ❖ Üründe kalite ve dolayısıyla rekabet gücü artar.
- ✓ Verimlilik artışı makro düzeyde de ekonomik büyümenin lokomotifidir.

Türkiye hiç bir zaman yeterince doğrudan yabancı sermaye çekememiştir.

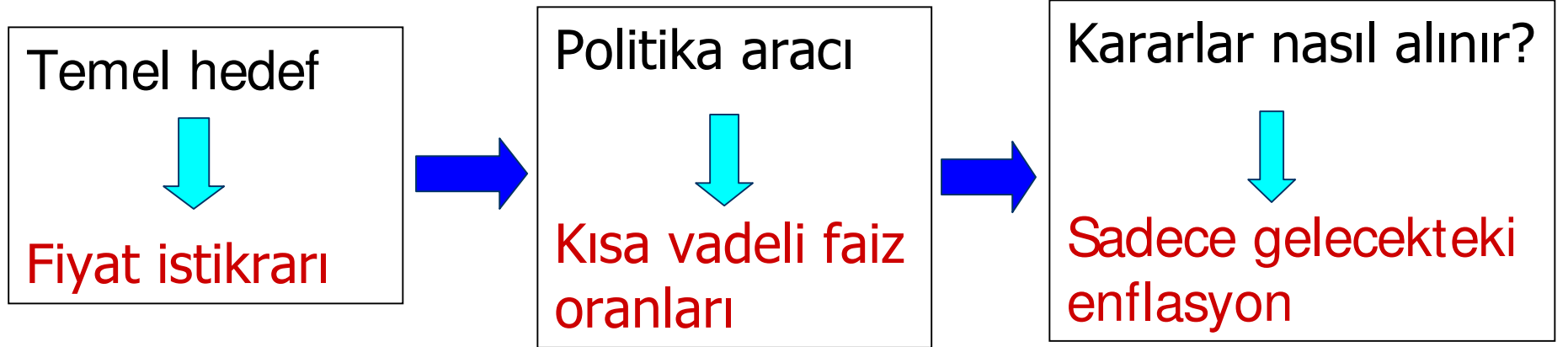
- ✓ 1995-2000 yılları arasında OECD ülkelerinde yüzde 2 olan doğrudan yabancı yatırımların GSMH'ye oranı, Ülkemizde sadece yüzde 0,4 civarındadır.
- ✓ Oysa, doğrudan yabancı sermaye yatırımları;
 - ❖ GSMH büyümesi ve sabit sermaye oluşumunu artırarak,
 - ❖ Ekonomik istikrara katkıda bulunarak,
 - ❖ Ürün çeşitliliğini artırarak,
 - ❖ İş hacmini genişleterek,
 - ❖ Altyapı ve teknoloji transferini destekleyerek,

yatırımın gerçekleştiği ülke ekonomisine katkıda bulunur.

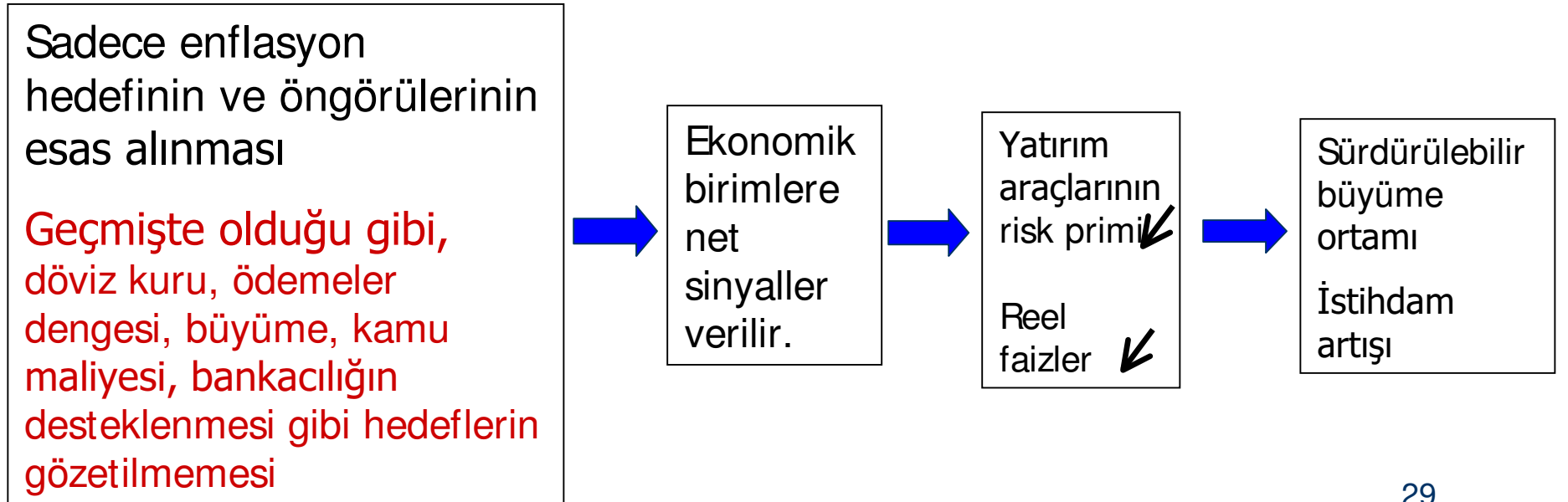


ENFLASYON VE FAİZLER

Enflasyon ve Faizler



● Neden sadece gelecekteki enflasyon?

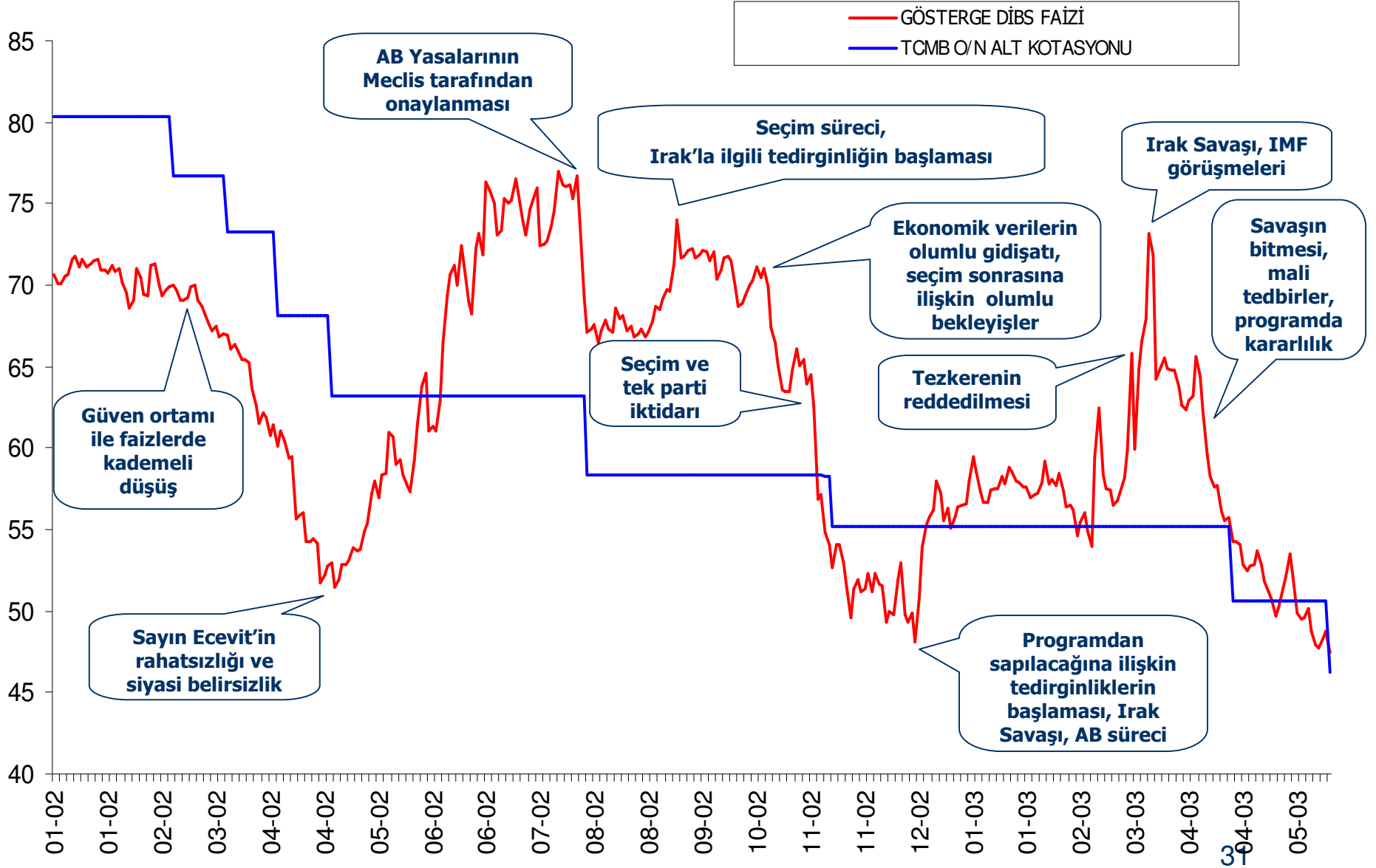


Enflasyon ve Faizler

- Kısa vadeli faiz oranlarıyla ilgili kararları alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için nelere bakılır?
 - ✓ Enflasyon bekleyiş anketleri ve Merkez Bankası'nın içsel enflasyon tahminleri,
 - ✓ Kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları,
 - ✓ Döviz kurları ve ödemeler dengesi,
 - ✓ Ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri,
 - ✓ Toplam arz ve talep,
 - ❖ Maliye politikası göstergeleri,
 - ❖ Parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri,
 - ✓ Dış ekonomik gelişmeler.

Enflasyon ve Faizler

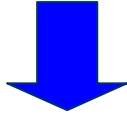
TCMB FAİZ ORANI VE GÖSTERGE NİTELİĞİNDEKİ DİBS FAİZİ



Enflasyon ve Faizler

- Türkiye'de reel faizlerin yüksek düzeylerde oluşmasının

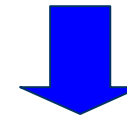
Nedeni ?



- ✓ Evvelden beri yaşanan krizler
- ✓ Yüksek enflasyon
- ✓ Yüksek kamu borç stoku

kırılgan ortam

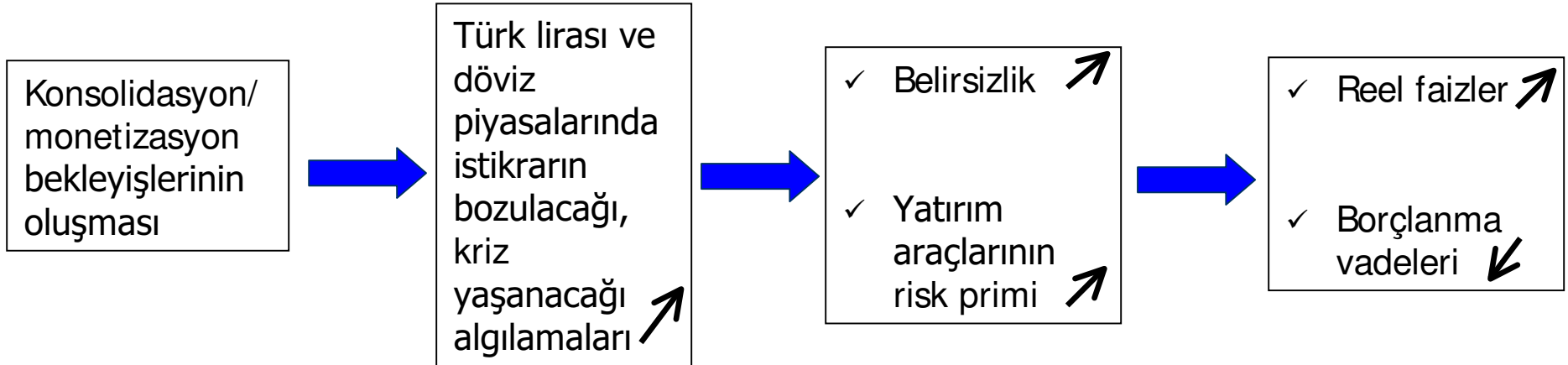
Sonucu ?



- ✓ Üretken alanlardaki yatırımların düşüklüğü
- ✓ Oynak ve düşük ortalama büyümedir

Enflasyon ve Faizler

- Bugün itibariyle ise, Ülkemizde faizler genel düzeyinde belirleyici anahtar unsur **borç stokunun çevrilebilirliğine dair beklentilerdir.**
- Bu beklentilerin **bozulması,**



Enflasyon ve Faizler

Faiz oranlarının genel düzeyini düşürmenin temel yolu ekonomik birimlere güven duyacakları bir ortam sağlamak ve sürdürmektir.



● Dolayısıyla, yapılması gereken;

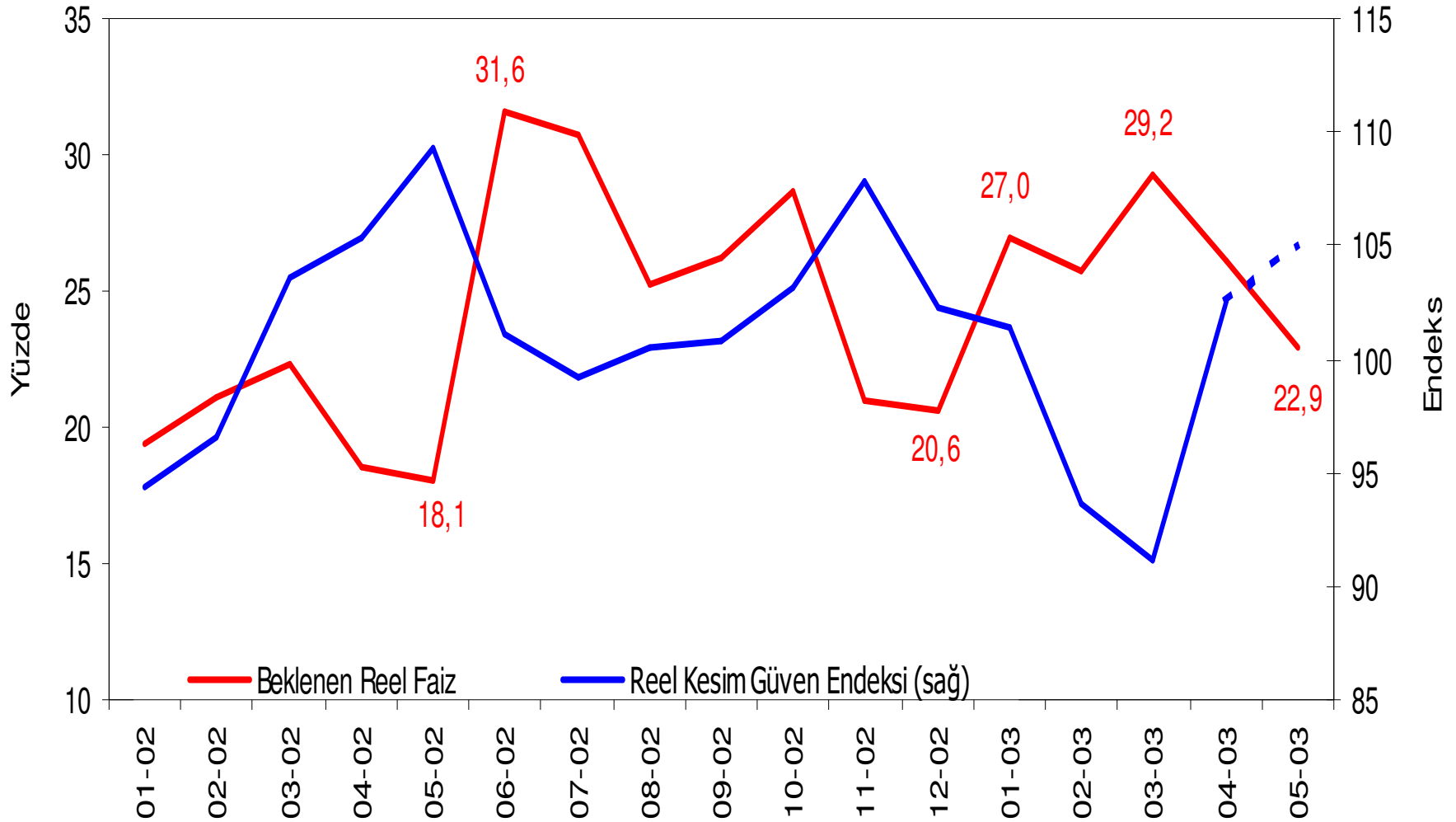
✓ Enflasyonla mücadelede kararlılık

✓ Sıkı maliye ve para politikalarının uyumluluk ve kararlılıkla uygulanması

✓ Ekonomide verimliliği artıracak yapısal reformların süratle hayata geçirilmesidir.

Beklenen Reel Faiz Oranları ve RKGE

Ekonomik birimlerin bekleşlerinin olumlu olduğu dönemlerde faiz oranları düşmekte, güven ortamının kaybolması ile faiz oranları yükselmektedir.



$$R = \left(\frac{1 + i}{1 + \pi} \right) - 1$$

R = Beklenen reel faiz (**ex-ante**), i = Hazine'nin aylık ortalama nominal borçlanma faizi, π = Merkez Bankası bekleş anketinde yer alan 12 aylık enflasyon bekleşleri.



BÜYÜME – GÖRÜNÜM

ENFLASYON - GÖRÜNÜM

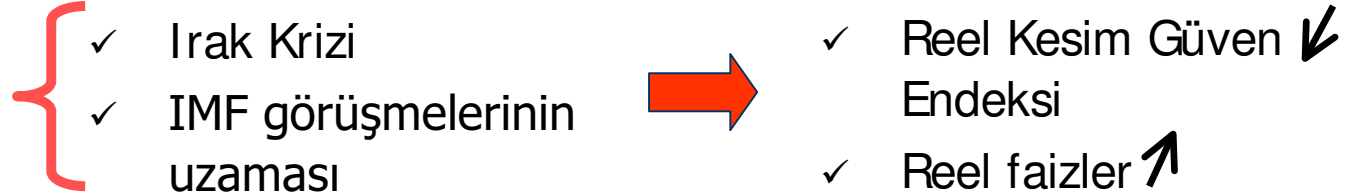
Büyüme - Görünüm

2003

Hedef yüzde 5

- Ancak; yılın başında yüzde 4,4 olan beklentiler Nisan ayında yüzde 3,2'ye kadar geriledi.

● **Neden?**



Bugün itibariyle beklentiler yüzde 4,1'e çıkmıştır.

✓ Bankacılık kesimi reformları

✓ TL ve döviz piyasalarında istikrar sağlanması,
✓ Beklentilerdeki olumlu gelişmeler

Özel sabit yatırımlarda ve tüketimde artış

✓ Yapısal reformlara bağlı olarak üretimdeki artış

✓ İhracatta artış
Yılın ilk üç ayında % 27 oranında artış
✓ İthalat ?

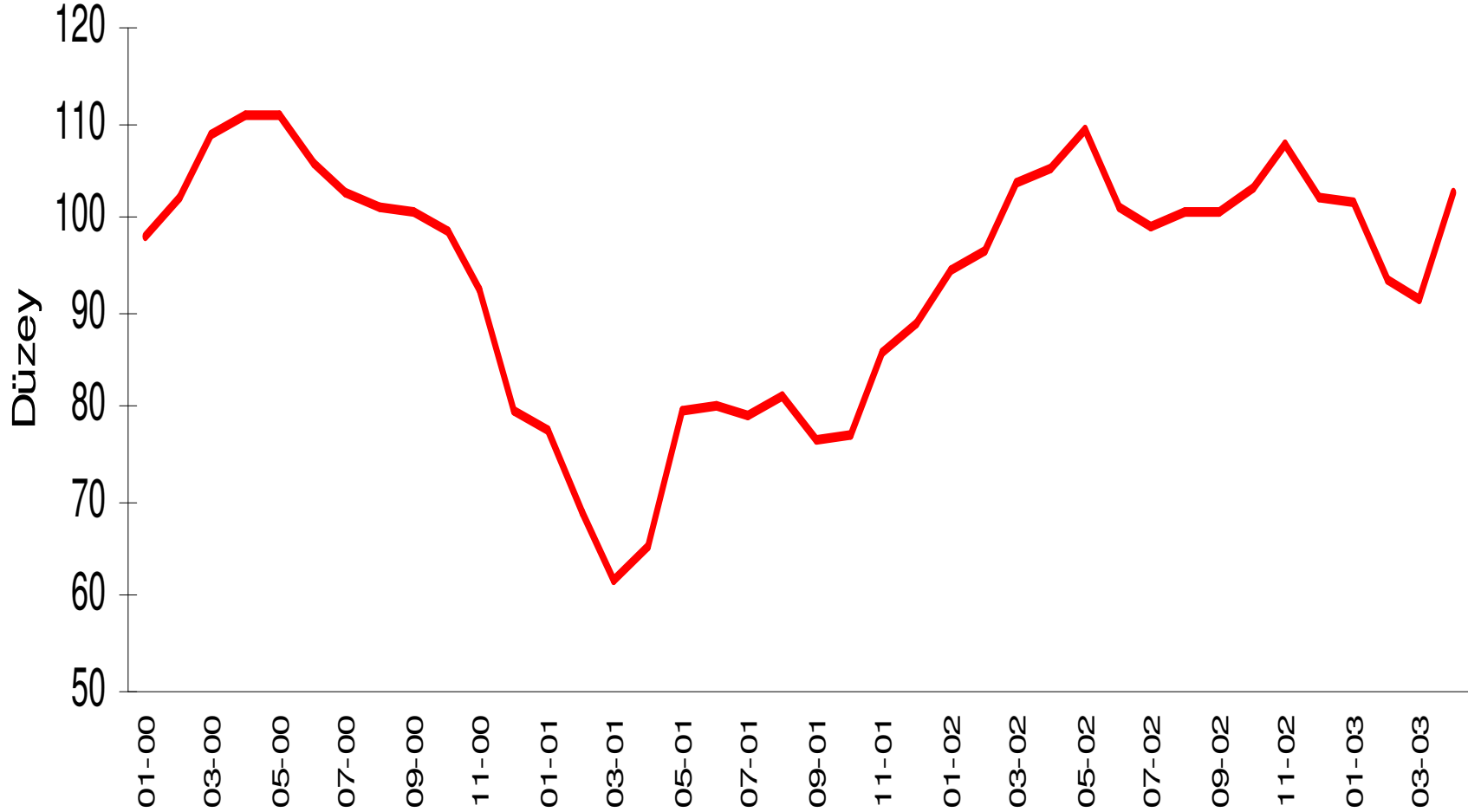
✓ Üretimde artış
Sanayi üretim endeksi ilk üç ayda ortalama yüzde 7,5 artış
Kapasite kullanım oranında Nisan ayında 2,1 puan artış

✓ Kredilerde canlanma

Büyüme öngörüsünün gerçekleşmemesi için bir sebep yoktur.

Büyüme - Görünüm

Reel Kesim Güven Endeksi

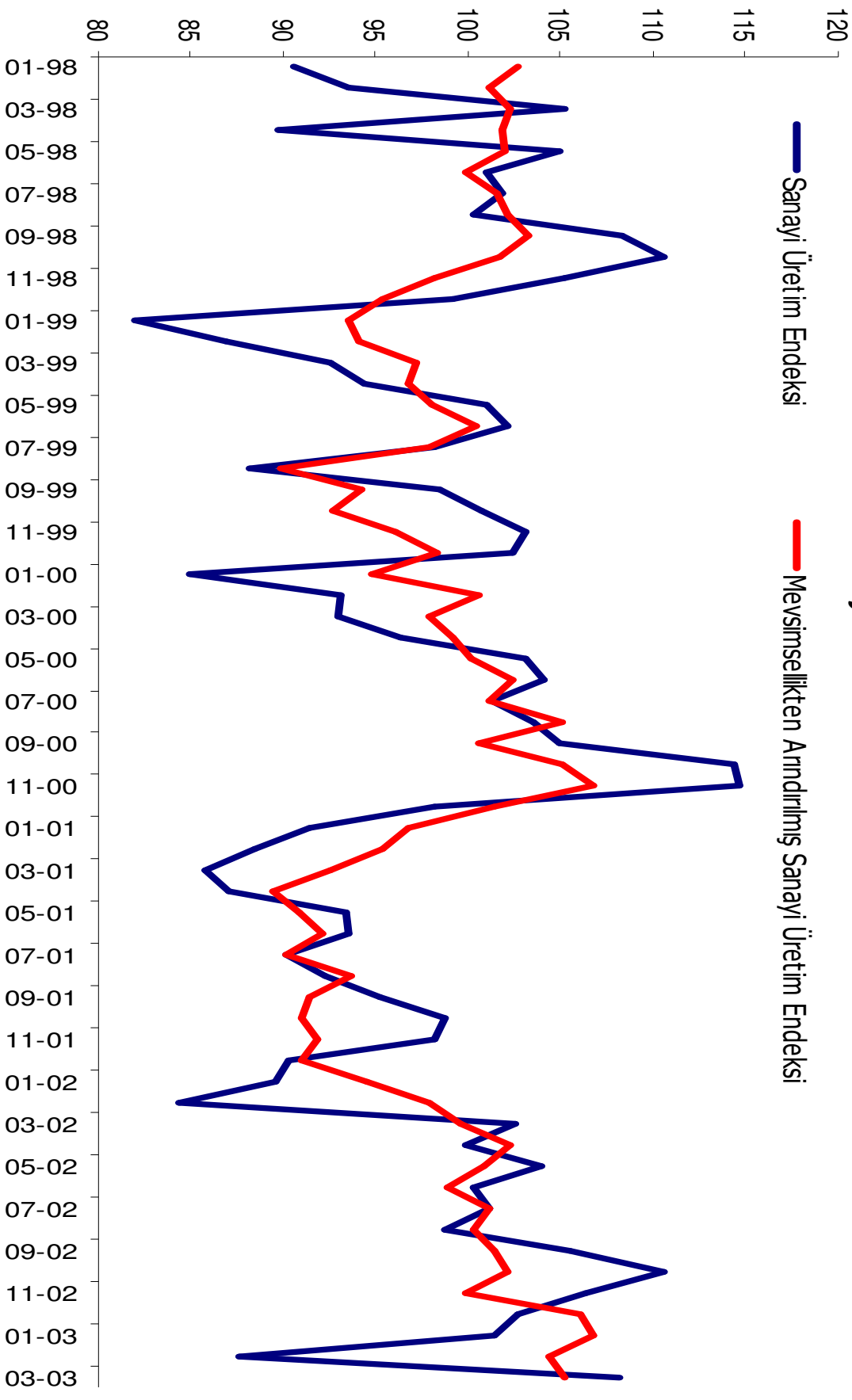


Reel Kesim Güven Endeksi = (Genel gidişat + ihracat imkanları + yatırım harcaması + toplam sipariş + mamul mal stok miktarı + toplam istihdam + üretim hacmi + iç pazara satılan mal hacmi + hammadde stok eğilimi)'ne dair beklentiler.

Endeksin büyüklüğünün 100'den büyük olması beklentilerin olumlu, düşük olması ise olumsuz yönde hareketini göstermektedir.

Büyüme - Görünüm

Sanayi Üretim Endeksi



Enflasyon

- Merkez Bankası'nın temel hedefi **fiyat istikrarını sağlamak** ve **sürdürmektir.**
- **Finansal istikrar,** enflasyon üzerindeki etkisinden dolayı gözetilmesi gereken **destekleyici amaçtır.**

2002 yılı hedef
↓
Yüzde 35



2002 yılı gerçekleşme
↓
Yüzde 29,7
Son yirmi yılın en düşük yıl sonu enflasyonu

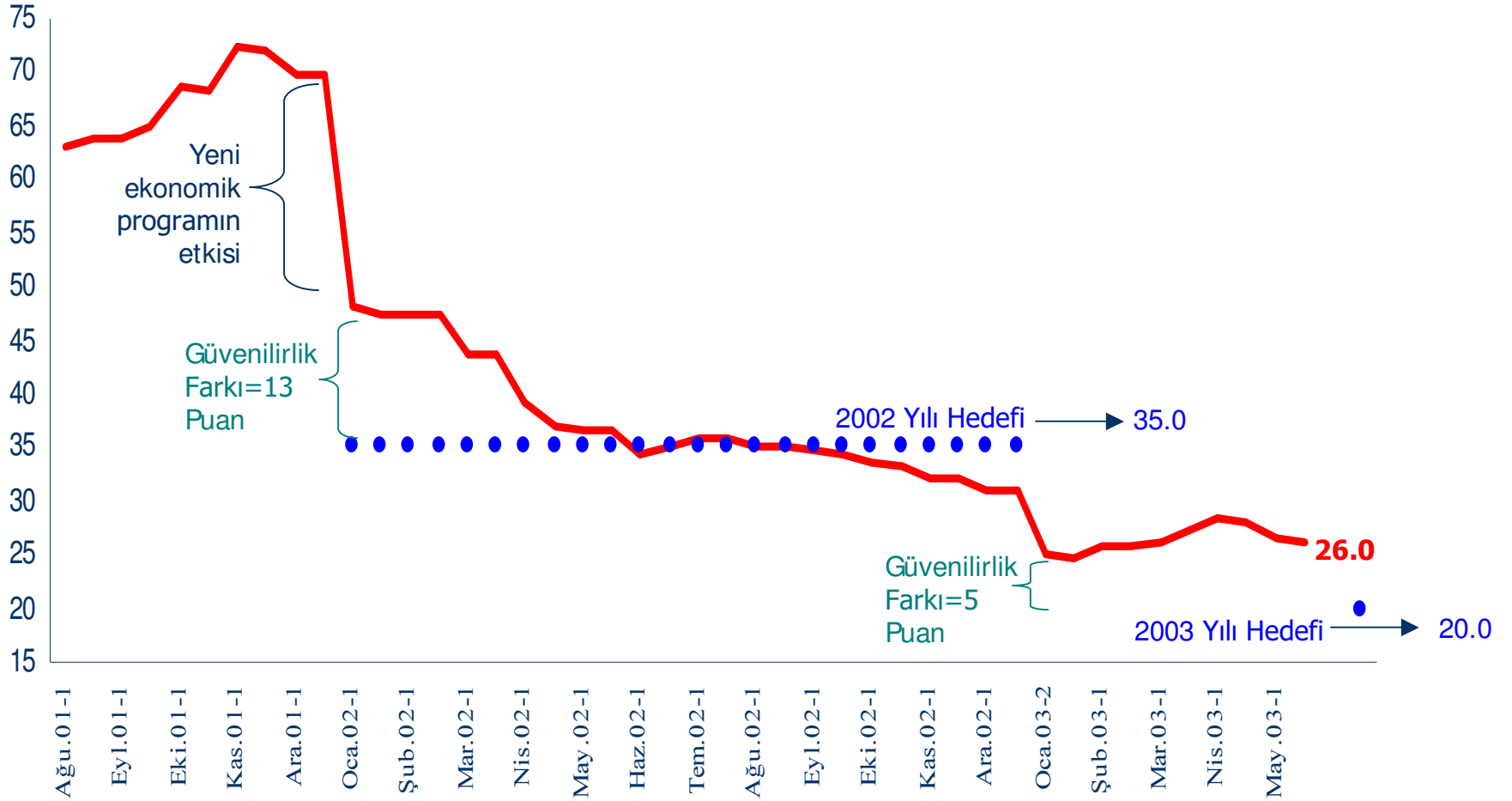
2003 yılı hedef
↓
Yüzde 20



Orta vadede hedef
↓
Tek haneli enflasyon

Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri (Tüketici Fiyatları)

2003 yılı için enflasyon bekleyişleri konulan yüzde 20 tüketici fiyat enflasyonu hedefinin üzerindedir.



Enflasyon bekleyişlerindeki önemli bir gelişme ise, 2002 yılı başında enflasyon hedefi yüzde 35, bekleyişler yüzde 48,3 iken yaklaşık 13 puan olan güvenilirlik farkının, 2003 yılı başında hedefin yüzde 20 bekleyişlerin yüzde 24.8 seviyesi ile yaklaşık 5 puana düşmesi olmuştur.

Bu programa olan güvendedeki geçen bir yıldaki gelişmenin göstergesidir.

Enflasyon

● İlk üç ayda ne oldu ?

- ✓ Gıda fiyatları ↗
- ✓ Kamu sektörü fiyatları ↗
- ✓ Petrol fiyatları ↗
- ✓ Döviz kurunun maliyet ↗ baskısı



Enflasyon **bekleşlerin üzerinde** gerçekleşti.

● Nisan ayı enflasyonu

- ✓ Maliyet yönlü baskılar ↘



Enflasyon **bekleşlerin oldukça altında** gerçekleşti.

● Mayıs ayı enflasyonu

- ✓ Maliyet yönlü baskılar hala düşük
- ✓ Güven ortamı ve olumlu bekleşler ↗



Enflasyon **bekleşler dahilinde** gerçekleşti.

Enflasyon - Görünüm

- Mali disiplinin **tavizsiz** sürdürülmesi,
- **Kamu fiyat ayarlamaları** ve **gelirler politikalarının hedeflenen enflasyonla uyumlu** bir şekilde devam etmesi,
- **Yapısal reformların kararlılıkla uygulanması**,
- **Bekleyişlerin iyi yönetilerek** mali piyasalardaki dalgalanmaların en aza indirgenmesi,
- Belirsizliklerin ortadan kalkması ve güven artışına bağlı olarak ortaya çıkabilecek **iç talepteki artışın**, özel kesimce **kar marjını artıracak** bir **fırsat** olarak **görülmemesi** sonucunda,

Enflasyon hedefi tutacaktır.

- Belirgin azalma yılın ikinci döneminde görülecektir.
- Gıda dışı TÜFE olumlu sinyaller vermektedir.
- Özel imalat sanayi fiyatlarında düşüş görülmektedir.
- Eğer sapma olursa bu gıda fiyatlarından gelebilir.



PARA POLİTİKASI

HEDEFLER, GELİŞMELER, RİSKLER

Haziran 2003

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI