



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu
2006-III



İÇİNDEKİLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Enflasyon ve Para Politikasının Gelişimi	1
1.2. Görünüm	2
1.3. Riskler	4
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	7
2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası Gelişmeleri	8
2.2. Uluslararası Piyasalar	10
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	15
3.1. Enflasyon	15
3.2. Beklentiler	22
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	27
4.1. Arz-Talep Dengesi	27
4.2. Dış Talep	32
4.3. İşgücü Maliyetleri	35
5. MALİ PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	47
5.1. Mali Piyasalar	47
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	52
6. KAMU MALİYESİ	61
6.1. Bütçe Gelişmeleri	61
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	64
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	69
7.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	69
7.2. Tahminler	72
7.3. Risk Unsurları	75

1. Genel Değerlendirme

1.1. Enflasyon ve Para Politikasının Gelişimi

Yıllık enflasyon Haziran 2006 itibarıyla hedefle tutarlı patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının üst sınırını aşarak yüzde 10,12 olmuştur. Hedefin belirgin olarak aşılmasında öne çıkan unsurların daha iyi anlaşılması açısından yılın ilk yarısındaki enflasyon gelişmelerinin Ocak-Nisan ve Mayıs-Haziran olmak üzere iki ayrı dönemde ele alınması faydalı olacaktır. Ocak-Nisan döneminde enflasyondaki yükselişte petrol ve altın fiyatları ile işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışlar etkili olmuştur. Söz konusu arz şokları yıllık enflasyondaki düşüş sürecini kesintiye uğratsa da orta vadeli olumlu eğilimi değiştirmemiştir. Para Politikası Kurulu (Kurul), Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan politika perspektifi ile uyumlu hareket ederek, Nisan ayı toplantısında politika faiz oranlarını 0,25 puan düşürmüştür.

Mayıs ve Haziran ayı enflasyonu üzerinde ise arz yönlü diğer unsurların yanı sıra döviz kuru gelişmeleri etkili olmuştur. Mayıs ayından itibaren küresel likidite koşullarındaki bozulmayla birlikte risk algılamaları da farklılaşmaya başlamıştır. Bir başka ifadeyle, Enflasyon Raporlarımızda dile getirilmiş olan önemli bir risk gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin, bölgesel risk algılamalarının yükselmekte olduğu ve yurt dışı yerleşiklerin portföylerindeki kısa vadeli Yeni Türk lirası (YTL) varlıklarının yüksek seyrettiği bir döneme denk gelmesi mali piyasalardaki dalgalanmaları hızlandırmıştır. Sonuç olarak risk primi hızlı bir şekilde yükselmiş ve YTL ABD doları karşısında kısa sürede yüzde 20'den fazla değer kaybetmiştir. Döviz kuru hareketleri, ithal içeriği yüksek mallar aracılığıyla (birincil etkiler) kısa sürede tüketici fiyatlarına yansımaya başlamıştır. Döviz kuru gelişmelerinin enflasyon üzerindeki etkisi iki ayda 1,5 puana ulaşmıştır.

Enflasyon üzerinde arz yönlü şokların etkili olduğu bir dönemde aynı zamanda yerli paranın hızla değer kaybetmesi, orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulmayı ve dolayısıyla ikincil etkilerin oluşma riskini beraberinde getirmiş ve mali piyasalardaki oynaklığı artırmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin bu gelişmelere tepkisi güçlü bir parasal sıkılaştırma şeklinde olmuştur. Haziran ayı içinde politika faizleri toplam 400 baz puan artırılmıştır. TCMB bu süreçte sadece borçlanma faizini

artırmakla sınırlı kalmamış aynı zamanda gecelik piyasadaki likidite fazlasını da YTL depo ihaleleri ve döviz satış yöntemleriyle kademeli olarak azaltma yoluna gitmiştir. Ayrıca, borç verme faiz oranları toplamda 600 baz puan yükselttilerek piyasadaki fazla likiditenin yönetimi etkinleştirilmiştir.

Alınan bu tedbirler, TCMB'nin orta vadeli taahhütlerinin arkasında durduğunu net bir şekilde göstermiş ve mali piyasalardaki oynaklığın azalmasına katkıda bulunmuştur. Söz konusu tedbirler önümüzdeki dönemde enflasyon üstündeki baskıyı azaltacaktır. Bununla birlikte, 20 Temmuz 2006 tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların devam ettiği ve bekleyişlerin orta vadeli hedeflerle henüz uyumlu olmadığına dikkat çekilerek enflasyona ilişkin temkinli olma gereğinin sürdüğü değerlendirilmiştir. Kurul, 2007 yıl sonu enflasyon hedefine odaklanmış olduğundan, bütün bu unsurları göz önüne alarak ölçülü bir parasal sıkılaştırmanın gerektiğini ifade etmiştir.

1.2. Görünüm

Yakın dönemdeki döviz kuru hareketlerinin enflasyona etkisi ticarete konu olan ve olmayan mallar arasındaki görece fiyatların değişmesi biçiminde öngörülmekte, dolayısıyla 2006 yılı için yapılan geçişkenlik hesapları büyük oranda birincil etkileri içermektedir. Bu çerçevede, şu ana kadar görülen etkilere ilave olarak 2006 yılının kalanında yaklaşık 2 puanlık bir etki daha oluşabileceği tahmin edilmektedir. Döviz kurunun fiyatlara yansımalarının yaklaşık altı ayda tamamlanacağı ve dolayısıyla ikincil etkilerin ortaya çıkmadığı bir durumda dahi, yıllık enflasyon rakamları üstündeki etkinin ortadan kalkmasının 2007 yıl sonunu bulabileceği düşünülmektedir.

Ekonomik faaliyete ilişkin göstergeler, 2005 yılının son ve 2006 yılının ilk çeyreklerinde gözlenen yavaşlamanın ardından yılın ikinci çeyreğinde büyümenin yeniden hızlanmış olduğuna dair sinyaller içermektedir. Ancak yakın dönemde finansal piyasalarda oluşan dalgalanma sonrası bu görünümün değişeceği öngörülmektedir. Mayıs ayı ortalarından bu yana finansal piyasalarda gözlenen dalgalanmanın oluşturduğu belirsizlik ortamının, yılın ikinci yarısında yurt içi talebi olumsuz etkilemesi ve sözü edilen hızlı büyüme eğilimini kesintiye uğratması beklenmektedir. Nitekim, TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA)'ndeki iç piyasa sipariş ve satışa ilişkin göstergelerin gelecek üç aylık eğilimleri Mayıs ayında sert düşüşler sergilemiştir. Yurt içine

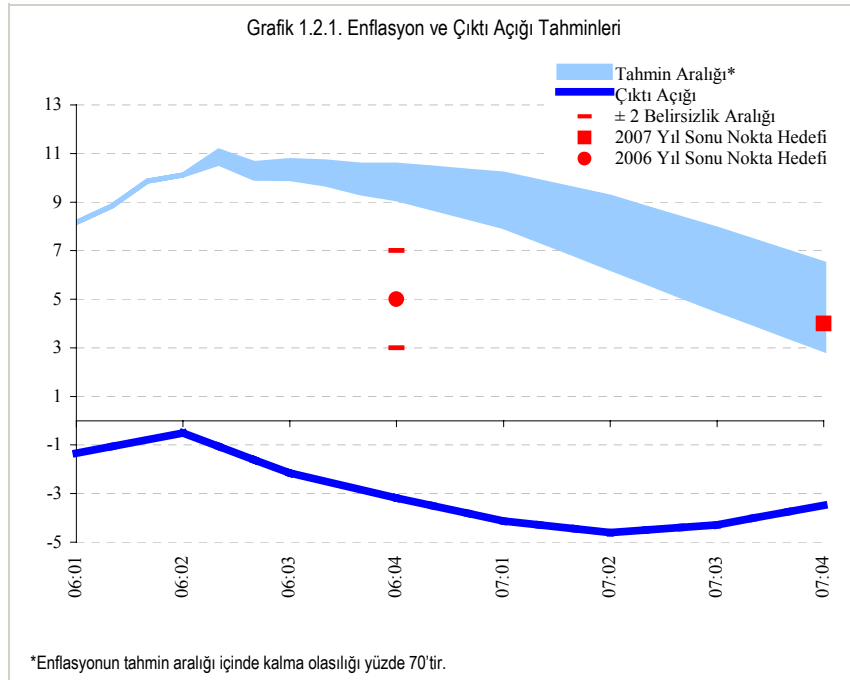
yapılan taşıt araç satışları Haziran ayında bir önceki aya kıyasla hızlı bir biçimde gerileyerek bu göstergeleri desteklemiştir. Daha da önemlisi, Tüketici Güven Endeksi'nde gerileme gözlenmiştir.

Öte yandan YTL'nin değer kaybına bağlı olarak net dış talebin güçlü seyredeceği ve özellikle ihracata yönelik faaliyet gösteren özel imalat sanayinde üretimin canlılığını koruyacağı öngörülmektedir. Reel Kesim Güven Endeksi'nde Haziran ayı itibarıyla belirgin bir düşüş görülmemesi bu görüşü desteklemektedir. Bununla birlikte, hizmetler sektörü gibi iç talebe hassas kesimler gözönüne alınarak ekonomik faaliyet bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yurt içi talepteki azalışın daha belirleyici olacağı ve dolayısıyla yılın ikinci yarısında talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının artarak süreceği tahmin edilmektedir. Sonuç olarak, 2006 yılının ikinci ve 2007 yılının ilk yarısında büyüme hızının bir miktar yavaşlaması sürpriz olmayacaktır.

İmalat sanayi kısmi emek verimliliğindeki artışların 2006 yılının ilk yarısında sürmesi, üretilen birim başına işgücü maliyetlerindeki düşüş eğiliminin devamını sağlamaktadır. Yatırım eğiliminde henüz belirgin bir gerileme gözlenmemesi orta vadede verimlilik artışlarının seyri açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak, hizmetler kesiminde verimlilik artışlarının düşük olması, ilgili sektörlerde birim işgücü maliyetlerindeki düşüşü engellemektedir. Bunun yanında dünyada petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların da devam ettiği göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde enflasyon konusunda temkinli olma gereğinin süreceği ortaya çıkmaktadır.

Döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki hareketlerin ikincil etkilerinin daha çok orta vadeli bir perspektifte değerlendirilmesi gerekmektedir. TCMB'nin Haziran ayı içinde aldığı tedbirlerin ikincil etkileri sınırlayacağı ve 2007 yılı enflasyon rakamları üstünde oluşabilecek baskıyı azaltacağı tahmin edilmektedir. Ancak, ikincil etkilerin kontrol altında tutulması açısından, en az para politikası kadar önemli olan bir diğer unsur mali disiplin ve yapısal reformların sürekliliğidir. Özellikle, gelirler politikası uygulamalarında orta vadeli enflasyon hedeflerinin gözönüne alınması ve bütçe harcama sınırlarına uyularak program dışı kamu fiyat ayarlamalarına ihtiyaç bırakılmaması, orta vadeli hedeflere ulaşılabilmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

Bugünkü veriler ve yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, 2006 yıl sonu enflasyonunun yüzde 70 olasılıkla yüzde 9,1 ile yüzde 10,5 arasında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankası'nın, Haziran ayındaki tedbirlere ilave olarak 2006 yılının kalanında ölçülü bir parasal sıkılaştırma yoluna gittiği, 2007 yılında ise politika faizlerini kademeli olarak düşürdüğü bir duruş altında oluşturulan tahminlere göre, enflasyon 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir düşüş gösterecek ve 2007 yılı sonunda yüzde 70 olasılıkla yüzde 3 ile yüzde 6,5 arasında yer alacaktır (Grafik 1.2.1).



1.3. Riskler

Ham petrol fiyatlarındaki artışların sürme olasılığı, enflasyon açısından önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. TCMB, geçmişte olduğu gibi, petrol fiyatlarındaki artışların birincil etkilerine tepki vermeyecektir. Son dönemde bekleyişlerdeki bozulmayla beraber, petrol fiyatlarının ikincil etkileri konusunda daha temkinli olma gereği doğmuştur. Petrol fiyatlarındaki olası gelişmelerin orta vadeli enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi veya fiyatlama davranışlarını bozmaya başlaması halinde, gerekli politika tedbirleri alınacaktır.

Son dönemde ekonomik konjoktüre damgasını vuran temel gelişme, uluslararası likidite koşullarının değışimiyle ortaya çıkan mali piyasa dalgalanmaları olmuştur. Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının enflasyon kaygıları nedeniyle para politikasında sıkılaştırma sürecine devam etmeleri ve bu sıkılaştırmanın ölçütüne ilişkin net ifadelerden kaçınmaları, gelişmekte olan ülke piyasalarında belirsizlikleri artıran bir unsur olmuştur. Tahminler üretilirken, önümüzdeki dönemde söz konusu unsurlara ilişkin mevcut belirsizliklerin sürdüğü bir görünüm esas alınmıştır. Küresel risk iştahındaki hızlı değışiklikler ve buna bağı olarak ortaya çıkabilecek dalgalanmalar enflasyon açısından temel risk unsurlarından biri olmaya devam etmektedir. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde, TCMB orta vadeli bir perspektifle hareket edecektir: Enflasyonun görelî fiyatlardaki değışimler sonucu geçici bir süre yükselmesine tepki verilmeyecek ancak son dönemde olduğu gibi orta vadeli enflasyon beklentileri yakından izlenecektir.

İçinde bulunduğumuz koşullar altında risk algılamalarında ve bekleşlerde bozulmaya yol açacak her türlü uygulamadan kaçınılması, gerek fiyat istikrarı gerekse makroekonomik istikrar açısından büyük önem taşımaktadır. Risk algılamasını sınırlandırmak yönünde atılacak her adım, istikrarı sağlamanın ve sürdürmenin maliyetini azaltacaktır. Enflasyonist olmayan büyümenin sürdürülebilirliği bakımından belirleyici olan ana unsurun, makroekonomik istikrarın kalıcılığına ilişkin güven olduğu unutulmamalıdır. Mali disiplinin kalitesini daha da artıracak yapısal düzenlemeler konusunda kararlılığın devam etmesinin yanı sıra, rekabet ve yatırım ortamını geliştirecek, dolayısıyla uzun vadede verimlilik artışlarını destekleyecek reformların sürekliliği kritik önem taşımaktadır. Bu bağlamda, Avrupa Birliği (AB)'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi kritik önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi, uluslararası konjoktürdeki değışimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Dünya ekonomisi son yıllarda önemli ölçüde büyümüştür. 2004 yılında dünya ekonomisindeki büyüme son 30 yılın en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Yüksek büyüme oranları aynı zamanda düşük enflasyon ve düşük faiz oranlarıyla birlikte gözlenmiştir. Bu dönemde teknolojideki gelişmeler verimliliği artırmış, birim işgücü maliyetlerini sınırlamış ve enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunmuştur. Katkıda bulunan bir diğer küresel etken de, eski Sosyalist blokuna dahil ekonomiler ile Çin ve Hindistan'ın dünya ticaret sistemine entegre olmasıyla birlikte dünya ekonomisine katılan eğitilmiş işgücünün, birim işgücü maliyetlerindeki artışı sınırlaması olmuştur. Dünya genelindeki düşük enflasyon ve güçlü büyüme trendi sonucunda enflasyon beklentileri gerilemiş ve artan risk iştahının da katkısıyla risk primleri tüm dünyada düşüş göstermiştir. Bunun sonucunda küresel likiditenin gelişmekte olan piyasalara önemli ölçüde kaydığı gözlenmiştir.

Ancak son dönemde enerji fiyatlarındaki artış, dünya genelinde enflasyon üzerinde baskı yaratan en belirgin unsur olmakta ve endişeler temel olarak bu baskının enflasyon beklentilerine, ayrıca ücret sözleşmelerine ve fiyatlandırma davranışlarına yansımaları yoluyla "ikincil" etkilerin görülmesi konusuna odaklanmaktadır. Bunun yanında, birim işgücü maliyetlerindeki dengeleyici etki sayesinde maliyet artışlarının ve küresel enflasyonun daha ne kadar kontrol altında tutulabileceği belirsizdir. Mevcut düşük enflasyon ve düşük faiz trendinin tersine dönmesi durumunda sadece gelişmiş ülke ekonomilerinin yavaşlamakla kalmayacağı, küresel likiditedeki değişim yoluyla tüm dünya ülkelerinin olumsuz etkileneceği düşünülmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların yanı sıra merkez bankalarının genel yaklaşımı görece yüksek enflasyon, yüksek faiz düzeyi ve düşük büyüme sürecine küresel bir kriz sonrasında keskin bir geçişten ziyade daha yumuşak bir geçişin yollarının aranmasıdır. Bu geçişin gelişmekte olan piyasa ekonomilerine olan en önemli etkisi sermaye çıkışı yoluyla yaratabileceği bozucu etki olacaktır. Ancak, bu ülkeler yeni dengeye geçişin sert olmaması durumunda yeni koşullara kriz yaşamadan ayak uydurabilecektir.

2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası Gelişmeleri

ABD ekonomisi, geçtiğimiz yıl yaşanan kasırgaların ve ham petrol fiyatlarında ortaya çıkan artışın olumsuz etkilerine karşın, 2004 yılındaki hızlı büyüme performansını 2005 yılında da sürdürmüş ve büyüme oranı yüzde 3,5 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde ise yüzde 1,4 gibi yüksek bir büyüme oranı gerçekleşmiş olmasına karşın, yılın kalan kısmında büyümenin yavaşlaması ve yılın tamamında yaklaşık olarak yüzde 3,5 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir (Tablo 2.1.1). Diğer taraftan, 2005 yılında canlı iç talebin etkisiyle Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nın yüzde 6,4'üne ulaşan ABD cari işlemler açığının, 2006 yılında küresel ekonomik denge açısından risk oluşturabilecek bir düzeyde artarak yüzde 7'nin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

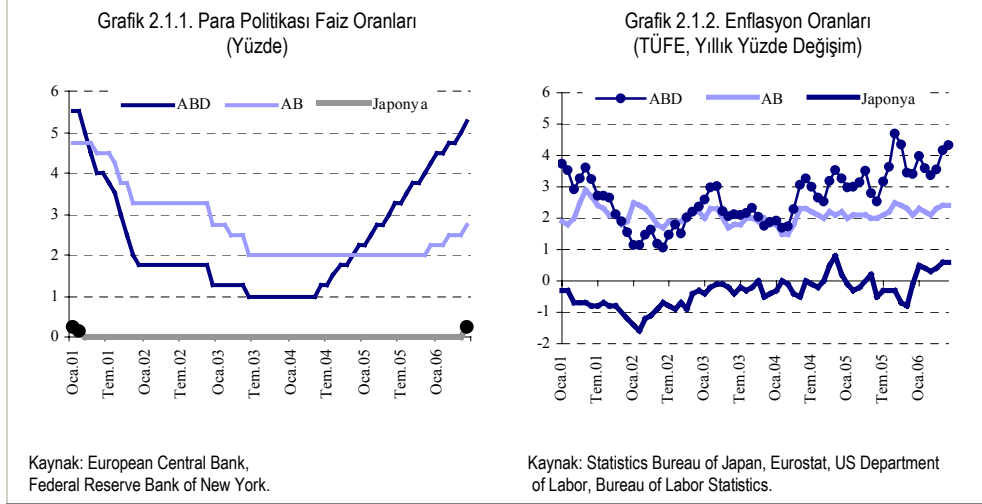
		Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları					
		Bir Önceki Çeyreğe Göre Yüzde Değişim*					
	2005	2006**	2005-I	2005-II	2005-III	2005-IV	2006-I
<i>Dünya</i>	4,8	4,9	-	-	-	-	-
<i>ABD</i>	3,5	3,6	0,9	0,8	1,0	0,4	1,4
<i>Japonya</i>	2,7	2,8	1,4	1,3	0,2	1,1	0,5
<i>Euro Bölgesi</i>	1,4	2,2	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6
<i>Almanya</i>	1,1	1,8	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4
<i>Fransa</i>	1,4	2,1	0,1	0,0	0,6	0,3	0,5
<i>İtalya</i>	0,1	1,4	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,6
<i>İngiltere</i>	1,8	2,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6
<i>Çin</i>	9,9	9,7	9,9	10,1	9,8	9,9	10,3

* Çin'in değerleri, yıllık yüzde değişimdir.
** 2006 yılı beklenen değerlerdir. Mevsimsellikten arındırılmıştır.
Kaynak: Eurostat, OECD, IMF.

ABD ekonomisinde çekirdek enflasyon oranında son aylarda artış görülmekte, artan enerji ve emtia fiyatlarının enflasyona baskı yapmaya devam edeceği öngörülmekte ve enflasyona ilişkin riskler devam etmektedir. Amerika Merkez Bankası (Fed) tarafından faiz oranları 2004 yılı Haziran ayından itibaren ardarda on yedinci kez 25 baz puan yükseltilerek yüzde 5,25'e çıkarılmıştır (Grafik 2.1.1). 19 Temmuz 2006 tarihinde Ben Bernanke ABD Senatosu Bankacılık Komitesinde yaptığı konuşmada, petrol ve emtia fiyatlarındaki olası artışların enflasyon üzerinde risk unsurları olmaya devam ettiğini, ancak çekirdek enflasyonun önümüzdeki dönemde düşmesini beklediklerini vurgulamış, bundan sonraki faiz kararlarının enflasyon ve büyümeyle ilişkin göstergelere göre şekilleneceğini belirtmiştir.

İhracat performansındaki artıştan kaynaklı olarak 2005 yılında yüzde 1,4 oranında büyüyen Euro bölgesinde, 2006 yılında iç talep kaynaklı olarak yüzde 2-2,5 aralığında bir büyüme oranının gerçekleşmesi beklenmektedir. Ancak, petrol fiyatlarındaki artışın devam etmesi ve küresel sermaye hareketlerinin

yön değiştirmesi, büyüme sürecini yavaşlatacak risk unsurları olarak ön plana çıkmaktadır. Petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak 2005 yılının başından itibaren yükselen ithalat maliyetiyle, cari açığın GSYİH'ye oranının 2006 yılında yüzde 0,5 düzeyine ulaşacağı tahmin edilmektedir.



Euro bölgesinde 2006 yılı Haziran ayında yıllık yüzde 2,5 olan Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) artış oranının 2006 yılının ikinci yarısında ve 2007 yılı boyunca yüzde 2'nin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Euro bölgesinde, faiz oranlarının düşük seviyelerde bulunmasına bağlı olarak yaşanan para ve kredi genişlemesi de, orta ve uzun vadelerde enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskıları artırmaktadır. Fiyat istikrarı önündeki tüm bu riskleri gidermek amacıyla kademeli olarak para politikasının sıkılaştırılması beklenmektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2005 yılı Aralık ayından itibaren faiz oranlarını üç kez 25 baz puan artırarak yüzde 2,75 düzeyine çıkarmıştır (Grafik 2.1.1).

Canlı seyreden iç talebe, 2005 yılının ortalarından itibaren ihracat artışlarının eşlik etmesiyle, Japon ekonomisi 2005 yılında yüzde 2,7 oranında büyümüştür (Tablo 2.1.1). İstihdam ve ücret artışlarının sürüklediği canlı iç talebin 2006 yılında da devam etmesiyle, Japonya'nın bu yıl da yüzde 3'e yakın bir oranda büyümesi beklenmektedir. 2005 yılında GSYİH'nin yüzde 3,6'sı düzeyinde olan cari işlemler fazlasının, 2006 yılında ihracat performansına bağlı olarak artması ve yüzde 4'ün üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Pozitif bir seyir izleyen tüketici fiyatları yıllık artış oranlarının önümüzdeki dönemde de çıktı açığının artı değer almaya devam ettiği müddetçe sürmesi beklenmektedir. Japonya Merkez Bankası (BoJ) Mart ayı toplantısında beş

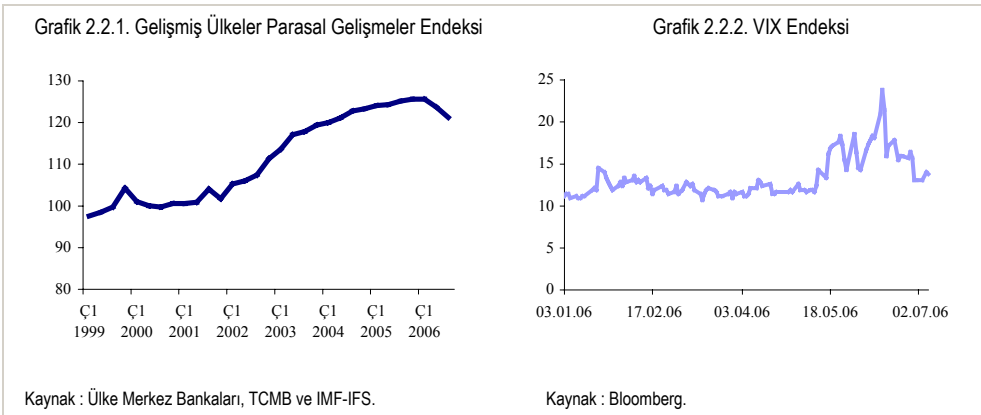
yıldır sürdürmekte olduğu aşırı likidite politikasına son vermiş, resmi olarak hedef koymamış olduğu politika faiz oranının fiili olarak sıfır seviyesinde kalmasını uygun görmüştür. Ancak, son gelişmelere paralel olarak BoJ faiz oranlarını, yüzde sıfır düzeyinde tutmanın önümüzdeki dönemde ekonomik aktivitede ve fiyatlarda büyük dalgalanmalara sebep olabileceği endişesiyle, 13-14 Temmuz 2006 tarihli toplantısında 25 baz puan artırmıştır.

2005 yılında şirket kârlarının güçlü bir şekilde artmasıyla birlikte, ihracat ve yatırımlardaki artışa bağlı olarak yaklaşık yüzde 10 düzeyinde büyüyen Çin ekonomisinin, aynı eğilimlerin 2006 yılında da devam etmesi sonucunda yüzde 10'a yakın bir düzeyde büyümesi beklenmektedir (Tablo 2.1.1). 2005 yılında ihracattaki hızlı artış sonucunda Çin'in cari fazlasının GSYİH'sına oranı, 2004 yılına göre yaklaşık iki kat artarak yüzde 6,3 düzeyine ulaşmıştır. Ancak, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren Çin para birimi yuanın ABD doları karşısında değerlenmeye başlaması ve bu değerlenmenin 2006 yılının ilk çeyreğinden itibaren hızlanarak devam etmesi, cari fazlanın 2006 yılında azalacağı beklentisini doğurmaktadır.

2.2. Uluslararası Piyasalar

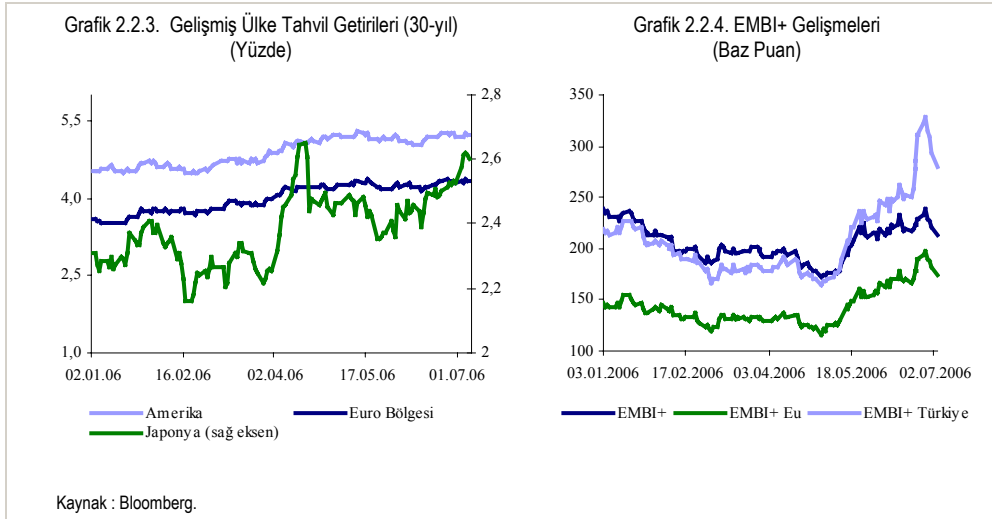
2.2.a. Mali Piyasalar

2003 yılından itibaren küresel piyasalarda belirginleşen olumlu koşulların 2006 yılı Mayıs ayı itibarıyla kesintiye uğradığı gözlenmektedir. Ne var ki, artan enflasyonist baskılar karşısında gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranlarında artışa gitmeleri ve BoJ'un Mart ayı toplantısında aldığı para politikasını sıkılaştırma kararı neticesinde dünya piyasalarına yayılan aşırı likiditeyi çekmeye başlaması, risk algılamasında artışı beraberinde getirerek küresel piyasalarda süregelen yükselme eğilimini kesintiye uğratmıştır.



ABD, Euro bölgesi ve Japonya'nın nominal GSYİH büyümesini aşan parasal taban genişlemesi, söz konusu ülkelerin GSYİH'leri ile ağırlıklandırılmış ve 1999=100 olacak şekilde endeksleştirilmiş¹ ve "Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi"² türetilmiştir (Grafik 2.2.1).² 2005 yılında endeksin artış hızındaki yavaşlamayı takiben 2006 yılı ilk çeyreğinde zirveye ulaştığı ve geçici Nisan - Mayıs ayı verilerine göre gerilemeye başladığı gözlenmektedir.³ Mart ayında aldığı kararlarla söz konusu gelişmede belirleyici olan BoJ, Haziran ayında önemli ölçüde yavaşlayarak da olsa parasal tabanını daraltmaya devam etmiştir (Grafik 2.2.1).

Küresel risk iştahını yansıtmaması bakımından uluslararası yatırımcılar tarafından yakından izlenen Şikago Türev Araçlar Borsası Oynaklık Endeksi (VIX) de 2006 yılının Mayıs ayına kadar tarihi düşük seviyelerini korumuştur. Risk iştahının yüksek seviyesi, gerek ticari bankaların merkez bankaları politikalarına eşlik ederek küresel likidite imkanlarını daha da genişletmelerine, gerekse de riskliliği daha yüksek olan yatırım araçlarına olan ilgilerinin artmasına yol açmıştır. Ancak, Mayıs ayı ortalarında finansal piyasalarda gerçekleşen dalgalanmaya paralel olarak VIX endeksinde hızlı bir yükseliş, dolayısıyla risk iştahında gerileme olduğu gözlenmektedir (Grafik 2.2.2).



¹ Mevsimsel olarak düzeltilmiş veriler kullanılmıştır.

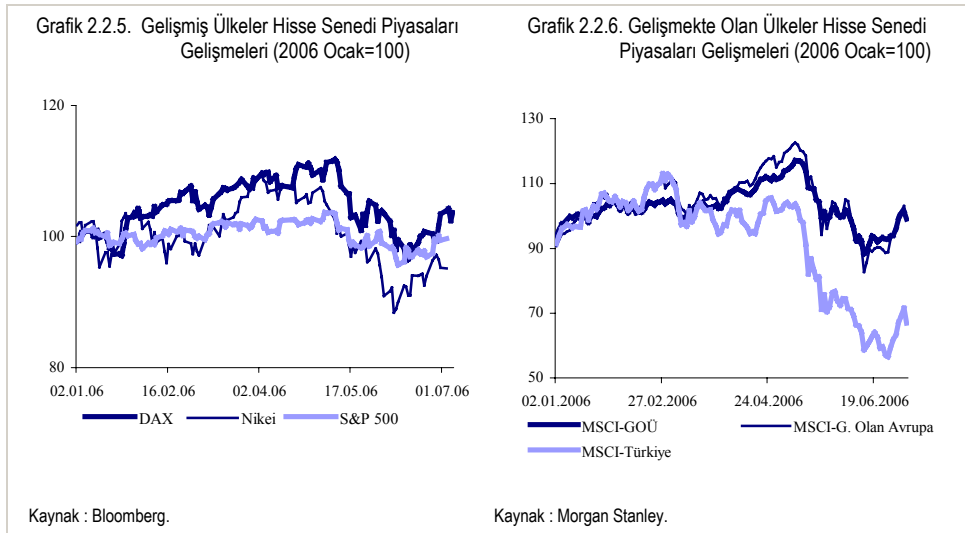
² Bu konudaki çalışmalar için bakınız: Baks K., Kramer C. (1999): "Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications and Spillovers", IMF WP/99/168, ve Global Financial Stability Report (2005, April) sf. 13-5.

³ 1999 ortalaması 100 alındığında, 2006 yılı ilk çeyrek sonunda endeksin ABD alt bileşeninin 103,5, Euro bölgesi alt bileşeninin 127,5, Japonya alt bileşeninin ise 175 değerlerini aldığı hesaplanmıştır.

Gelişmiş ülkelere ait faiz gelişmeleri incelendiğinde, ABD ve Euro bölgesinde politika faiz oranlarında meydana gelen artışlara uzun vadeli kağıtların, gecikmeli de olsa, cevap vermesiyle getiri oranlarının ılımlı bir şekilde yükseldiği gözlenmektedir. Japonya’da ise para politikasını sıkılaştırma kararının ardından getirilerin hızlı bir şekilde artarak daha yüksek bir platoya kaydığı görülmektedir (Grafik 2.2.3).

Gelişmekte olan ülkelerin faizleri ise, 2002 yılı sonlarında başlayan gerileme eğilimine paralel olarak 2006 yılı Mart ayı itibarıyla en düşük seviyelere ulaşmış ancak, bu eğilim Mayıs ayı ortalarında başlayan finansal dalgalanma sonucunda tersine dönmüştür. Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI+) ve bu endeksin gelişmekte olan Avrupa ile Türkiye alt endekslerinin benzer hareket ettiği, dönüş noktalarının aynı olduğu, ancak Türkiye alt endeksindeki değişimlerin daha büyük boyutta gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.2.4).

Benzer şekilde, gelişmiş ülkelere ait hisse senedi piyasalarında 2003 yılı başlarından itibaren süregelen yükseliş eğiliminin Mayıs ayıyla beraber tersine döndüğü görülmektedir (Grafik 2.2.5). EMBI+ gelişmeleri ile uyumlu olarak Türkiye alt endeksi daha sert düşüşler sergilemekle birlikte, kırılma noktaları gelişmekte olan ülkelere ait Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI)’yle aynı tarihlere karşılık gelmektedir (Grafik 2.2.6).



Sonuç olarak, 2006 yılı Mayıs ayı uluslararası sermaye hareketlerinde süregelen eğilimlerin kırıldığı bir dönem olarak göze çarparken, gelişmekte

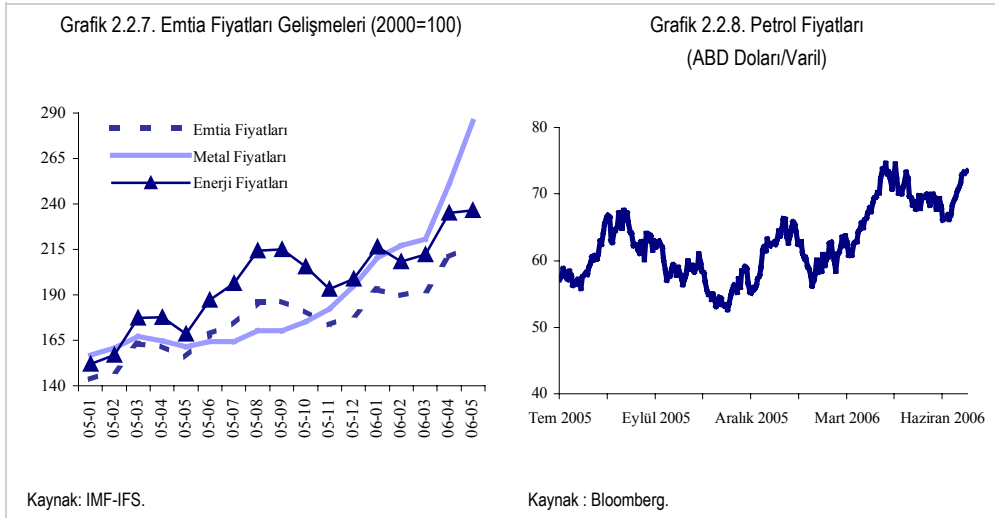
olan ülkelere ait endeksler farklı büyüklüklerde olsa da aynı yönlü ilişkilere işaret etmektedir. Bu durum, ülkeye özgü temel göstergelerin önemli olduğunu, ancak asıl tetikleyici etkenlerin küresel koşullardan kaynaklandığını düşündürmektedir.

Diğer taraftan, son yıllarda yaşanan likidite genişlemesinde büyük pay sahibi olan Japonya'nın, beklentilerin aksine, enerji fiyatları hariç tutulduğunda halen deflasyonda olması faiz artırımını kararına ve likidite çekme işlemine hangi yoğunlukta devam edileceğine dair belirsizlikleri artırmaktadır. Bu gelişmelerin yanı sıra, ABD'nin büyük ölçekli cari açığı ve bu açığın finansmanında yaşanabilecek sıkıntıların uluslararası piyasalarda ve görece fiyatlarında neden olabileceği sert hareketler bir diğer belirsizlik unsurudur.

Bu gelişmeler ışığında, önümüzdeki dönemde uluslararası koşulların, son yıllarda yaşandığı gibi elverişli olma ihtimali zayıf görünmektedir. Bu sebeple, başta Japonya olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının kararlarının ve uluslararası yatırımcıların davranışlarının yakından izlenilmesi büyük önem taşımaktadır.

2.2.b. Emtia Piyasaları

Son yıllarda dünya ekonomisinde gerçekleşen güçlü büyüme eğilimi, emtia piyasalarında hızlı talep ve fiyat artışları görülmesine neden olmuştur. IMF Emtia Fiyatları Endeksi, 2006 yılı Mayıs ayında bir önceki aya göre yüzde 2,8, Metal Fiyatları Endeksi ise yüzde 0,5 artış göstermiştir (Grafik 2.2.7). Yıllık bazda artışlar ise sırasıyla, yüzde 39 ve yüzde 40 düzeyindedir.



Londra Metal Borsası (LME) verilerine göre, işlem gören altı ana metalin fiyat artışı Mayıs ayında yavaşlama göstermiş, Haziran ayı sonu itibarıyla ise fiyatlar gerilemiştir. Haziran ayında ana metal fiyatlarında azalma gözlenmesine rağmen, beş metalin fiyatları bir önceki çeyreğe göre daha yüksektir (Tablo 2.2.1).

ABD Doları	2006				Yüzde Değişim		
	I	II	Mayıs	Haziran	06-II / 05-II	06-II / 06-I	Mayıs/ Haziran
Alüminyum	2443,5	2681,1	2881,4	2520,6	49,3	9,7	-12,5
Bakır	4855,7	7142,3	7905,2	7097,3	122,2	47,1	-10,2
Kurşun	1222,3	1121,0	1195,5	993,5	17,9	-8,3	-16,9
Nikel	14915,9	19625,5	20685,0	19991,4	23,3	31,6	-3,4
Kalay	7623,4	8551,9	8892,4	7945,0	8,2	12,2	-10,7
Çinko	2260,5	3248,2	3490,7	3182,2	152,3	43,7	-8,8

Kaynak : Londra Metal Borsası.

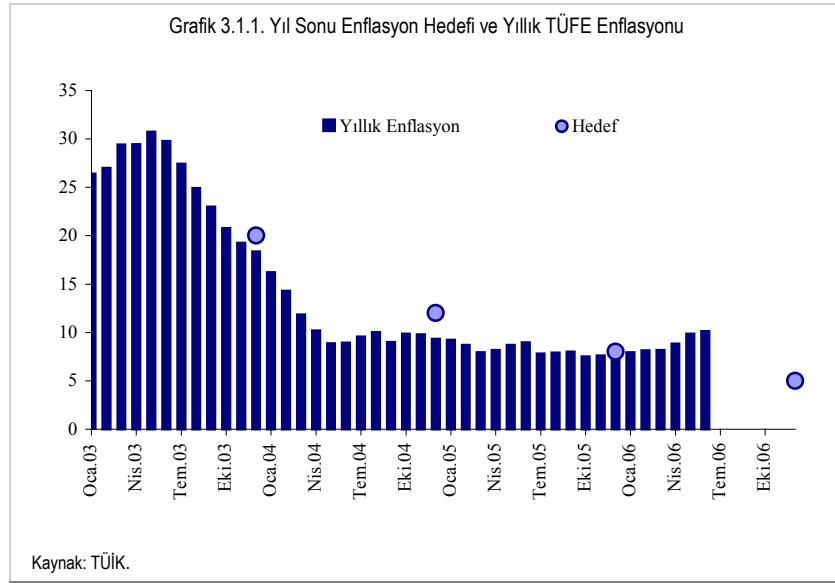
IMF tarafından hesaplanan Enerji Fiyatları Endeksi'nde de keskin artışlar devam etmektedir. Söz konusu endeks Mayıs ayında Nisan ayına kıyasla yüzde 13,9, 2005 yılının Mayıs ayına kıyasla ise yüzde 76,8 oranında artmıştır. Uluslararası piyasalarda ise Haziran ayı brent petrol fiyatı ortalaması 68,9 ABD doları/varil olarak gerçekleşmiş ve geçen Mayıs ayına oranla yüzde 1,9 oranında azalmıştır (Grafik 2.2.8). Orta Doğu'da yaşanan son gerginlikten sonra petrol fiyatları tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır. Gelecek piyasasında (futures) işlem gören Kasım 2006 kontratı, Haziran sonundaki dalgalanmaların ardından 75,99 ABD doları/varil seviyesini görmüştür.

Güçlü küresel büyüme eğilimi atıl kapasite imkanlarının sınırlı olduğu ham petrol piyasalarında fiyatlar üzerinde baskı yaratmaktadır. Jeopolitik belirsizlikler ve gelecek piyasalarında işlem yapan yatırım şirketlerinin dolaylı birincil piyasa etkileri söz konusu baskıyı daha da yoğunlaştırmaktadır. Ayrıca, mevsimsel olarak yaz aylarında talebin canlı olması son dönemde fiyatlar üzerinde yaşanan artışlarda diğer belirleyici unsur olmuştur. Öte yandan, diğer emtia piyasalarında olduğu gibi küresel büyüme ve likidite koşullarının olumsuzlaşması, yakında devreye girmesi beklenen yeni kapasite imkanları, mevcut stokların yüksek seviyesi ve Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu (OPEC)'nin kota üstü üretime devam etmesi fiyatlar üzerindeki baskıları hafifletici etkenler olarak görülmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

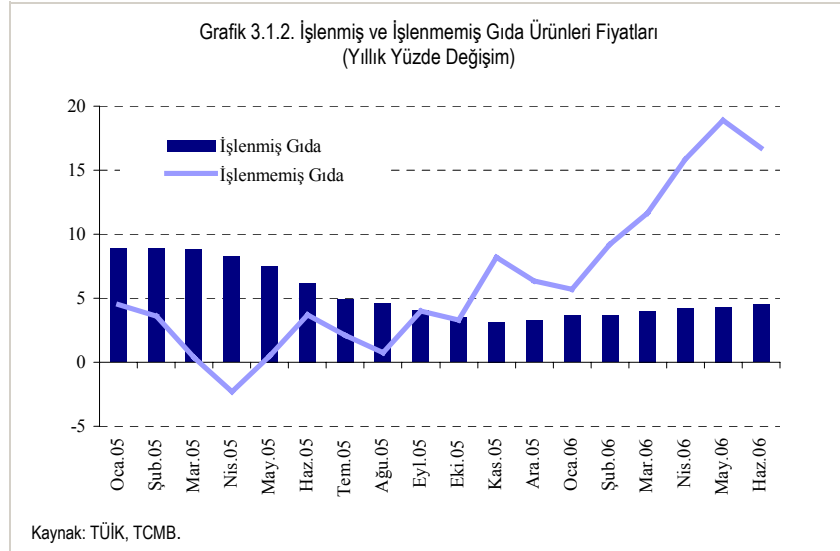
3.1. Enflasyon

2006 yılının ikinci çeyreği sonunda tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 10,12 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1). Böylelikle, yıllık enflasyon ikinci çeyrek itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. İkinci çeyrekte yıllık enflasyonun yükselmesinde etkili olan yurt içi faktörlerin başında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki arz yönlü gelişmeler gelirken, enerji ve altın fiyatlarının seyri uluslararası faktörler arasında yer almaktadır. Ayrıca, temelde küresel likidite koşullarındaki bozulmaya bağlı olarak Yeni Türk lirasında gözlenen değer kaybı bu yükselişte önemli rol oynayan bir diğer etken olmuştur.



2005 yılının son çeyreğinden itibaren artış eğilimine giren gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları, 2006 yılının ilk yarısında tüketici enflasyonunun seyri konusunda belirleyici olmuştur. Söz konusu harcama grubunda, artışın kaynağının belirlenebilmesi için grubun işlenmiş ve işlenmemiş gıda ayırımında değerlendirilmesi daha sağlıklı olacaktır. Grafik 3.1.2'den de görüleceği gibi, iki alt grubun fiyat davranışının belirgin biçimde farklılaştığı dikkat çekmektedir. İşlenmemiş gıda ürünleri grubu fiyatları 2005 yılının ilk beş aylık döneminde belirgin bir değişim göstermezken, 2006 yılının aynı döneminde yüzde 11,4 oranında artmıştır. İşlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarında 2005 yılının son aylarında başlayan bu belirgin yükseliş eğilimine

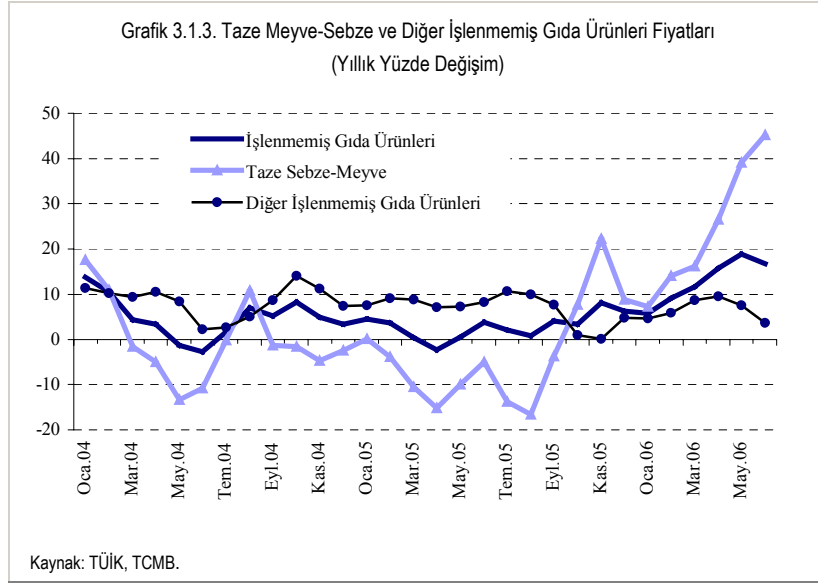
karşılık, talep gelişmelerine karşı daha duyarlı olması beklenen işlenmiş gıda ürünleri fiyat artışlarının sınırlı düzeyde gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.2).



İşlenmemiş gıda ürünlerindeki artış eğiliminde, temelde hava koşullarının etkili olduğu ürün rekoltesinin ve buna bağlı olarak taze meyve ve sebze fiyatlarında mevsim normallerinin üzerinde gerçekleşen yüksek oranlı artışların belirleyici olduğu düşünülmektedir. Taze meyve-sebze dışında kalan diğer işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarındaki artışın ise daha sınırlı oranda gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.3). Bu da, gıda fiyatlarındaki artışların temelde arz kaynaklı olduğuna işaret etmektedir. Taze meyve ve sebze fiyatlarındaki yüksek artışın 2005 yılının son çeyreği ile birlikte başladığı ve 2006 yılının ikinci çeyreğinde fiyatlarda gerileme olmasına rağmen bu gerilemenin mevsim normallerine kıyasla oldukça sınırlı oranda gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 3.1.1). Öte yandan, son bir yıllık dönemde taze meyve ve sebze fiyatları dışında kalan diğer işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarında gözlenen değişimlerde ise büyük oranda kümes hayvanları ve ürünlerinde gözlenen kuş gribi kaynaklı fiyat hareketlerinin belirleyici etkisi hissedilmektedir.

	I	II	III	IV
2004	13,7	-29,41	-4,41	27,18
2005	4,2	-24,98	-3,13	43,67
2006	11,23	-6,25		

Kaynak: TÜİK.

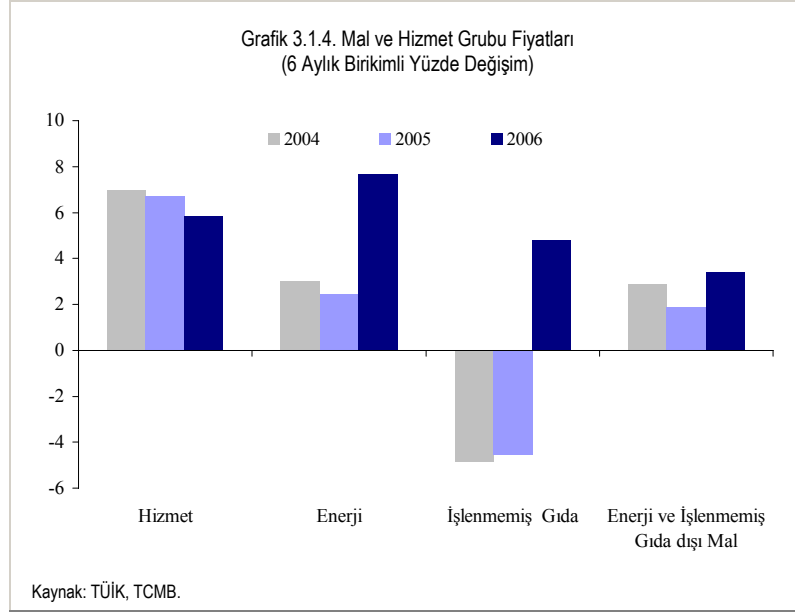


2006 yılının ikinci çeyreğinde uluslararası enerji fiyatlarında gerçekleşen yüksek oranlı artışlar, akaryakıt ve doğalgaz fiyat artışları kanalıyla tüketici fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Söz konusu fiyatlar, Mart ayından sonra dış piyasalarda artış eğilimine giren ham petrol fiyatlarının etkisi ile, Mayıs ayından itibaren ise döviz kuru gelişmeleri sonucunda yüksek oranlı artışlar göstermiştir. Haziran ayı sonunda tekrar yükselen uluslararası petrol fiyatlarının, önümüzdeki dönemde tüketici fiyatları üzerinde olumsuz etkilerinin gözlenmesi muhtemeldir. Diğer taraftan, enerji grubu içerisinde önemli bir paya sahip olan elektriğin fiyatında son yıllarda bir artış gözlenmemesi, gerek doğrudan gerekse maliyet kanalı ile tüketici enflasyonuna olumlu katkı yapmaya devam etmektedir.

Altın fiyatları, uluslararası piyasalardaki yükselişe ve döviz kurundaki artışa paralel olarak, yılın ikinci çeyreğinde de tüketici enflasyonunu olumsuz etkilemiştir. Tüketici fiyatları içinde önemli bir paya sahip olan altın fiyatlarının son bir yılda yaklaşık yüzde 60 oranında artması dikkat çekmektedir. Giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarında ise yılın ilk çeyreğinde gözlenen belirgin sezon sonu indirimlerinin ardından, ikinci çeyrekte benzer oranlarda yüksek artışlar gözlenmiş ve ilk altı aylık birikimli fiyat artışı yüzde 1,97 ile sınırlı bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının, önceki yıllarla karşılaştırılması, içinde bulunduğumuz yılda tüketici enflasyonu üzerindeki olumsuz etkilerini

daha net olarak ortaya koymaktadır (Grafik 3.1.4). İşlenmemiş gıda ve enerji dışında kalan malların fiyatları ise yılın ilk çeyreğinde önceki yılların altında artış gösterirken, yılın ikinci çeyreğinde özellikle YTL’de yaşanan değer kaybına paralel olarak önceki yılların üzerinde artış göstermiştir.

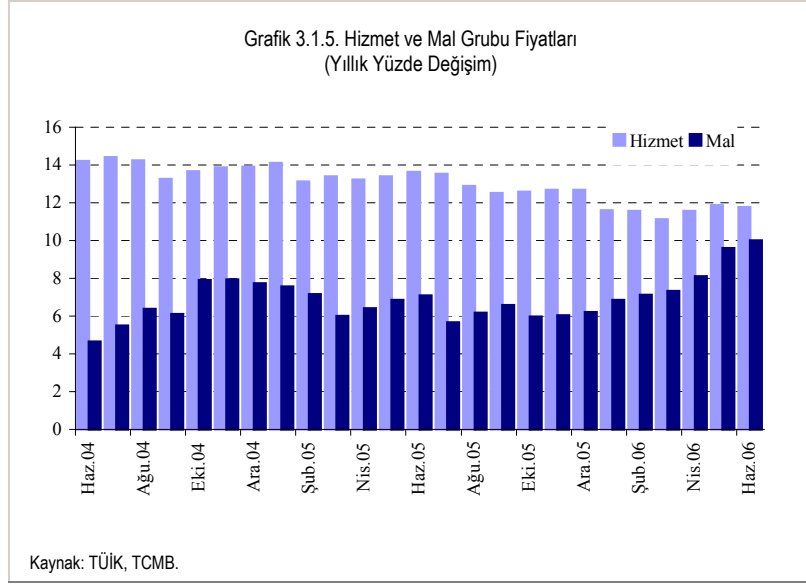


Hizmet grubu fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 3,36 oranında artmıştır. Söz konusu grupta yıllık fiyat artış oranı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük gerçekleşmekle birlikte, yüksek seyrini korumuştur (Tablo 3.1.2, Grafik 3.1.5).

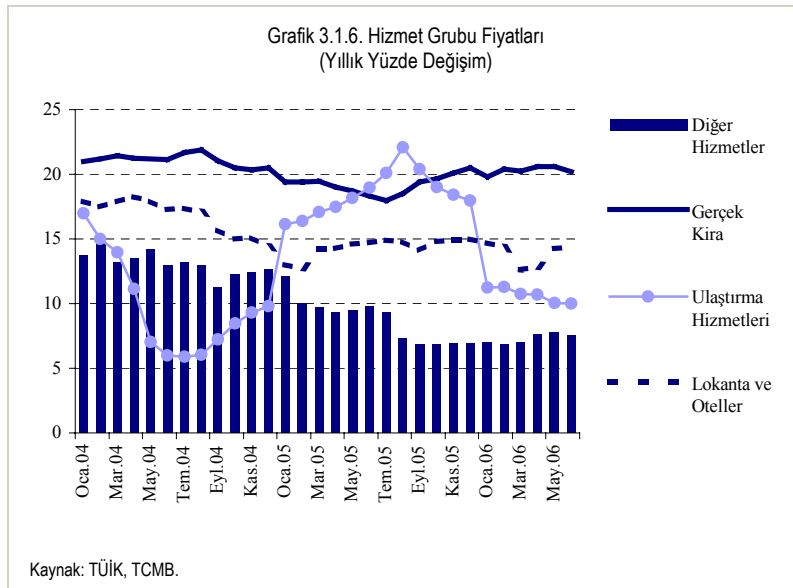
Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2005				Yıllık	2006	
	I	II	III	IV		I	II
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72	1,25	3,58
1. Mallar	-0,24	1,16	0,80	4,42	6,21	0,80	3,67
Enerji	1,73	0,73	3,81	1,20	7,65	2,63	4,94
İşlenmemiş Gıda	3,61	-7,87	0,25	11,12	6,34	8,81	-3,67
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-1,94	3,91	-0,05	3,79	5,71	-2,01	5,54
Dayanıklı Mallar	-0,37	3,61	-0,80	4,41	6,91	-1,66	8,69
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	1,86	3,66	-1,86	2,23	5,94	-3,04	5,40
Yarı Dayanıklı Mallar	-3,38	5,75	-1,10	3,76	4,85	-3,65	9,14
Dayanaksız Mallar	2,11	-2,58	2,60	4,91	7,07	4,64	-1,12
2. Hizmetler	3,85	2,77	3,65	1,87	12,68	2,41	3,36
Kira	4,26	3,74	7,06	4,04	20,48	4,08	3,69
Lokanta ve Oteller	5,19	2,65	3,29	3,09	14,98	3,02	4,25
Ulaştırma Hizmetleri	7,87	2,04	6,00	1,11	17,97	1,27	1,36
Diğer Hizmetler	1,75	2,73	1,72	0,56	6,92	1,80	3,32

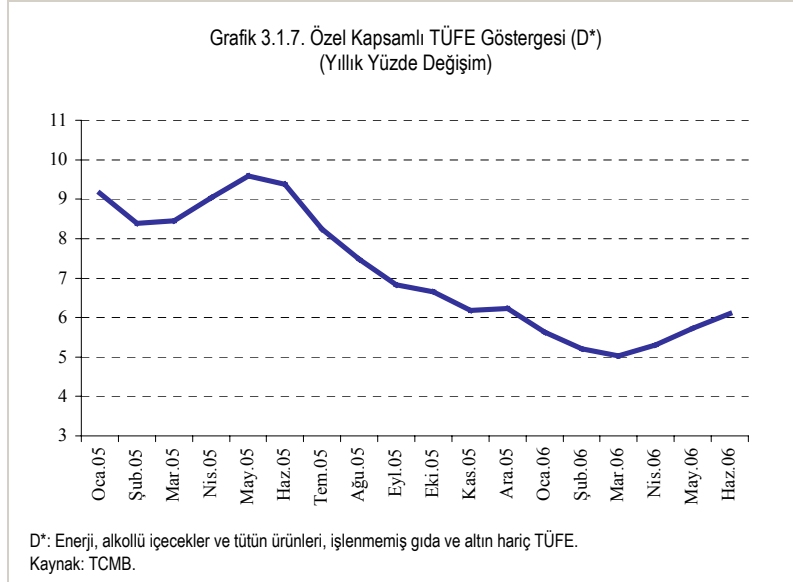
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Hizmet fiyat enflasyonundaki yüksek oranlı seyrin, özellikle yüksek yıllık artışlar gözlenen kira ve lokanta-otel grubu fiyatları kanalıyla, yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğü görülmektedir. Kiradaki yüksek yıllık artış oranları devam etmektedir. Lokanta ve otel grubunun yiyecek hizmetleri alt grubu enflasyonunda bir önceki yıla kıyasla bir yavaşlama gözlenirken, konaklama hizmetleri fiyatlarının ilk altı aylık artış hızının son iki yılın üzerinde olduğu dikkat çekmektedir. Ulaştırma hizmetleri fiyatlarının yıllık artış oranı bir önceki yılın altında seyredirken, söz konusu grup fiyatları akaryakıt fiyat gelişmelerine önemli ölçüde duyarlı olduğu için, bu grupta önümüzdeki dönemde fiyat artışları görülmesi muhtemeldir (Grafik 3.1.6).



Son iki ayda mali piyasalardaki dalgalanmalar neticesinde YTL’de yaşanan değer kayıplarının Mayıs ve Haziran aylarında tüketici fiyatlarına yansdığı görülmektedir. İlk etkiler, endeks içinde döviz cinsinden fiyatlanan mallar ile ithal mallar üzerinde görülmektedir. Nitekim bu kapsama giren akaryakıt, elektrikli eşyalar ve otomobil gibi dayanıklı tüketim malları ve altın kalemlerinde son dönemde yüksek fiyat artışları görülmüştür. İki aylık dönemde tüketici enflasyonuna yaklaşık 1,5 puanlık ek katkı getiren söz konusu doğrudan etkilerin kısa dönemde yavaşlayarak sürmesi beklenmektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde, mal grubu fiyatları artış hızı yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre belirgin oranda artarak yüzde 3,67 oranına ulaşmıştır (Tablo 3.1.2). Öte yandan, döviz kurundaki hareketlerin dolaylı etkilerinin ne ölçüde olacağını iç talebin seyri belirleyecektir.



Yılın ikinci çeyreğinde işlenmemiş gıda, enerji ve altın fiyatları tüketici fiyat artışı üzerinde belirleyici olduğundan, söz konusu kalemleri kapsayan özel kapsamlı göstergelerin yıllık artış oranlarında yükselmelerin olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, Merkez Bankasınca türetilen ve yukarıda değinilen etkiler ile alkollü içecekler ve tütün kalemini dışlayan Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi D* (ÖKTG-D*) endeksinde, Nisan ayından itibaren yıllık bazda artışlar gözlenmiştir. Bu artışlarda, Nisan ve Mayıs aylarında giyim ve ayakkabı grubunda gözlenen yeni sezon ürünlerindeki fiyat artışlarının etkisi hissedilmiştir. Giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarının son iki yıldaki gerçekleştirmeleri incelendiğinde, mevsimsel fiyat artış ve azalışlarının bir önceki seneyle kıyasla daha yüksek oranlarda gerçekleştiği dikkat çekmektedir. Nisan

ve Mayıs aylarında bir önceki seneye göre daha yüksek oranda artan söz konusu grup fiyatları, özel kapsamlı göstergelerin yıllık artış oranlarında geçici bir artışa sebep olmuştur. Bu bağlamda, Mayıs ayında gerçekleşen döviz kuru hareketleri öncesinde, ÖKTG-D* endeksinin yıllık artış oranının giyim ve ayakkabı grubu fiyat gelişmelerinin oluşturduğu geçici artış dışında sınırlı bir düzeyde olduğu, dolayısıyla enflasyonun ana eğiliminde yukarı yönlü bir hareket gözlenmediği belirtilmelidir (Grafik 3.1.7). Diğer taraftan, son dönemdeki döviz kuru gelişmeleri çerçevesindeki fiyat artışlarına bağlı olarak özel kapsamlı göstergelerin yıllık artış oranlarında bir hızlanma görülmektedir.

Tablo 3.1.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)

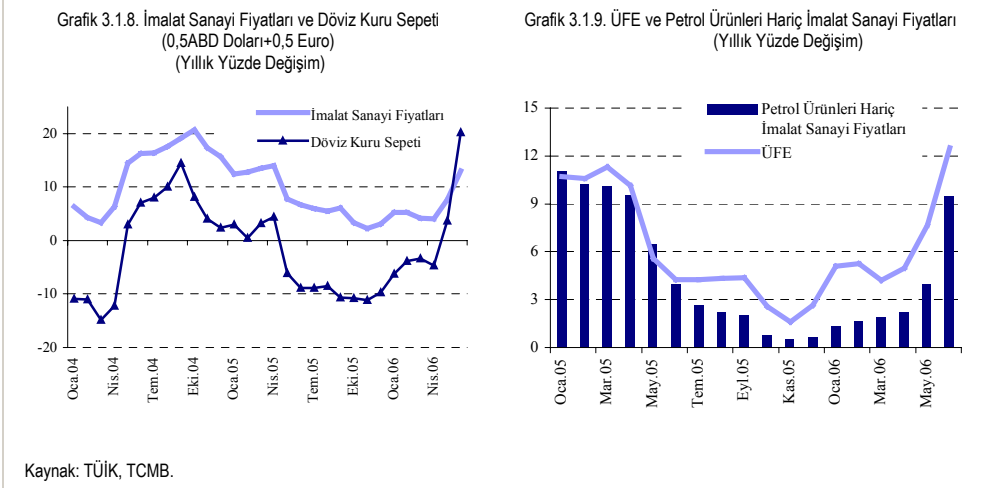
	2005					2006	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72	1,25	3,58
A. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE	2,06	1,84	2,75	1,48	8,39	2,31	2,79
B. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,37	2,95	1,58	2,68	7,78	0,12	4,79
C. Enerji hariç TÜFE	0,67	1,94	0,89	4,07	7,75	1,01	3,38
D. İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE	0,09	3,44	1,14	2,98	7,84	-0,38	4,77
E. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE	0,59	2,05	-0,16	4,00	6,58	0,74	3,62
F. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE	0,30	2,23	-0,33	4,45	6,75	1,75	3,82
G. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	-0,38	3,98	-0,32	3,25	6,61	0,26	5,59
D*. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ve altın hariç TÜFE.	0,17	3,70	-0,28	2,56	6,23	-0,96	4,76

Kaynak: TÜİK.

Döviz kuru gelişmeleri, üretici fiyatlarını tüketici fiyatlarına kıyasla daha hızlı ve yüksek oranlarda etkilemektedir. Nitekim, Mayıs ve Haziran aylarında imalat sanayi fiyatları döviz kurundaki artışlara çabuk tepki vermiş ve üretici fiyatlarının yılın ikinci çeyreğinde yüzde 8,98 oranında artmasıyla yıllık fiyat artışları hızla yükselmiştir (Grafik 3.1.8). Petrol ve emtia fiyatlarındaki artış döviz kuru gelişmeleri ile birleştiğinde imalat sanayi fiyatlarındaki yüksek artışı getirmiştir. Örneğin, 2006 yılı ikinci çeyreğinde, uluslararası metal fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlara ve döviz kurundaki hareketlere paralel olarak, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) içindeki ana metal sanayi fiyatlarında yüzde 41 oranında artış kaydedilmiştir. Temmuz ayı başında, uluslararası metal fiyatlarında alüminyum dışındaki metallerde gözlenen artış eğilimi, ana metal sanayi fiyatlarındaki artışların üçüncü çeyrekte de devam edebileceğini düşündürmektedir.

Ayrıca, 2006 yılı ikinci çeyreğinde doğalgaz fiyatlarında yüzde 12 oranında artış gözlenmesinin de sanayi sektöründe maliyetler üzerinde belirgin bir baskı oluşturabileceği dikkate alınmalıdır. Bütün bu gelişmeler sonrasında

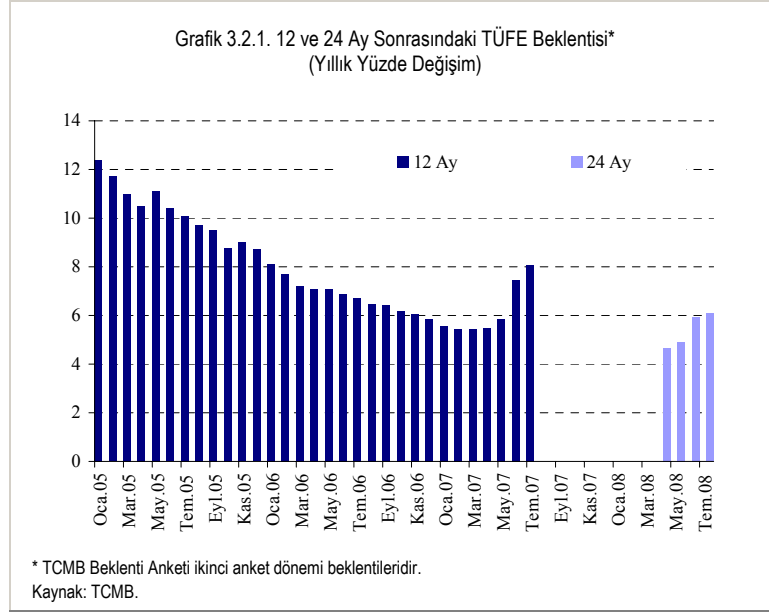
petrol ürünlerinin etkisi dışlandığında dahi imalat sanayi fiyatları yıllık artış hızının yükseliş eğilimine girdiği gözlenmektedir (Grafik 3.1.9). Bu gelişmenin tüketici enflasyonuna yansımalarının büyük oranda talep koşullarına ve hizmet enflasyonunun gelecekte izleyeceği seyre bağlı olacağı vurgulanmalıdır.



Üretici fiyatlarının, tüketici fiyatlarına oranla maliyet artışlarından daha fazla etkilenmesinin en önemli nedenlerinden biri vergi hariç derlenmesidir. Üretici fiyatları endeksinde petrol ürünleri için vergisiz rafineri çıkış fiyatları derlenmektedir. Rafineri çıkış fiyatı pompa satış fiyatının yaklaşık yüzde 25-35'ini oluşturduğu için, petrol ürünleri fiyatlarındaki artışlar ÜFE'ye ve TÜFE'ye aynı oranda yansımamaktadır. Örneğin, 2006 yılının ilk altı ayında benzinin fiyatı ÜFE içinde yüzde 62,2 oranında artarken, bu kalemdeki artış TÜFE içinde yüzde 15,9 ile sınırlı kalmıştır. Bu bağlamda, benzin maliyetleri açısından tüketicilerin karşılaştığı artış yüzde 62,2 oranından ziyade yüzde 15,9 ile sınırlı kalmaktadır. Dolayısıyla, üretici fiyatları üzerinden maliyete ilişkin değerlendirmeler yapılırken, söz konusu durumun da göz önünde bulundurulması faydalı olacaktır.

3.2. Beklentiler

2006 yılının ikinci çeyreğinde gerek dünya gerekse Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler doğrultusunda enflasyon beklentilerinin olumsuz etkilendiği görülmektedir. Beklentilerdeki bozulmanın başlangıcı TÜFE enflasyonunun Nisan ayında beklenenin üstünde gerçekleşmesi ile örtüşmektedir. Ancak, Nisan ayı enflasyon gelişmelerinde dışsal faktörler önemli ölçüde rol oynadığı için enflasyon beklentilerindeki bozulma sınırlı kalmıştır.



Öte yandan, Mayıs ayında mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalara paralel olarak YTL'nin değer kaybetmesi enflasyon beklentilerindeki bozulmanın temel kaynağını teşkil etmiştir. Gerek 12 ay gerekse 24 ay sonrası için oluşan enflasyon beklentileri Temmuz ayı itibarıyla orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerindedir. Ayrıca, beklentilerin standart sapmasının ortalamalardaki yükselişe oranla artması, enflasyon beklentilerindeki bozulmaya ilişkin bir diğer göstergedir (Tablo 3.2.1). Bekleyişlerin orta vadeli hedeflerle uyum arz etmesi, enflasyon gerçekleşmelerinin hedeflenen enflasyon rakamlarına yakınsaması açısından kritik önem taşımaktadır. Bu bakımdan, bekleyişlerin gelişimi dikkatle takip ve analiz edilmektedir.

Tablo 3.2.1. Yıllık TÜFE Enflasyon Beklentisi

Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu	12 Ay Sonrası		24 Ay Sonrası	
			Ortalama Beklenti	Standart Sapma/Ortalama Beklenti	Ortalama Beklenti	Standart Sapma/Ortalama Beklenti
Ocak-06	1	5,68	5,49	0,10		
	2	5,67	5,54	0,11		
Şubat-06	1	5,75	5,45	0,10		
	2	5,81	5,45	0,11		
Mart-06	1	5,8	5,46	0,10		
	2	5,78	5,44	0,09		
Nisan-06	1	5,76	5,41	0,10	4,64	0,11
	2	5,79	5,47	0,10	4,67	0,09
Mayıs-06	1	6,27	5,57	0,11	4,79	0,13
	2	6,75	5,83	0,15	4,93	0,16
Haziran-06	1	8,82	6,66	0,15	5,37	0,15
	2	9,78	7,48	0,16	5,95	0,20
Temmuz-06	1	10,17	7,89	0,16	6,13	0,19
	2	10,28	8,07	0,16	6,07	0,16

Kaynak: TCMB.

KUTU 3.1. FİYAT SEVİYESİ VE ENFLASYONUN OLASI ŞOKLAR KARŞISINDAKİ DAVRANIŞLARI

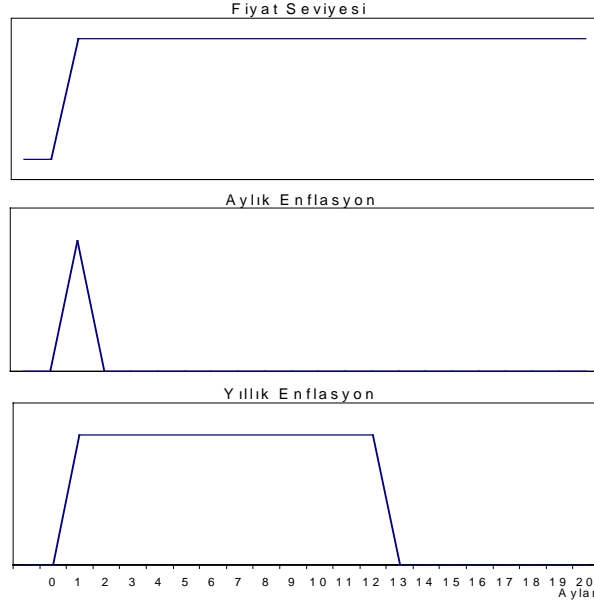
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde, öncesinde de olduğu gibi, enflasyon gelişmelerine ilişkin analiz ve değerlendirmelerini çeşitli yayımlar aracılığıyla kamuoyu ile paylaşmaktadır. Söz konusu değerlendirmelerde zaman zaman, gerçekleşen ya da olası şoklar karşısında fiyatlar genel seviyesi ve enflasyonun davranışına yönelik analizler yapılmakta, özellikle bu şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin ne kadar sürede ortadan kalkacağına ilişkin açıklamalara yer verilmektedir. Bu kapsamda, bu kutu ile ekonomide oluşabilecek çeşitli şokların, fiyat seviyesi, aylık ve yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin basit iki örnek durum aracılığıyla kamuoyuna açıklanması amaçlanmaktadır. Örneklerin ilkinde, tütün ürünlerinden alınan Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) oranında yaşanan bir kereye mahsus bir artışın fiyat seviyesi ve enflasyon üzerindeki etkisi incelenirken, ikinci örnekte YTL'de yaşanan bir değer kaybının fiyat seviyesi ile enflasyon üzerindeki birincil etkileri üzerinde durulmakta ve ikincil etkilerin ihmal edilebilir düzeyde olduğu varsayılmaktadır. Bu noktada, birincil ve ikincil etkilerin açıklanması faydalı olacaktır.

Birincil etkiler daha çok ithalat içeriği yüksek mallardaki fiyat ayarlamalarını kapsamaktadır. Ticarete konu olan ve olmayan mallar arasındaki görelî fiyatların değişmesi biçiminde öngörülen bu etkiler, enflasyonda geçici bir süre yükselişe neden olmakta ancak genel fiyatlandırma davranışlarında bir bozulmaya işaret etmediğinden orta vadeli enflasyon eğilimini değiştirmemektedir. Bu nedenle, orta vadeli perspektifle hareket eden merkez bankaları birincil etkilere tepki vermemektedir. İkincil etkiler ise fiyat artırma eğiliminin salt ithal içeriği yüksek mallarla sınırlı kalmayarak bütün ekonomiye yansımaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Fiyatlar genel seviyesinde sürekli bir artışa yol açabilecek böyle bir etki enflasyondaki yükselişin kalıcı bir görünüme kavuşması anlamına gelebilecek ve bu durumda enflasyonun tekrar düşürülmesi maliyetli olacaktır. Bu nedenle merkez bankaları döviz kurunun ya da petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki yansımalarını değerlendirirken ikincil etkilere özel önem atfetmektedir.

Örnek 1: Tütün Ürünlerinde Bir Kerelik ÖTV Artışı

Kutu 3.1 Grafik 1, tütün ürünlerinden alınan özel tüketim vergisinin bir defaya mahsus artırıldığı durumda fiyat seviyesi ve enflasyon oranlarının izleyeceği güzergahı göstermektedir. Bu noktada üzerinde durulması gereken bir husus, bu örnekteki söz konusu vergi artışının sadece içinde bulunulan ayın fiyatlarını etkileyip, gelecek dönemdeki aylık enflasyonlara etkisinin olmayacağıdır. Grafiklerde sunumu basitleştirme amacıyla uzun dönem denge enflasyon değerinin sıfır olduğu varsayımında bulunulmuştur.

Kutu 3.1. Grafik 1. Fiyat Seviyesi ve Enflasyonun Tütün Ürünlerindeki Bir Kerelik ÖTV Artışı Neticesindeki Davranışı

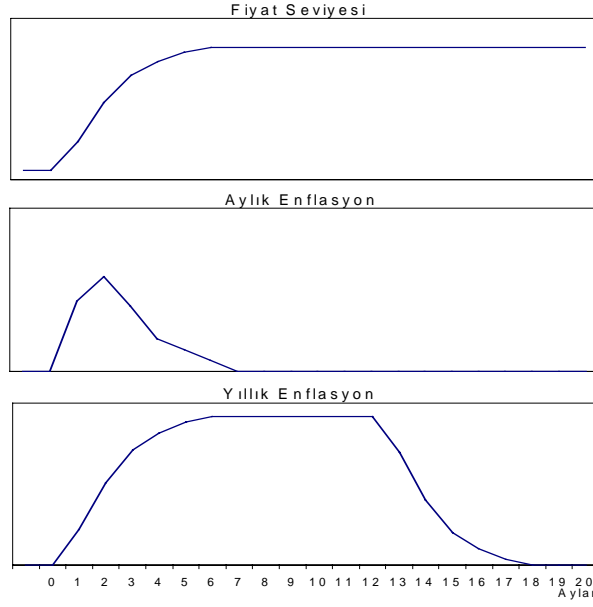


Grafik'ten görüldüğü gibi, fiyat seviyesi sadece artışın gerçekleştiği ayda bir kereye mahsus bu artıştan etkilenmekte, aylık enflasyon fiyatlardaki artışa paralel olarak birinci ayda belirgin bir artış göstermektedir. Öte yandan, tütün ürünlerindeki vergi kaynaklı artışın etkisiyle yıllık enflasyon on iki ay boyunca uzun dönem denge değerinin üzerinde kalmakta, tekrar uzun dönem denge değerine döndüğü on üçüncü ayda yıllık enflasyon üzerinde bir kerelik azaltıcı yönde bir baz etkisi gözlenmektedir. Bu basit örnek, 2005 yılı Temmuz ayı sonundaki tütün ürünleri vergisi artışından sonra yıllık enflasyonun 2006 yılı Ağustos ayı sonuna kadar bir yıllık süre boyunca nasıl etkilendiğini açıkça ortaya koymaktadır.

Örnek 2: YTL'de Bir Kerelik Değer Kaybı

Kutu 3.1. Grafik 2'de YTL'de bir kereye mahsus bir değer kaybının etkileri özetlenmektedir. Bu örnekte, ikincil etkilerin sınırlı kalacağı varsayımı altında, enflasyon üzerindeki birincil etkilerin ekonomideki kademeli fiyat oluşumu (staggered price setting) dahilinde 6 aylık bir döneme yayılacağı varsayılmıştır. Bu basit egzersizden iki temel çıkarıma gitmek mümkündür: (i) İkincil etkilerin ihmal edilebilecek bir düzeyde olduğu bir durumda, YTL'deki bir kerelik bir değer kaybının enflasyon üzerindeki etkisi geçici olacaktır. (ii) Fiyat seviyesi üzerindeki bir etkinin T ayda (örneğimizde 6 ay) azalarak sona ereceği düşünüldüğünde, aylık enflasyon T ay kadar etkilenmekte, yıllık enflasyon ise uzun dönem denge değerinin T+12 ay (örneğimizde 18 ay) kadar üzerinde kaldıktan sonra denge değerine geri dönmektedir. Dolayısıyla, diğer bütün koşullar aynı iken, yıllık enflasyonun tekrar hedefe dönmesi 18 ay kadar sürmektedir. Bu basit egzersiz, YTL'de yaşanan önemli bir değer kaybı neticesinde yıllık enflasyonun tekrar hedefe yakınsamasının neden bir yıldan daha uzun süre aldığına açıklık getirmektedir. Emtia ya da petrol fiyatlarındaki önemli bir artışın fiyat seviyesi ve enflasyon üzerindeki etkilerinin de bu örnekteki benzer sonuçlar doğurabileceği, ancak söz konusu şokların fiyatlar üzerindeki etkisinin muhtemelen çok daha kısa bir süre içinde tamamlanacağı belirtilmelidir.

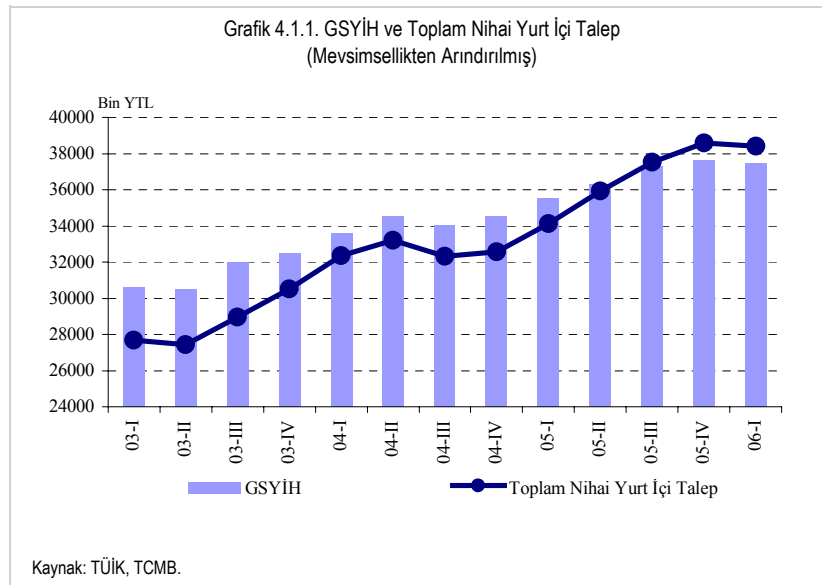
Kutu 3.1. Grafik 2. Fiyat Seviyesi ve Enflasyonun YTL'deki Bir Kerelik Değer Kaybı Neticesindeki Davranışı



4. Arz ve Talep Gelişmeleri

4.1. Arz-Talep Dengesi

GSYİH 2006 yılının ilk üç aylık döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 6,4 oranında artış göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre ise, GSYİH bir önceki döneme göre yüzde 0,4 oranında gerilemiştir. Böylelikle, ekonomik faaliyetlerde geçen yılın son çeyreğinde gözlenen yavaşlama 2006 yılının ilk çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 4.1.1).



Ekonomik büyüme üretim yönünden incelendiğinde, sanayi sektörü katma değerinin, Ocak ayındaki olumsuz performansın etkisiyle, düşük bir oranda arttığı görülmektedir. Tarım sektörü katma değerinde sınırlı oranda artış görülürken, hizmetler sektörü katma değeri yüzde 6,7 oranında artmıştır. İnşaat sektörü, yüzde 25,9 oranında büyüyerek hizmetler sektörü büyümesinin sürükleyicilerinden biri olmaya devam etmiştir.

Talep bileşenleri açısından incelendiğinde, 2006 yılının ilk üç aylık döneminde GSYİH büyümesine en yüksek katkıyı 6,7 puan ile özel yatırım harcamalarının yaptığı görülmektedir. Söz konusu katkının 5,3 puanlık kısmı makine-teçhizat, kalan kısmı ise inşaat yatırımlarına atfedilebilir. Bu dönemde kamu yatırımları da yüksek bir oranda artarak büyümeyi desteklemeye devam etmiştir.

Özel tüketim harcamaları ise yıllık bazda yüzde 8,4 gibi yüksek oranlı bir artış sergilemesine karşın, mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki döneme göre sınırlı bir gerileme göstermiştir. Bu gelişme, gerek dayanıklı mallar gerekse yarı-dayanıklı ve dayanıksız mallar talebindeki düşüştür kaynaklanmıştır.

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri
(Sabit Fiyatlarla, Yıllık Yüzde Değişim)

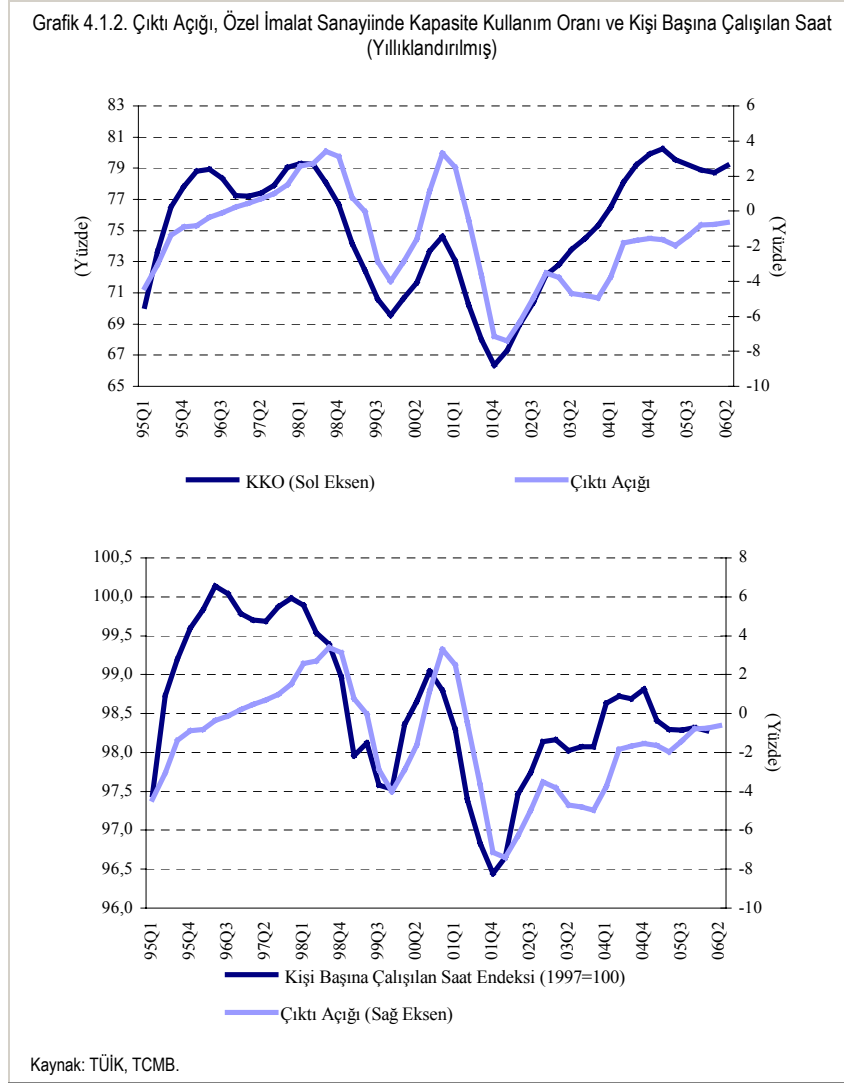
	2004					2005					2006	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
1-Tüketim Harcamaları	11,6	15,4	5,9	4,7	9,0	4,1	3,9	9,8	14,1	8,1	8,4	
Kamu	2,6	-7,8	-7,0	11,1	0,5	4,4	4,0	3,2	0,0	2,4	8,1	
Özel	12,4	18,4	7,3	3,6	10,1	4,1	3,9	10,4	16,7	8,8	8,4	
Dayanıklı Tüketim Mal.	48,0	61,4	28,9	-5,7	29,7	3,2	2,9	26,0	31,3	15,0	13,5	
Gıda	5,3	2,6	0,0	5,4	2,8	3,3	8,6	10,8	8,7	8,2	6,5	
Yarı Day. ve Dayanıksız	8,2	36,8	18,3	16,3	18,8	9,0	3,0	3,7	39,6	12,9	12,8	
2-Sabit Sermaye Yatırımları	57,6	47,4	26,1	11,2	32,4	10,3	20,0	30,6	33,0	24,0	30,5	
Kamu	-5,9	-8,7	-10,8	0,9	-4,7	30,7	30,2	38,2	17,1	25,9	34,6	
Özel	65,5	63,1	38,9	17,7	45,5	8,8	18,4	29,0	41,6	23,6	30,2	
3- Stok Değişimi*	2,5	1,4	-1,2	2,5	1,1	0,6	-0,7	-3,0	-6,3	-2,5	-4,4	
4-Mal ve Hizmet İhracatı	10,9	17,2	8,2	14,4	12,5	14,0	6,7	3,9	10,9	8,5	3,5	
5-Mal ve Hizmet İthalatı	31,3	32,7	16,1	19,6	24,7	10,6	9,1	11,2	15,3	11,5	8,2	
6-Toplam Yurt İçi Talep	20,6	21,4	8,1	8,5	14,1	5,6	6,8	10,9	11,6	8,8	8,5	
7-Toplam Nihai Yurt İçi Talep	19,8	22,9	9,9	6,3	14,1	5,5	8,4	14,5	19,1	12,1	13,8	
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	11,8	14,4	5,3	6,3	9,0	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4	6,4	

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde.
Kaynak: TÜİK.

Gerek tüketim gerekse yatırım talebindeki yüksek oranlı yıllık artışlar sonucunda, toplam nihai yurt içi talep bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 13,8 oranında artmıştır (Tablo 4.1.1). Üç aylık dönemler itibarıyla incelendiğinde ise, yatırım harcamalarındaki güçlü büyüme eğilimine karşın tüketim talebindeki düşüş, toplam nihai yurt içi talebin bir önceki döneme kıyasla gerilemesine neden olmuştur (Grafik 4.1.1).

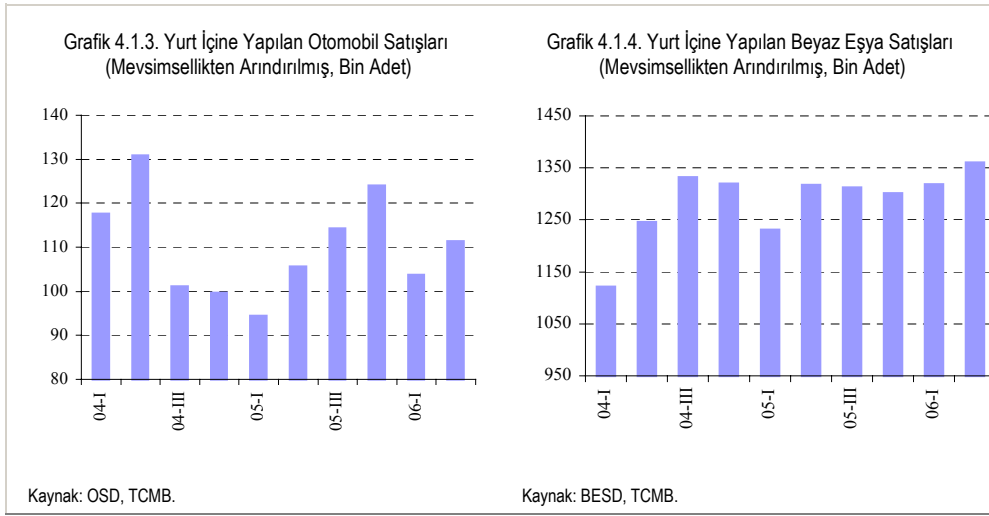
Bu bilgiler ışığında, 2006 yılı ilk yarısına ilişkin arz-talep gelişmeleri enflasyon açısından değerlendirilmeden önce geçmiş dönem analizlerimize temel oluşturan bazı noktalara değinmekte fayda görülmektedir. Bir önceki raporda toplam nihai yurt içi talep ve GSYİH'deki hızlı büyümeye karşın, mevcut üretim eğiliminin fiyatlar üzerinde baskı yaratmayan bir düzeyi ifade ettiği belirtilmişti. Nitekim, sözü edilen dönemde gerek çıktı açığı tahminleri gerekse imalat sanayi kapasite kullanım oranı ve kişi başına çalışılan saat gibi göstergeler aşırı bir ısınmaya yönelik sinyal vermemekteydi (Grafik 4.1.2). Çıktı açığının, enflasyondaki düşüş sürecine katkısının önceki dönemlere kıyasla azaldığı da ayrıca vurgulanmıştı. Bununla birlikte, Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda hızlı ekonomik büyümenin enflasyon açısından risk oluşturmadığı tespitinin ardındaki iki temel unsurun, ekonomideki yapısal dönüşüm ve yatırımlardaki hızlı büyüme ile desteklenen verimlilik artışlarının yanı sıra Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu olduğu

vurgulanmıştı. Ancak Mayıs ayı ortalarından bu yana finansal piyasalarda gözlenen dalgalanmalar bu değerlendirmeyi yeniden gözden geçirme gereksinimi doğurmuştur. Dolayısıyla, yukarıda sıralanan unsurların, bir önceki rapordan bu yana ne ölçüde değiştiğinin irdelenmesi faydalı olacaktır.



2006 yılı ilk çeyreğinde yurt içi talep kompozisyonu, yatırım harcamaları lehine gelişmiştir. Aynı dönemde, imalat sanayi kısmi emek verimliliğindeki artışlar da sürmüştür. Dolayısıyla, enflasyona düşüş yönünde katkıda bulunan unsurlardan verimlilik gelişmelerindeki olumlu seyir sürmektedir. Ancak, içinde bulunduğumuz dönemde, YTL'deki hızlı değer kaybına bağlı olarak maliyet koşulları belirgin biçimde değişmiştir. Diğer bir ifadeyle, YTL'nin yabancı para birimleri karşısındaki konumunun enflasyondaki düşüş sürecine verdiği *doğrudan* destek ortadan kalkmış ve reel faizlerdeki yükselişe karşın

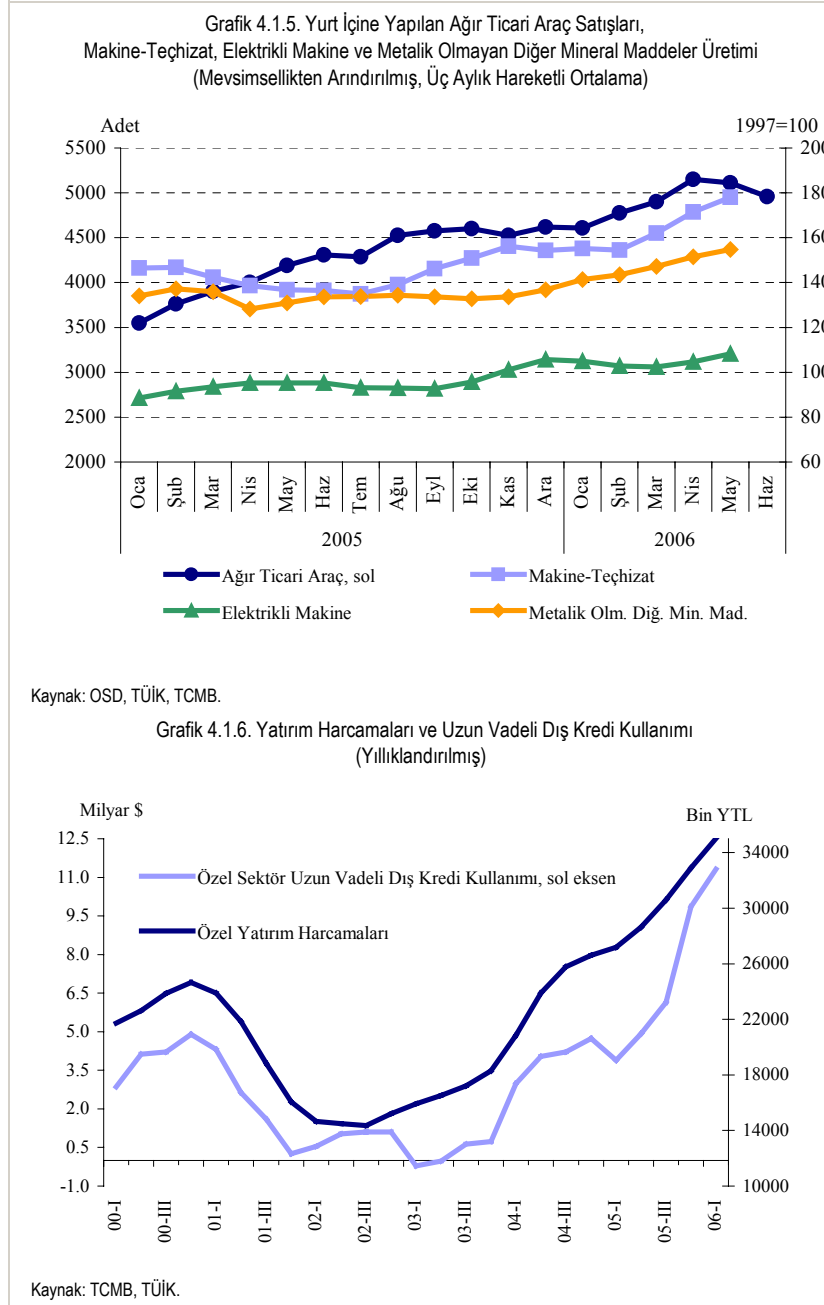
parasal durum, enflasyona olumsuz yönde etki yapar bir konuma gelmiştir. İmalat sanayi kısmi emek verimliliğindeki artışların 2006 yılının ilk çeyreğinde de sürmesi, birim işgücü maliyetlerindeki düşüş eğiliminin devamını sağlasa da, söz konusu düşüş ithal girdi maliyetlerindeki yüksek oranlı artışı telafi edecek düzeyde olmayacaktır. Nitekim, TCMB İYA ortalama birim maliyet göstergesinin gelecek üç aylık eğilimi Mayıs ve Haziran aylarında hızlı bir şekilde artmıştır. Bahsedilen maliyet koşullarındaki bozulmanın, faizlerdeki artış ve YTL'deki değer kaybının talebe yapması beklenen daraltıcı etki doğrultusunda, orta vadede enflasyonist olmayacağı düşünülmektedir.



2006 yılının ikinci çeyreğinde, reel tüketici kredisi kullanımı aylık ve yıllık bazda yüksek oranlı artışlarını sürdürmüştür. Mevsimsellikten arındırılmış otomobil ve beyaz eşya yurt içi satışları bir önceki çeyrekteki düzeylerinin üzerindedir (Grafik 4.1.3, Grafik 4.1.4). Bunun yanı sıra, ithalat verileri de tüketim talebinin ikinci çeyrekte nispeten güçlenmekte olduğu yönünde sinyaller içermektedir. Bütün göstergeler bir arada değerlendirildiğinde, yılın ilk çeyreğindeki yavaşlamanın ardından, ikinci çeyrekte tüketim harcamalarının bir ölçüde hızlandığı söylenebilir.

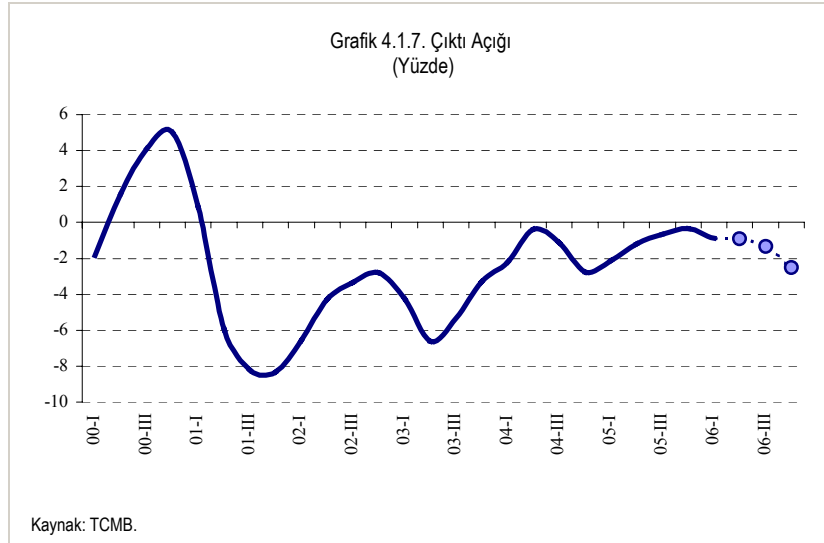
Öte yandan, yatırım talebine ilişkin göstergeler yılın ikinci çeyreğinde de güçlü seyrini korumuştur. Sermaye malları ithalatı artış eğilimini sürdürürken, imalat sanayi alt gruplarından makine-teçhizat, elektrikli makine ve büro makineleri sektörlerinde üretim büyümesi Nisan ve Mayıs aylarında oldukça yüksek oranlı olmuştur (Grafik 4.1.5). Haziran ayındaki hızlı gerilemeye karşın yurt içine yapılan ağır ticari araç satışları yılın ikinci çeyreğinde bir önceki dönemin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.5). Buna ek olarak, yurt dışından

sağlanan uzun vadeli kredi kullanımı da güçlü yatırım eğilimini destekler niteliktedir (Grafik 4.1.6). Makine-teçhizat yatırımlarına ilişkin göstergelerin yanı sıra, inşaat sektörüne ara girdi sağlayan metalik olmayan diğer mineral maddeler sektöründeki üretim gelişmeleri inşaat sektöründeki canlılığın sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.1.5).



Özetle, tüketim ve yatırım harcamalarına ilişkin güncel göstergeler, ekonomik faaliyette 2005 yılının son ve 2006 yılının ilk çeyreklerinde gözlenen

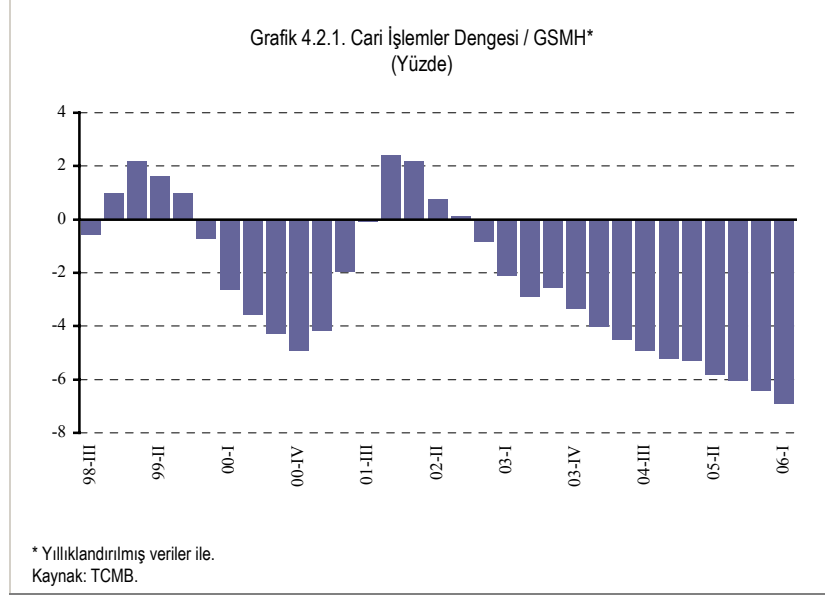
yavaşlamanın ardından, yılın ikinci çeyreğinde büyümenin yeniden hız kazandığına dair sinyaller içermektedir. Ancak, önceki raporlarda da vurgulandığı gibi, yatırım kaynaklı büyümenin güçlü seyrediyor olması, yurt iç talepteki canlılığın enflasyonist risk taşımamasını engelleyen önemli bir unsurdur. Ayrıca, Mayıs ayı ortalarından bu yana finansal piyasalarda gözlenen dalgalanmanın yarattığı belirsizlik ortamının yılın ikinci yarısında yurt içi talebi olumsuz etkilemesi ve büyüme eğilimini yavaşlatması beklenmektedir. Nitekim, TCMB İYA göstergelerinden iç piyasa sipariş ve satış göstergelerinin gelecek üç aylık eğilimleri Mayıs ve Haziran aylarında sert düşüşler sergilemiştir. Yurt içine yapılan taşıt araç satışları Haziran ayında bir önceki aya kıyasla hızlı bir biçimde gerileyerek bu göstergeleri desteklemiştir. Bu çerçevede, talep koşullarındaki orta vadeli eğilimin, enflasyonu düşüş yönünde desteklemeye devam edeceği düşünülmektedir. Zira, çıktı açığı tahminlerinden de görüldüğü üzere, talep koşullarının enflasyona yaptığı düşüş yönlü katkının, yılın ikinci yarısında artması beklenmektedir (Grafik 4.1.7).



4.2. Dış Talep

Cari işlemler açığı, 2006 yılı Ocak-Mayıs döneminde 16,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiş ve yılın ilk çeyreği itibarıyla, yıllık bazda GSMH'nin yüzde 6,9'una ulaşmıştır (Grafik 4.2.1). İthalatın ihracattan hızlı artmaya devam etmesi sonucu artan dış ticaret açığı cari işlemler açığının artmasında etkili olmuştur. Ocak-Mayıs döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre, turizm gelirleri yüzde 3,1, turizm giderleri ise yüzde 11,7

oranında gerilemiş ve dolayısıyla net turizm gelirleri yüzde 0,1 oranında azalmıştır.

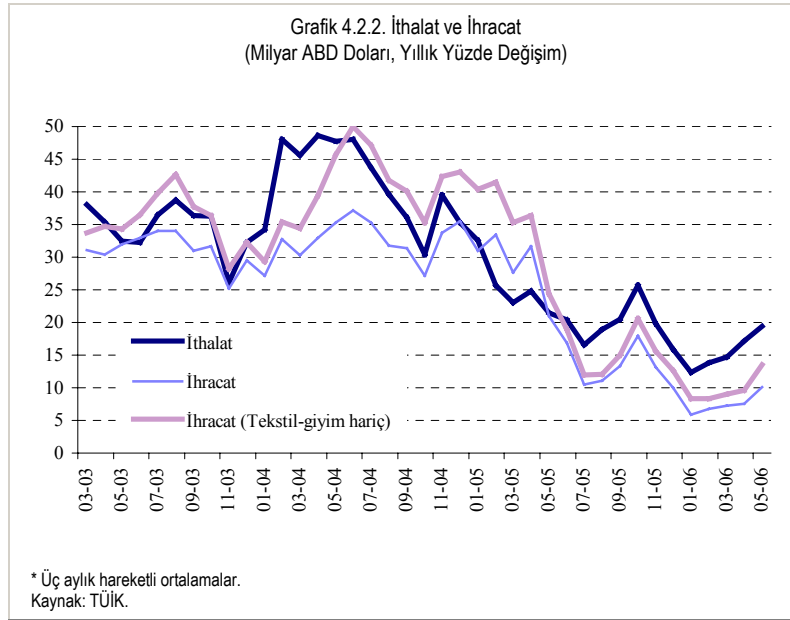


2005 yılının ikinci yarısında gerilemeye başlayan ithalat ve ihracat artış oranlarının son dönemde tekrar yükselmeye başladığı görülmektedir (Grafik 4.2.2). İhracat içinde önemli paya sahip olan tekstil ve giyim sektörlerindeki ihracat, yılın ilk dört aylık dönemindeki gerilemenin ardından, genel ihracat performansının altında kalmakla birlikte, Mayıs ayında artmıştır. Taşıt araçları, makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihazlar, haberleşme cihazları gibi sermaye yoğun sektörlerin Mayıs ayı ihracat artışları, genel ihracat performansında etkili olmuştur. Haziran ayına ilişkin Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verileri, sektörler arası dağılımda Mayıs ayına kıyasla önemli bir değişiklik olmadan toplam ihracat artışının hızlanarak devam ettiğine işaret etmektedir.

Mayıs ayında yaşanan dalgalanma sonrası YTL'nin değer kaybetmesinin ihracat performansını yılın ikinci yarısında artırması ve toplam ihracatın yıl sonu hedefini aşması beklenmektedir. Bununla birlikte, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü bünyesinde sürdürülen çalışma¹ sonuçlarına göre, imalat sanayi genelinde ithal hammadde giderleri, toplam giderler içinde

¹ Karadaş, E., Mutluer, D., Barlas Özer, Y., Aysoy, C., (2006) "Türkiye'de İmalat Sanayindeki Firmaların Fiyatlandırma Davranışı", TCMB Çalışma Tebliği, No:06/02.

yüzde 36,1 ile en yüksek payı oluşturmaktadır (Kutu 4.1).² Üretimde ithal girdilerin önemli bir paya sahip olması nedeniyle, ulaşım araçları, metal ana sanayi ve işlenmiş metal ürünleri, elektrikli ve optik aletler gibi sektörler başta olmak üzere, YTL'deki değer kaybının, ithal hammaddelerden yerli hammaddelere ikame sınırlı olacağı için, ihracat üzerindeki etkisinin orta vadede sınırlı olacağı düşünülmektedir. Uzun vadede, kur değişimlerinin sağladığı avantajlardan ziyade, verimlilik kazanımları ve yüksek katma değer üreten teknoloji ve sermaye yoğun sektörlerle yoğunlaşma, ihracat artışlarının sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır.



İthalatın kompozisyonu incelendiğinde, petrol ürünleri hariç ara malı ithalatı, yılın ilk çeyreğindeki düşük oranlı artıştan sonra, sanayi üretimindeki canlanmaya paralel olarak, Nisan ve Mayıs aylarında yüzde 9,5 ve 25,1 oranlarında artmıştır. Petrol fiyatlarının ara malı ithalatını artırıcı etkisi bu dönemde de devam etmiştir. Yılın ilk çeyreğinde yüksek oranda artan tüketim ve yatırım malları ithalatı Nisan-Mayıs döneminde, mevsimsellikten arındırılmış verilerle önceki döneme göre gerilemiş ancak, yıllık bazda büyümeye devam etmiştir. Tüketim malları ithalatında, önceki yıldaki düşük performans nedeniyle görülen baz etkisi, söz konusu malların ithalatının yıllık olarak yüksek oranda artmasında etkili olmuştur.

² Söz konusu çalışma, ağırlıklı olarak iç piyasaya yönelik üretim yapan firmaları incelemektedir. İhracatçı firmalarda ithal girdi oranının iç piyasaya yönelik üretim firmalara yakın olduğu varsayılmıştır.

YTL'deki değer kaybının ithalat üzerindeki etkisinin yılın ikinci yarısında belirginleşmesi beklenmektedir. Ancak, ara malları ithalatının, ihracat ve üretimdeki artışlar ile petrol fiyatlarındaki artışların devamıyla birlikte önemli oranda yavaşlaması mümkün görülmemektedir. Sermaye ve özellikle tüketim malları ithalatının ise iç talepteki daralma ve göreceli fiyat avantajının kaybolmasıyla birlikte gerilemesi beklenmektedir.

Mevcut veriler ışığında, cari işlemler açığının 2006 ve 2007 yıllarında, GSMH'ye oran olarak 2005 yılına kıyasla gerilemesi beklenmektedir. Öte yandan, 2005 yılında 8,6 milyar ABD dolarına ulaşan doğrudan yabancı sermaye gelirlerinin 2006 yılında, hız kazanan özelleştirme, şirket birleşme ve satın almaları nedeniyle, daha da artması beklenmektedir. Sonuç olarak, cari işlemler açığının ekonomideki kırılmalıkları artırıcı etkisinin azaldığı düşünülmektedir (Kutu 4.2).

4.3. İşgücü Maliyetleri

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan "İmalat Sanayinde Çalışanlar, Üretimde Çalışılan Saat ve Kısmi Verimlilik Endeksi" sonuçlarına göre 2006 yılının ilk üç aylık döneminde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,7 oranında azalmıştır (Tablo 4.3.1). Bu dönemde gerek kamu gerek özel sektör imalat sanayi istihdamında gerileme devam etmiştir.

Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2004		2005				2006	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
İstihdam⁽¹⁾	2,0	1,9	-1,7	-1,8	-1,1	-0,7	-1,7	
Kamu	-11,0	-10,2	-7,1	-8,6	-7,2	-8,3	-3,7	
Özel	3,6	3,2	-1,2	-1,1	-0,4	0,1	-1,5	
Ücret⁽²⁾	2,5	3,2	2,1	1,6	0,7	1,9	0,1	
Kamu	4,7	8,7	5,4	9,0	8,4	7,9	-4,2	
Özel	4,8	3,5	2,0	1,0	-0,1	1,6	1,1	
Verimlilik⁽³⁾	7,3	5,1	4,3	6,1	8,4	6,0	4,8	
Kamu	10,5	7,0	11,8	15,5	9,8	10,9	-1,6	
Özel	8,0	6,1	3,5	5,2	8,8	5,9	5,9	
Kazanç⁽⁴⁾	1,3	2,8	2,7	2,5	0,8	2,2	-0,6	
Kamu	3,2	10,6	3,5	8,8	3,0	6,3	-3,7	
Özel	4,3	2,9	3,2	2,0	1,3	2,4	0,4	

(1) TÜİK İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.

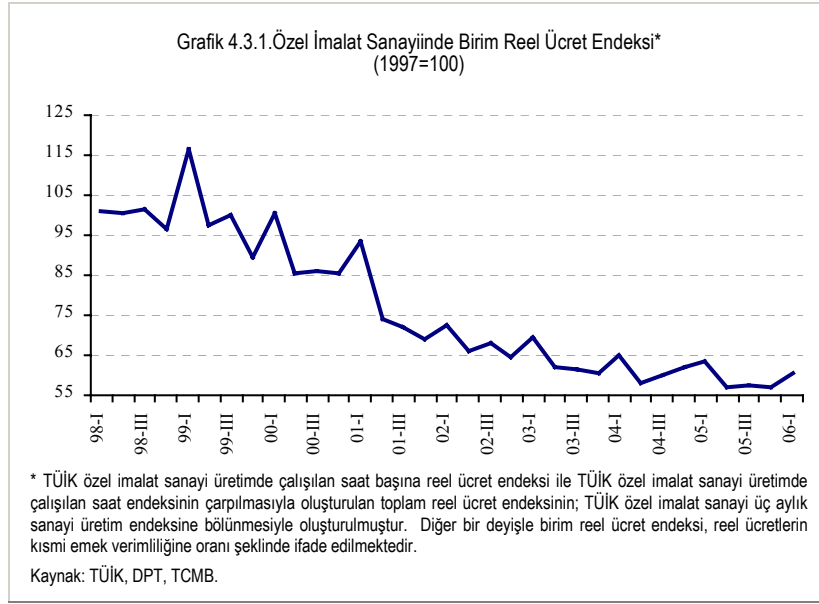
(2) TÜİK Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

(3) TÜİK Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

(4) TÜİK Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

2006 yılı ilk çeyreğinde çalışılan saat başına kısmi verimlilik endeksi bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,8 oranında artmıştır. Bu dönemde kamuda verimlilik düşmüş, özel sektörde ise artmaya devam etmiştir. İlk

çeyrekte, çalışılan saat başına reel ücretler toplam imalat sanayinde yüzde 0,1 ve özel imalat sanayinde yüzde 1,1 oranında artarken kamu imalat sanayinde yüzde 4,2 oranında gerilemiştir. Özel imalat sanayinde, verimlilik artışlarının devam etmesi ve ücretlerdeki artışın sınırlı kalması sonucu, reel birim ücretlerdeki gerilime sürmüştü ve bu dönemde reel birim ücretler bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,6 oranında gerilemiştir (Grafik 4.3.1).



TÜİK tarafından açıklanan milli gelir istatistiklerine göre 2006 yılı birinci çeyreğinde gayri safi sabit sermaye oluşumu yüksek oranda artmaya devam etmiştir. Yatırımlarda uzun süredir gözlenen yüksek oranlı artışların katkısıyla, verimlilik artışlarının devam edeceği düşünülmektedir. Dolayısıyla, yüksek reel ücret artışlarının gerçekleşmediği varsayımıyla, reel birim ücretlerin önümüzdeki dönemde de enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının sürmesi beklenmektedir. Ayrıca, YTL'deki değer kaybıyla beraber, reel birim ücretlerin yabancı paralar cinsinden düşük seviyesinin firmaların ihracat piyasasındaki rekabetçi konumlarına katkıda bulunacağı ve bu durumun ihracata olumlu katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu bağlamda, 2007 yılına ilişkin ücret düzenlemeleri önem taşımaktadır. 2006 yılında, ortalama memur maaşında yüzde 12,7³, asgari ücrette ise yüzde 8,7 oranında artış yapılmıştır. 2005 yılı Temmuz ayında imzalanan toplu iş sözleşmesine göre, kamu işçi ücretlerine 2006 yılının ilk ve ikinci yarısında yüzde 3 oranında zam yapılması, ancak ilgili dönemlerde TÜFE'nin zam

³ 2006 yılının ilk ve ikinci altı aylık dönemleri için yapılan yüzde 2,5 oranlardaki ücret zamları ile ek ücret almayan memur ücretlerinde yılın ilk ve ikinci yarısı için yapılan 40'ar YTL'lik iyileştirmeler sonucu gerçekleşen ortalama memur maaş artışı.

oranlarını aşması durumunda, birinci altı ay farkın yüzde 80'i, ikinci altı ay farkın tamamının ücretlere yansıtılması kararlaştırılmıştır.⁴ Dolayısıyla, 2006 yılında memur maaşlarında reel olarak artış, kamu işçi ücretlerinde ise düşük bir oranda gerileme beklenmektedir. 2007 yılında, kamu kesimi tarafından belirlenen ücret ve maaşların enflasyon hedefiyle uyumlu olması, enflasyon beklentilerinin hedefe yakınsaması açısından önem taşımaktadır.

⁴ Söz konusu sözleşme gereği, kamu işçi ücretlerine 2006 yılı Temmuz ayında yaklaşık yüzde 4,5 oranında zam yapılmıştır.

KUTU 4.1. FİRMALARIN FİYATLAMA DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİNE YÖNELİK ANKET ÇALIŞMASI SONUÇLARI¹

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesiyle, eldeki bilgi setinin güçlendirilmesi ve aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına yönelik çalışmaların yapılması daha da önem kazanmaya başlamıştır. Bu kapsamda, Bankamız 2005 yılı içerisinde "Firmaların Fiyatlama Davranışlarının İncelenmesine Yönelik Bir Anket Çalışması" yapmıştır. Bu çalışma ile temel olarak firmaların fiyatlama kararlarını nasıl oluşturduklarının ve firmaların ürün fiyatlarını etkileyebilecek çeşitli değişikliklere nasıl tepki verdiklerinin araştırılması ile çeşitli teoriler ışığında fiyat katılığının sınanması amaçlanmıştır.

Örneklem

Anketin çerçevesini oluşturmak üzere TCMB 2003 yılı Sektör Bilançoları veri tabanı kullanılmış ve söz konusu veri tabanından imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren, 2000 yılı veya öncesinde kurulmuş, kooperatif, vakıf ve kamu kuruluşları dışında kalan 3,606 firma kapsam içine alınmıştır. Örneklem yöntemi olarak kesme (cut-off) yöntemi kullanılmış ve her sektördeki toplam net satışların yaklaşık yüzde 70'ini gerçekleştiren 628 firmayla yüz yüze, geri kalan 2,978 firmayla da posta yoluyla anket uygulanmasına karar verilmiştir. Cevaplanma oranı yüz yüze ve posta gruplarında sırasıyla yüzde 52,7 ve yüzde 22,4 olarak gerçekleşmiştir. Elde edilen cevaplar firmaların net satışlarıyla ağırlıklandırılarak değerlendirilmeye alınmıştır.

Giderlerin Kompozisyonu ve Endeksleme

Firmanın fiyatlama politikasının ve çeşitli şoklara verebileceği olası tepkilerin daha iyi anlaşılabilmesi için toplam giderlerin kompozisyonunun bilinmesi oldukça önemlidir. Buna yönelik olarak, firmaların esas faaliyet giderlerinin kompozisyonu incelendiğinde, en yüksek payın ortalama yüzde 36,1 ile ithal hammadde ve malzeme giderlerine (yurt içindeki firmalardan satın alınanlar dahil) ait olduğu görülmektedir (Kutu 4.1 Tablo 1). Yerli hammadde ve malzeme giderleri ise esas faaliyet giderlerinin ortalama yüzde 32,6'sını oluşturmaktadır. Toplam işgücü giderleri (SSK primi, vb. dahil) yüzde 11,6, elektrik, doğalgaz ve su giderleri yüzde 6,6, diğer giderler ise yüzde 13,1'lik paya sahiptir. Üretiminde ithal hammadde kullanımı ağırlıklı olan sektörler elektrikli ve optik aletler sanayi, kauçuk ve plastik ürünleri sanayi ile ana metal sanayi sektörleri iken, yerli hammadde kullanımının ağırlıklı olduğu sektörler olarak gıda, mobilya ve başka yerde sınıflandırılmamış diğer imalat sanayi ile ağaç ve ağaç ürünleri sanayi sektörleri öne çıkmaktadır.

Enflasyon dinamikleri açısından önemli olduğu düşünülen endeksleme davranışının sektörler itibarıyla ne derece yaygın bir uygulama olduğunu görmek ve endeksleme yapılan değişkenleri belirleyebilmek için bir soru oluşturulmuştur. Ankette endeksleme, bir ürünün fiyatının belirli bir değişkene katı bir şekilde bağımlı olması ve o ürünün YTL cinsinden fiyatına söz konusu değişkendeki değişimlerin tamamının gecikmesiz olarak yansıtılması şeklinde düşünülmüştür.

¹ Buradaki sonuçlar Karadağ ve diğerleri (2006)'nin kısa bir özeti şeklindedir. Daha ayrıntılı incelemeler için söz konusu kaynağa başvurulabilir.

Kutu 4.1. Tablo 1'in en sağındaki sütunda fiyatları belli bir değişkene endeksli olan firmaların oranı verilmektedir. Buna göre firmaların yüzde 36,4'ünün endeksleme yaptığı görülmektedir. Anketin yüz yüze yapıldığı firmalar sektörel olarak incelendiğinde, endekslemenin en yoğun olduğu sektörler arasında ana metal sanayi, elektrikli ve optik aletler sanayi, kauçuk ve plastik ürünleri sanayi ile tekstil ve tekstil ürünleri sanayi sektörleri öne çıkmaktadır. Endekslemenin yaygın olduğu sektörlerin tümünde fiyatların büyük oranda ABD doları ve euroya endeksli olduğu görülmektedir. Ayrıca, üretiminde ithal hammadde kullanımının ağırlıklı olduğu sektörlerde endeksleme davranışlarının da yaygın olduğu görülmektedir.

Sektörler	İthal Hammadde ve Malzeme	Yerli Hammadde ve Malzeme	Toplam İşgücü Giderleri	Elektrik, Doğalgaz ve Su Giderleri	Diğer Giderler	Endeksleme Yapan Firmaların Oranı
El. ve Opt. Aletler	64,7	14,4	8,8	2,6	9,5	50,2
Kauçuk ve Plastik	53,9	17,9	9,9	5,2	13,1	50,0
Ana Metal	50,4	24,2	7,8	8,7	8,9	71,0
Kimya	46,9	17,0	14,0	5,9	16,3	37,4
Ulaşım Araçları	46,8	31,6	7,8	1,7	12,1	21,8
Deri	45,9	19,7	17,0	6,1	11,3	41,3
Makina	36,1	33,6	11,3	5,3	13,8	13,2
Kağıt	34,0	26,5	13,0	7,3	19,3	22,6
Tekstil	27,0	35,1	15,8	8,6	13,6	49,4
Ağaç	24,7	51,3	9,9	9,7	4,5	34,3
Mob. San. ve BYS	22,8	52,7	13,6	3,4	7,4	27,2
Gıda	18,5	54,8	9,8	4,6	12,4	8,6
Diğ. Metal Dışı Mad.	8,1	33,5	17,7	19,2	21,5	29,1
Toplam	36,1	32,6	11,6	6,6	13,1	36,4

Pazardaki Rekabet Durumu ve Firmanın Konumu

Pazardaki rekabet durumu, firmanın pazar payı ve pazardaki konumu fiyatlama politikaları üzerinde etkili olan diğer başlıca unsurlardır. İmalat sanayi genelinde, firmalar yurt içinde yaklaşık 6 firma ile rekabet halinde olduklarını ve yurt içindeki pazar paylarını yaklaşık olarak yüzde 22,5 olarak belirtmişlerdir (Kutu 4.1 Tablo 2). Ayrıca, firmaların yüzde 46,9'u pazarda en büyük firma olduğunu, yüzde 35,7'si ilk dört firma, yüzde 10,8'i ilk sekiz firma arasında yer aldığını, yüzde 6,7'si ise ilk sekiz firma arasında yer almadığını belirtmiştir. Pazarda en büyük olduklarını belirten firmaların yurt içinde yaklaşık 5 firma ile rekabet halinde oldukları görülürken, beklenildiği gibi pazardaki sıra geriledikçe rakip sayısının da arttığı gözlenmektedir. Yurt içi pazarda lider konumda olduklarını belirten firmaların ana ürünlerinin pazar payı yaklaşık yüzde 35,0 iken, firmaların pazardaki konumu geriledikçe, rekabet halinde olunan firma sayısına benzer olarak, ana ürünün pazar payı da düşmektedir.

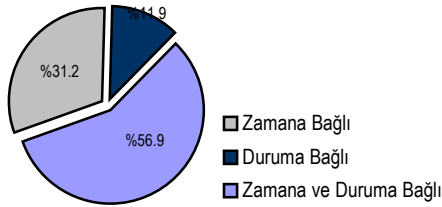
Pazar Payı Açısından Firmanın Konumu	Rekabet Halinde Olunan Firma Sayısı	Ana Ürünün Pazar Payı (%)	Tüm Firmalar
En Büyük Firma	5,0	35,0	46,9
İlk Dört Firma Arasında	6,0	17,5	35,7
İlk Sekiz Firma Arasında	12,0	8,0	10,8
İlk Sekiz Firma Arasında Değil	20,0	2,3	6,7
Tüm Firmalar	6,0	22,5	

¹Çarpık dağılım nedeniyle ortanca kullanılmıştır.

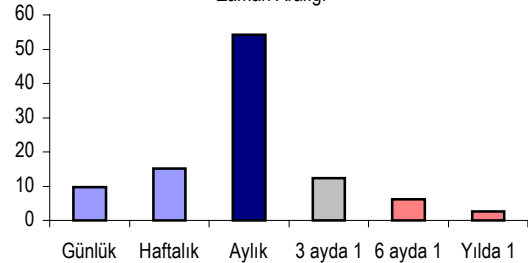
Fiyatların Gözden Geçirilme ve Değiştirilme Sıklıkları

Fiyat ayarlamalarının genelde iki aşamalı olarak yapıldığı düşünülür. İlk aşamada, fiyatların mevcut talep ve maliyet koşullarıyla uyumlu olup olmadığının değerlendirildiği fiyat gözden geçirmeleri yapılmakta, ikinci aşamada ise gerek görülmesi durumunda fiyatlar fiili olarak değiştirilmektedir. Literatürde fiyat gözden geçirmelerine yönelik olarak zamana ve duruma bağlı politikalar olmak üzere iki yaklaşım bulunmaktadır. Zamana bağlı politikalarda, fiyatlar ekonomideki değişimlere tepki vermeksizin önceden belirlenen belirli zaman aralıklarıyla gözden geçirilmektedir. Bu politikada ardışık iki fiyat gözden geçirme arasında geçen süre fiyatların enflasyon karşısındaki aşınmasına, dolayısıyla enflasyon oranına bağlı olarak belirlenmektedir. Duruma bağlı politikalarda ise, fiyat gözden geçirmelerinin yapıldığı belirli zaman aralıkları bulunmamakta, fiyat gözden geçirmelerinin zamanlamasını gözden geçirmeye sebep olabilecek büyüklükteki şoklar belirlemektedir. Anket sonuçlarına göre, firmaların yüzde 31,2'si zamana bağlı, yüzde 11,9'u duruma bağlı ve yüzde 56,9'u ise hem zamana hem de duruma bağlı politikaları tercih etmektedirler (Kutu 4.1 Grafik 1). Diğer bir deyişle, normal zamanlarda firmaların yüzde 88,1'i zamana bağlı politikayı, yüzde 11,9'u duruma bağlı politikayı seçerken, ekonomide bir çok meydana gelmesi durumunda ise söz konusu oranlar sırasıyla yüzde 31,2 ve yüzde 68,8 olarak değişmektedir. Normal koşullarda zamana bağlı politikayı tercih eden firmalara fiyatlarını hangi sıklıkla gözden geçirdikleri sorulmuştur. Kutu 4.1. Grafik 2'den görüldüğü üzere, firmaların yüzde 78,9'unun fiyatlarını aylık ya da daha sık gözden geçirdiği gözlenmektedir. Bu sonuçlarla uyumlu olarak firmalar, son on iki ayda fiyatlarını yaklaşık olarak 12 defa gözden geçirdiklerini ve bunun 4'ünün fiyat değişimiyle sonuçlandığını belirtmişlerdir.

Kutu 4.1 Grafik 1. Gözden Geçirme Politikası



Kutu 4.1 Grafik 2. Ana Ürün Fiyatını Gözden Geçirme Zaman Aralığı



Fiyatlama Politikası

Ankete katılan firmalardan ana ürünlerinin fiyatını belirlerken uyguladıkları fiyatlama politikasına ilişkin olarak oluşturulan seçenekleri değerlendirmeleri istenmiştir. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, firmaların ağırlıklı olarak değişken bir kar marjı uygulayarak fiyatlarını belirledikleri veya fiyatlarını oluştururken sektörlerindeki belli başlı birkaç firmayı göz önüne aldıkları görülmektedir (Kutu 4.1 Tablo 3). Bu seçeneklere ilişkin önem düzeylerinin çok yüksek olmaması, seçeneklerden sadece birinin firmaların en çok önem verdiği fiyatlama politikasını yansıtmada yetersiz olduğunu, firmaların bu politikalarından birini katı bir şekilde uygulamaktansa bunların birkaçını aynı anda göz önüne aldıklarını göstermektedir.

Firmalar, fiyat belirlerken kabaca maliyet tabanlı ya da piyasa koşullarını göz önüne alan politikalar uygulayabilirler. Sonuçlar, firmaların büyük ölçüde maliyet tabanlı fiyatlamayı yaptıklarını, fakat kar marjını belirlerken de pazar koşullarını göz önünde bulundurduklarını göstermektedir. Firmaların ana ürünlerindeki pazar payı açısından buldukları konum ile fiyatlama politikaları arasındaki ilişkiyi incelemede Kutu 4.1 Tablo 3'ten yararlanılabilir. Buna göre, sabit kar marjı uygulamasının, ilk sekiz firma arasında yer almadığını belirten firmalar arasında en yaygın olduğu görülmektedir. Bu da, küçük ölçekli firmaların, fiyatı belirlemek için yapmaları gereken, rakip ürünlerin fiyatlarının ve talebin takip edilmesi gibi faaliyetlerin getireceği maliyeti karşılamak yerine, ortalama birim maliyetin üzerine belirli bir kar marjının eklenmesiyle oluşturdukları fiyatı tercih ettiklerini göstermektedir. Ayrıca, değişken kar marjı uygulaması her dört gruptaki firmalar için geçerli olsa da, kendilerini pazardaki en büyük firma olarak niteleyen ya da ilk dört firma arasında gören firmalarda daha yaygın bir uygulama olarak ortaya çıkmaktadır.

Kutu 4.1 Tablo 3. Pazardaki Konuma Göre Uygulanan Fiyatlama Politikalarına İlişkin Önem Düzeyleri¹

Pazar Payı Açısından Firmanın Konumu	Oligopolistik Fiyatlama	Değişken Kar Marjı Uygulaması	Sabit Kar Marjı Uygulaması	Tam Rekabetçi Fiyatlama	Müşteri Odaklı Fiyatlama	Düzenleyici Kurumların Fiyatlaması
En Büyük Firma	48,3	51,3	24,5	13,3	10,3	4,7
İlk Dört Firma Arasında	52,1	48,3	31,3	29,7	19,5	2,9
İlk Sekiz Firma Arasında	48,0	37,9	29,1	33,0	13,3	12,7
İlk Sekiz Firma Arasında Değil	38,5	43,2	41,6	37,9	19,3	13,2
Tüm Firmalar	48,9	48,4	28,5	22,7	14,5	5,7

¹ Önem düzeyi, 0 ile 100 arasında değerler almaktadır. Değer 0'a yaklaştıkça ilgili faktörün katılımcılar için hiç önemli olmadığını, 100'e yaklaştıkça ise tamamen önemli olduğunu göstermektedir.

Fiyat Değişimleri

Ankette, firmaların fiyatlarını değiştirmelerine neden olabilecek olası faktörler verilerek katılımcılardan bunların kendileri için ne kadar önemli olduklarının değerlendirilmesi istenmiştir. Buna göre, firmaların fiyatlarını artıran faktörler arasında maliyetlerdeki artışların, beklenildiği gibi, en önemli faktör olduğu görülmektedir. Maliyet artışlarının yanında döviz kurlarındaki, rakiplerin fiyatlarındaki ve talepteki artışların da fiyatları artırmada etkili olan diğer önemli faktörler olduğu gözlenmektedir. Firmaların fiyatlarını düşürmede etkili olan başlıca faktörlerin ise yine maliyet veya talepteki azalışlarla rakiplerin fiyatlarındaki azalışlar olduğu görülmektedir.

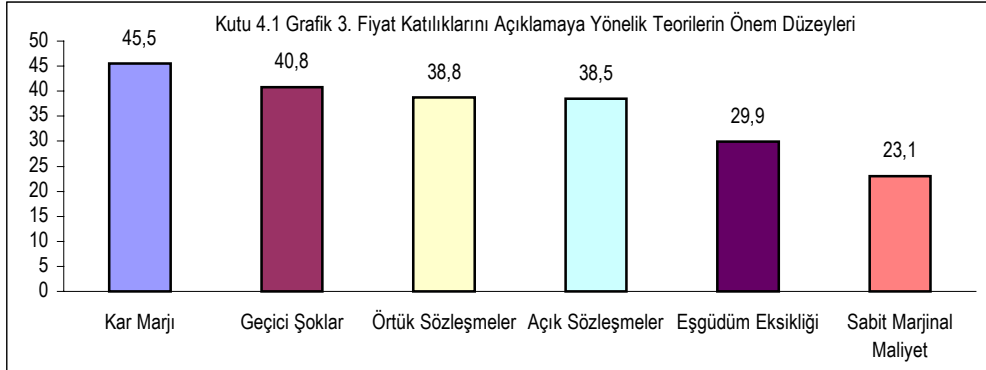
Fiyatlama anketlerinde incelenen en önemli konulardan biri maliyet ve talepteki aşağı veya yukarı yönlü şoklara karşı firmaların verdikleri tepkilerde asimetri olup olmadığıdır. Anket sonuçlarına göre, maliyetlerdeki değişimler fiyatları düşürmeye kıyasla artırmada daha etkilidir. Talepte ise tersi bir durum gözlenmekte, yani firmalar talepteki düşümlere, artışlara kıyasla daha duyarlı davranmaktadırlar. Fiyat artırmada en etkili unsur olan maliyetlerde belirgin bir artış veya düşüş olması durumunda, firmaların bunu ürün fiyatına yaklaşık bir ay içinde yansıttığı gözlenmektedir.

Benzer şekilde, talepte bir artış veya düşüş olması ile firmaların bunu fiyatlarına yansıtma süreçleri arasında geçen süre, maliyet değişimlerini fiyatlara yansıtma sürelerine eşit olup 30 gündür.

Maliyetlerde döviz kuru kaynaklı bir artış olması durumunda uygulanan en yaygın politikanın, son fiyat ayarlamasından itibaren döviz kurlarındaki artış belli bir oranı aşmadığı sürece fiyatları değiştirmemek olduğu görülmektedir. Ana ürün fiyatının döviz kuru değişimlerine duyarlı olduğunu söyleyen katılımcılara, döviz kurunda gözledikleri artış ya da azalışları fiyatlarına yansıtma süreçlerine ilişkin sorular sorularak fiyatlara yansıtma sürecinde asimetriğin olup olmadığı araştırılmıştır. Sektörel farklılıklar bulunmakla birlikte, katılımcılar döviz kurunda gözledikleri yaklaşık yüzde 7,5'lik bir artışı (yüzde 7,0'lik bir azalış) fiyatlarını gözden geçirmek için yeterli bulduklarını, döviz kurunun bir ay süreyle bu seviyede kalması durumunda ise fiyatlarını yaklaşık yüzde 5,0 oranında arttırdıklarını (yüzde 4,0 oranında düşürdüklerini) belirtmişlerdir.

Fiyat Katılıkları

Ankette son olarak, firmaların fiyatlarını değiştirmek isteseler bile değiştiremedikleri durumları ifade eden fiyat katılıklarının olası nedenlerini açıklamaya yönelik olarak ortaya atılan teorilerin incelenmesine çalışılmıştır. İktisat yazınında, menü maliyetleri teorisinden firmalar arası eşgüdüm eksikliği teorisine kadar bu konuda birçok teori ortaya atılmıştır. Bu teorilerin fiyat katılıklarının nedenlerine dair verdikleri cevaplar ve bunların makroekonomik etkileri farklı olduğu için, hangi teorilerin daha açıklayıcı olduğunun anlaşılması önem taşımaktadır.



Fiyat katılıklarını açıklamaya yönelik teorilerin önem düzeylerine bakıldığında, kar marjı teorisinin en yüksek değeri aldığı görülmektedir (Kutu 4.1 Grafik 3). Bu teoriye göre, firma fiyatlarını belirlerken enflasyonu ve maliyetlerindeki artış eğilimini düşünerek bir kar marjı belirlemiş ise, firma maliyetlerinde bir artış olsa bile bunu hemen fiyatlarına yansıtmayıp, kar marjındaki erimenin belli bir seviyeye ulaşmasını bekleyebilir. Bu teorisinin önemli çıkması, firmaların maliyet artışlarına karşı hemen fiyat artırımlarını gerektirmeyen ve kendilerine belli bir hareket alanı bırakan bir kar marjıyla çalıştıkları şeklinde yorumlanabilir.

Ayrıca, bu teörinin yaygın kabul görmesi, firmaların küçük ve sık fiyat değiştirmeleri yerine daha seyrek ve daha büyük fiyat artışlarını tercih ettiklerine de işaret edebilir.

Fiyatları bir süre sonra tekrar yükseltme ihtimali varsa talep veya maliyetler azalsa bile fiyatların düşmeyebileceğini belirten teori sıralamada ikinci olmuştur. Bu sonuç, enflasyonist bir ortamda firmaların fiyatlarını normalde düşürmelerini gerektirecek durumlarda, bunu yapmayı enflasyonun söz konusu nedenleri etkisiz hale getirmesini beklediklerini göstermektedir. Enflasyonun belirgin olarak hissedildiği bir ortamda, geçici şoklar teörisinin önemli çıkması şaşırtıcı olmamıştır. Her şeyden önce, firmalar açısından fiyatlarını aşağı çekebilecekleri bir çok olsa dahi, mümkünse fiyatları indirmek daha istenilen bir durumdur. Burada önemli olan söz konusu çok karşısında firmanın fiyatını düşürmek zorunda kalacağı bir mekanizmanın işleyip işlemediğidir. Enflasyonist bir ortamda bu mekanizmanın işleyişi zayıfladığı için firmalar fiyatlarını geçici olduklarını düşündükleri şoklar karşısında düşürebilmektedirler.

Sıralamadaki üçüncü ve dördüncü teoriler, açık ve örtük sözleşmeler teorileri olmuştur. Bu iki teoriye atfedilen önemler arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için, ikisi arasında tam bir sıralama yapmak mümkün değildir. Firmaların yurt içindeki pazar payı açısından konuları geriledikçe açık sözleşmelerin daha fazla önem kazandığı görülmektedir. Bu durum, firma büyüklüğü arttıkça firmaların müşterileriyle ikili ilişkilere girmektense daha kurumsal politikalar geliştirmeyi tercih ettikleri şeklinde yorumlanabilir.

Eşgüdüm eksikliği ve sabit marjinal maliyet teorilerinin fiyat katılıklarını açıklamada gerek tüm firmalar bazında gerekse sektörel bazda kabul görmediği görülmektedir. Bununla birlikte, eşgüdüm eksikliği teörisinin firmanın pazardaki konumu geriledikçe, rakip sayısı arttıkça veya pazar payı düştükçe daha önemli olduğu gözlenmektedir. Bu durum, pazardaki konumu veya pazar payı açısından geri sıralardaki firmaların fiyat ayarlamalarına giderken, rakip firmaları diğer firmalara kıyasla daha fazla dikkate aldıklarını göstermektedir.

Genel olarak bakıldığında, fiyat katılıklarına ilişkin altı teori arasında ilk sırayı alan kar marjı teörisine ilişkin önem düzeyinin 45,5 olması, ilk sıradaki teörinin içerdiği açıklamaya bile katılımcıların çok yüksek önem atfetmediklerini göstermektedir. Bu durum seçilen teorilerin muhtemel fiyat katılıklarını açıklamada uygun olmadığı şeklinde yorumlanabileceği gibi, katılımcılar için fiyat katılıklarının henüz çok önemli olmadığı şeklinde de yorumlanabilir. Firmaların uzun yıllardır enflasyonist bir ortamda faaliyet gösterdikleri düşünöldüğünde, firmaları fiyatlarını değiştirmeye yöneltecek olası sebepler karşısında, katılık teorilerinde belirtilen sebeplerden dolayı fiyatların değiştirilmemesinin sağladığı faydaya kıyasla, kaybettirdiklerinin çok daha fazla olduğu düşünölebilir.

Kaynak:

Karadaş, E., Mutluer, D., Barlas Özer, Y., Aysoy, C., (2006) "Türkiye'de İmalat Sanayindeki Firmaların Fiyatlama Davranışı", TCMB Çalışma Tebliği, No:06/02.

KUTU 4.2. ULUSLARARASI ENERJİ FİYAT ARTIŞLARI VE CARİ İŞLEMLER HESABINA ETKİLERİ

2005 yılının ardından, 2006 yılının ilk beş ayında da cari işlemler açığındaki artış eğilimi devam etmiş ve yıllıklandırılmış verilere göre Mayıs ayı itibarıyla 28,7 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. Ancak, Mayıs ayında mali piyasalarda başlayan dalgalanmalar neticesinde Türk lirasındaki değer kaybının ve yükselen faizlerin, yılın geri kalanında yurt içi talebin olumsuz etkilenmesine neden olacağı düşünülmektedir. Buna bağlı olarak, dış ticaret ve cari işlemler açığının 2006 yılının ikinci yarısından itibaren daralması beklenmektedir. Özellikle, faiz ve kur hareketlerine görece olarak daha duyarlı olduğu düşünülen ve 2005 yılının ikinci yarısında yüksek oranlı artışlar gösteren sermaye ve tüketim malı ithalatının, 2006 yılının aynı döneminde gerileyeceği tahmin edilmektedir. Ancak, aynı dönemde, ara malı ithalatının yüksek enerji fiyatları nedeniyle artmaya devam etmesi beklenmektedir. Bu kutuda, son yıllarda cari işlemler açığının genişlemesinde önemli bir faktör olan enerji fiyat artışlarının etkisi incelenecektir.

Uluslararası piyasalarda, yüksek küresel büyüme sonucu artan talep, sınırlı yedek kapasite ile İran, Nijerya ve Venezuela gibi petrol üreticisi ülkelerdeki belirsizliklere bağlı üretim kesintileri, ham petrol fiyatlarının son yıllarda hızlı yükseliş göstermesine neden olmuştur. 2003 yılında ortalama 28,8 ABD doları olan Brent tipi ham petrol varil fiyatı, 2006 yılı Temmuz ayında Orta Doğu'daki politik gerginliklerin de etkisiyle 77 ABD dolarına kadar yükselmiştir. Bu gelişmeler, ham petrolün yanı sıra doğal gaz ve diğer enerji fiyatlarında da yüksek oranlı artışlara yol açmıştır.

Enerji fiyatlarının uluslararası piyasalardaki hızlı yükselişi, net enerji ithalatçısı olan Türkiye'nin enerji faturasını artırarak dış ticaret dengesinin bozulmasına ve dolayısıyla cari işlemler açığının genişlemesine katkıda bulunmuştur. Petrol üreticileriyle imzalanan kontratlar, ithal edilen ham petrol cinsi ve Orta Doğu'ya olan coğrafi yakınlık gibi sebeplerden ötürü, Türkiye ham petrolü dünya fiyatlarının altında ithal edebilmektedir. Nitekim, 2006 yılının ilk beş ayında, Türkiye'nin ham petrol ithal fiyatı varil başına ortalama 61,2 ABD doları ile, dünya fiyatlarının altında kalmış, ancak, fiyat artış oranları birbirine yakın seyretmiştir (Kutu 4.2 Tablo 1).

Kutu 4.2. Tablo 1. Ham Petrol Fiyatları (ABD doları/varil)				
	2003	2004	2005	2006*
Brent tipi ham petrol dünya fiyatı	28,8	38,3	54,5	65,1
Türkiye ham petrol ithal fiyatı	26,9	34,5	50,1	61,2

*Ocak-Mayıs dönemi.

Kaynak: TÜİK ve EIA (ABD Enerji Bilgi İdaresi).

Son üç yıldaki enerji fiyat artışlarının cari açık üzerinde oluşturduğu ek maliyet, 2003 yılındaki enerji fiyatları baz alınarak hesaplanmıştır. Toplam enerji faturasının, 2003 yılına göre miktar artışı kadar büyütüldüğü durumda elde edilen değerle, gerçekleşen enerji faturası arasındaki fark, fiyat artışından kaynaklanan ek maliyeti vermektedir. Miktar artışı ise, TÜİK tarafından açıklanan 2003=100 bazlı dış ticaret miktar endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır. Enerji alt kalemleri, ISIC Rev.3 sınıflamasına göre, madencilik ve taşocakçılığı sektöründe yer alan ham petrol, doğal gaz, maden kömürü, linyit ve turb ile imalat sanayi sektörü altındaki kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri ve nükleer yakıtlar olarak alınmıştır. Ayrıca, cari işlemler açığı üzerindeki net etkiyi elde etmek için söz konusu sektörlerdeki enerji ihracatı da hesaba katılmıştır.

Kutu 4.2. Tablo 2'deki hesaplamalara göre, enerji fiyat artışlarının, 2004 yılında ithalatı 2,8 milyar ABD doları, ihracatı ise 0,4 milyar ABD doları artırıcı etkide bulunduğu görülmektedir. Bu gelişme, aynı yılda cari işlemler açığının 2,4 milyar ABD doları genişlemesine neden olmuştur. 2005 yılında ise, enerji fiyat artışlarının ivme kazanarak devam etmesi, söz konusu etkiyi daha da artırmıştır.

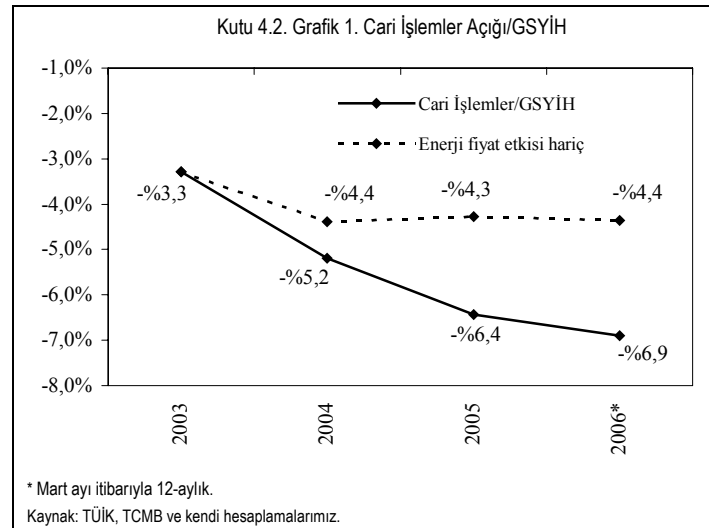
Nitekim, 2005 yılında 2003 yılına göre, ham petrol ithalat miktarının yüzde 2,7 oranında gerilemesine karşın, varil fiyatının yüzde 86,2 oranında artması sonucu, ham petrol ithalat faturası yüzde 81,1 oranında artış göstermiştir. Doğal gaz ve diğer enerji maliyetlerinin de, ham petrol fiyatlarına paralel olarak yükselmesi, 2005 yılında enerji ithalatının 21,2 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmesine neden olmuştur. İhracat artışları da göz önüne alındığında, 2005 yılında fiyat artışından kaynaklanan ek maliyet net 7,8 milyar ABD dolarına çıkararak, GSYİH'nin yüzde 2,1'i seviyesine ulaşmıştır (Kutu 4.2. Tablo 2).

2006 yılının ilk beş ayında ise, enerji fiyatlarındaki hızlı yükseliş, ithalat faturasını 7,7 milyar ABD doları büyütüştür. Diğer taraftan, fiyat etkisinin, ihracata 0,9 milyar ABD doları katkı sağlaması sonucu, enerji fiyat artışlarının cari işlemler açığı üzerindeki net etkisi 6,8 milyar ABD doları olmuştur. Bir başka deyişle, 2006 yılının ilk beş ayında 16,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşen cari işlemler açığının, enerji fiyat artışlarının etkisinden arındırıldığında, 9,8 milyar ABD doları düzeyinde kaldığı hesaplanmıştır. Bununla birlikte, Mart ayı itibarıyla yıllıklandırılmış veriler incelendiğinde, GSYİH'nin yüzde 6,9'u seviyesinde gerçekleşen cari işlemler açığına, enerji fiyat artışlarının net etkisinin 9,4 milyar ABD doları (GSYİH'nin yüzde 2,5'i) olduğu gözlenmektedir (Kutu 4.2. Grafik 1).

Kutu 4.2. Tablo 2: Enerji Fiyat Artışının Cari Açık Üzerine Etkisi				
	2003	2004	2005	2006*
Toplam İthalat (milyar ABD doları)	69,3	97,5	116,8	120,6
Enerji İthalatı	11,5	14,4	21,2	23,2
<i>Ham Petrol İthalatı</i>	4,8	6,1	8,6	9,0
Enerji Fiyat Artışından Kaynaklanan Ek Maliyet		2,8	8,8	10,6
Toplam ihracat (milyar ABD doları)	47,3	63,2	73,5	74,7
Enerji ihracatı	1,0	1,4	2,5	2,6
Enerji Fiyat Artışından Kaynaklanan Ek Gelir		0,4	1,0	1,2
Gerçekleşen Cari Açık				
Cari İşlemler Hesabı (milyar ABD doları)	-8,0	-15,6	-23,2	-25,5
CA/GSYİH (yüzde)	-3,3	-5,2	-6,4	-6,9
Enerji Fiyat Artışından Arındırılmış Cari Açık				
Cari İşlemler Hesabı (milyar ABD doları)	-8,0	-13,2	-15,5	-16,1
CA/GSYİH (yüzde)	-3,3	-4,4	-4,3	-4,4

*Mart ayı itibarıyla 12-aylık.

Kaynak: TÜİK, TCMB ve kendi hesaplamalarımız.



Cari Açığın Finansmanı ve Doğrudan Yatırım Girişleri

Son yıllarda, cari açığın finansman yapısında iyileşme dikkat çekmektedir. Uzun vadeli kredi kullanımındaki artış dışında, özellikle, borç yaratmayan sermaye kalemi olan, yurt dışı yerleşiklerin yurt içinde gerçekleştirdikleri doğrudan yatırımlardaki artış, tarihi seviyelere ulaşmıştır. Yabancılar, 2005 yılında net 8,6 milyar ABD doları (GSYİH'nin yüzde 2,4'ü) tutarında yurt içinde doğrudan yatırım yapmışlardır. 2006 yılının ilk beş ayında ise, söz konusu yatırımlar kaynaklı 8,1 milyar ABD doları sermaye girişi gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, aynı dönemde doğrudan yatırımların, gerçekleşen 16,6 milyar ABD dolarlık cari işlemler açığına oranı yaklaşık yüzde 50'ye ulaşmıştır (Kutu 4.2. Tablo 3).

Önümüzdeki dönemde, satış anlaşmaları yapılmış olan özelleştirme ve şirket birleşmelerinin, doğrudan sermaye girişi sağlamaya devam etmesi beklenmektedir. 2006 yılı genelinde, doğrudan yatırımların en az 14,4 milyar ABD doları düzeyine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Söz konusu tahmin, hali hazırda gerçekleştirilmiş özelleştirme ve satışların, 2006 yılı içinde ödeme işlemlerinin tamamlanacağı varsayımına dayanmaktadır.

Kutu 4.2. Tablo 3: Dış Finansman Kaynakları (Milyar ABD doları)

	2003	2004	2005 ¹	2006 ¹
Sermaye Hareketleri (net) ⁽²⁾	6,5	23,6	44,3	25,2
Sermaye ve Finans Hesapları	3,1	13,3	20,8	15,6
Doğrudan Yatırımlar	1,2	2,0	8,6	8,1
Portföy Yatırımları	2,5	8,0	13,4	-0,1
Diğer Yatırımlar	3,4	4,2	16,6	13,8
Bankalar	2,0	5,7	9,2	4,1
Uzun Vade	0,0	2,4	6,5	3,1
Kısa Vade	2,0	3,3	2,7	1,0
Diğer Sektörler	3,2	9,3	13,8	12,7
Uzun Vade	0,7	4,7	9,9	10,9
Kısa Vade	0,3	0,3	0,4	0,1
Ticari Krediler	2,2	4,2	3,6	1,7
Diğer	-1,8	-10,8	-6,4	-3,0
Resmi Rezervlerdeki Değişim ⁽³⁾	-4,0	-0,8	-17,8	-6,2

(1) Ocak-Mayıs dönemi.

(2) IMF kredileri ve rezerv değişimi hariç.

(3) Negatif işaret artışı göstermektedir.

Kaynak: TCMB.

Yukarıdaki analiz, son yıllarda enerji fiyat artışlarının cari işlemler açığı üzerinde yarattığı ek maliyetin giderek büyüdüğünü göstermektedir. Ancak, bahsedilen fiyat artışı etkisinden arındırıldığında, cari işlemler açığının GSYİH'ye oranında durağan bir seyir gözlenmektedir. Diğer taraftan, finansman yapısının borç yaratmayan kalemlerin payındaki artışla güçlenmesi, YTL'de Mayıs ve Haziran aylarında gözlenen değer kaybı ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın, cari açığa bağlı risk algılamalarını sınırlandıracağı düşünülmektedir. Ancak, uluslararası piyasalarda beklentilerin üzerinde oluşabilecek yeni şoklar ve enerji fiyatlarındaki yükselişlerin sürmesi, dış ticaret ve dolayısıyla, cari işlemler dengesinde beklenen iyileşmenin gerçekleşmesini engelleyebilecektir.

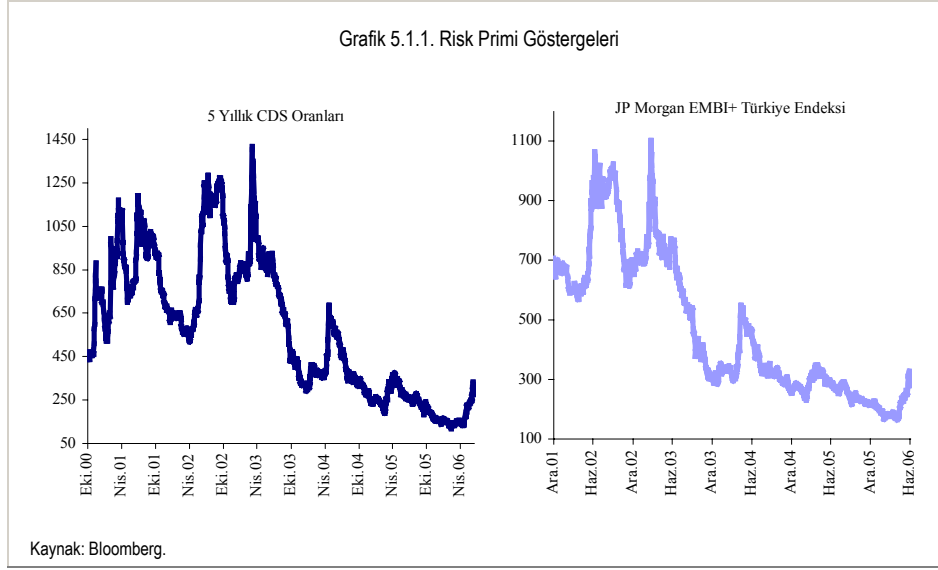
5. Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Mali Piyasalar

Yıllık enflasyon Haziran 2006 itibarıyla hedefle tutarlı patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının üst sınırını aşarak yüzde 10,12 olmuştur. Hedefin belirgin olarak aşılmasında öne çıkan unsurların daha iyi anlaşılması açısından yılın ilk yarısındaki enflasyon gelişmelerinin Ocak-Nisan ve Mayıs-Haziran olmak üzere iki ayrı dönemde ele alınması faydalı olacaktır. Ocak-Nisan döneminde enflasyondaki yükselişte petrol ve altın fiyatları ile işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışlar etkili olmuştur. Söz konusu arz şokları yıllık enflasyondaki düşüş sürecini kesintiye uğratsa da orta vadeli olumlu eğilimi değiştirmemiştir. Bu çerçevede Kurul, Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan politika perspektifi ile uyumlu hareket ederek, Nisan ayı toplantısında politika faiz oranlarını 0,25 puan düşürmüştür.

Bu karardan birkaç gün sonra yayımlanan Nisan ayı enflasyon rakamları piyasa beklentilerinin oldukça üstünde gerçekleşmiştir. Nisan ayı enflasyonu temelde işlenmemiş gıda, altın ve enerji fiyatları gibi unsurlarca belirlenmesine rağmen, bu gelişmenin belirsizlik algılamalarının arttığı bir döneme denk gelmesi ekonomik birimlerin enflasyon rakamlarını olumsuz yorumlamalarına sebep olmuş ve enflasyondaki yükselişin devam edebileceğine ilişkin kaygıları artırmıştır.

Mayıs ayında ise gelişmiş ülkelerin para politikalarında artan belirsizliklerden dolayı uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine olan görünümü değişme sürecine girmiş, Türkiye'nin de dahil olduğu ülke gruplarına karşı risk iştahı azalmış (Grafik 2.2.2) ve risk primi hızlı bir şekilde yükselmiştir (Grafik 5.1.1). Diğer bir deyişle, Ocak ve Nisan ayında yayımlanan Enflasyon Raporlarında dile getirilen risk unsurlarından biri gerçekleşmiştir. Bunun sonucu olarak, Mayıs ve Haziran aylarında Türkiye kredi risk priminde (EMBI getiri farkı ile ölçülen) 150 baz puan civarında bir bozulma olmuş ve Yeni Türk lirası ABD doları karşısında aynı dönemde yüzde 20'den fazla değer kaybetmiştir.



Uluslararası likidite koşullarının değişme eğilimi gösterdiği bir dönemde Mayıs ayı enflasyon gerçekleştirmelerinin işlenmemiş gıda fiyatlarının mevsim normallerinin üzerinde artması nedeni ile beklentilerin üzerinde çıkması, mali piyasalardaki oynaklığı artırmıştır. Enflasyon üzerinde arz yönlü şokların belirgin olarak ortaya çıktığı bir dönemde yerli paranın da hızla değer kaybetmesi, enflasyon beklentilerindeki bozulmayı beraberinde getirmiştir. Söz konusu gelişmeler, kurdaki değer kaybının fiyatlar üstündeki etkilerinin salt görelî fiyat ayarlamasının ötesine geçebileceğine işaret etmiştir. Kurul bu durumu değerlendirmek üzere 7 Haziran tarihinde olağanüstü toplanmış ve politika faiz oranlarının 175 baz puan artırılmasına karar vermiştir. Kararın mesaj içeriğinin iyi algılanması sonrasında piyasaların sakinleştiği gözlenmiştir. Enflasyonla mücadeledeki kararlılığa yapılan vurgunun da desteği ile mali piyasalardaki dalgalanma bir ölçüde durulmuştur.

Bu gelişmelerin ardından 20 Haziran tarihli olağan toplantıda Kurul, Haziran ayının 7'nci günü ile 20'nci günleri arasında açıklanan verilerin ve edinilen yeni bilgilerin orta vadeli görünümü değiştirmedeği değerlendirmesini yapmış ve politika faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Ancak, Kurul toplantısından sonra global likidite ve risk algılamasındaki olumsuz gelişmelere enflasyon beklentilerindeki bozulmanın eklenmesi ile yeni bir oynaklık artışı dalgası ortaya çıkmıştır. Piyasalardaki istikrar kaybının ekonomik temellerden kopuk eğilimleri yansıtması ve enflasyon beklentilerini daha da kötüleştirerek orta vadeli

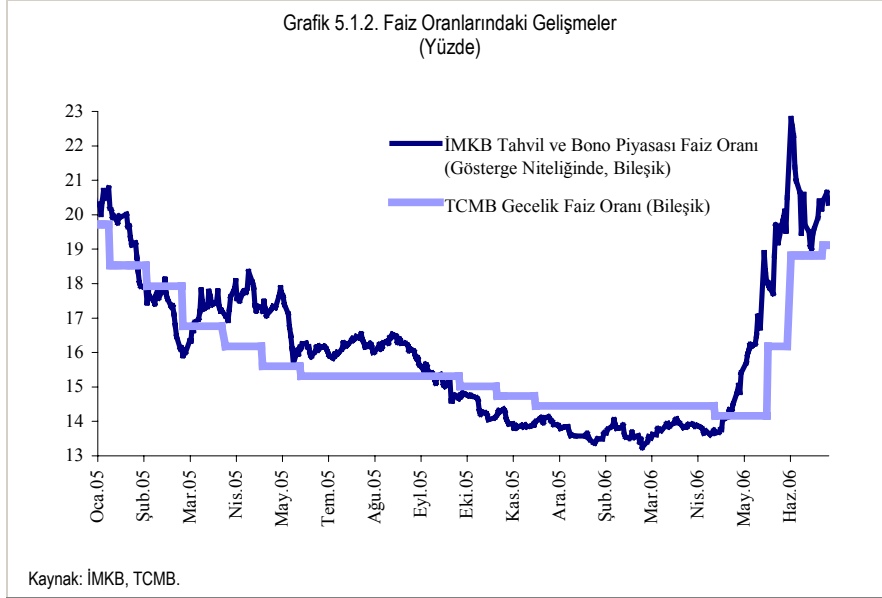
hedefleri tehdit etme potansiyeli taşınması, Para Politikası Kurulu'nun ikinci olağanüstü toplantısını gerçekleştirmesini gerekli kılmıştır.

Toplantı sonrası üç önemli karar alınarak yürürlüğe konulmuştur. İlk olarak, kısa vadeli faiz oranları 225 baz puan yükseltilerek yüzde 17,25 seviyesine çıkarılmıştır. İkinci olarak, döviz piyasasındaki aşırı oynaklığı azaltmak için piyasadaki Yeni Türk lirası likidite fazlasının bir ve iki haftalık YTL depo alım ihaleleri ile çekilmesi yoluna gidilmiştir. Alım tutarı ilan edildikten sonra oluşacak faiz piyasaya bırakılmıştır. Oynaklığın yüksek olduğu ilk günlerde ortaya çıkan faizler hızla yükselerek yüzde 21,22 seviyesine ulaşmışken, daha sonra yükseliş ivmesini yitirmiş ve ihalede oluşan faizler düşmeye başlayarak yüzde 19 civarına inmiştir. Üçüncü olarak, döviz piyasasındaki likidite daralmasının piyasa mekanizmasının etkin çalışmasını engellemesini önlemek ve fiyat oluşumlarının ekonomik temellerle uyumlu hale gelmesini sağlamak için döviz satış ihaleleri düzenlenmiştir. Bu amaçla yapılan iki ihalede toplam satış tutarı 1 milyar ABD doları olmuştur. Bu işlem aynı zamanda fazla YTL likiditesinin çekilmesine de katkıda bulunmuştur. Aşırı oynaklığı engellemek için ise doğrudan döviz müdahaleleri gerçekleştirilmiştir.

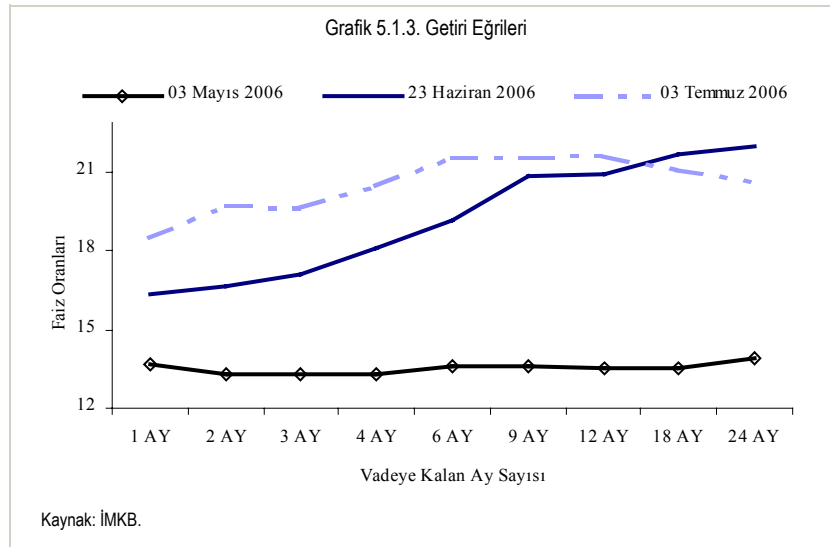
Kararların uygulanmaya başladığı hafta YTL depo ihalelerinde oluşan faizlerin TCMB borç verme faizleri seviyesine yakınsaması üzerine alım-satım oranları arasındaki 3 puanlık fark 5'e çıkarılmış ve borç verme faizi yüzde 22,25 seviyesine yükseltilmiştir. TCMB'nin enflasyon hedeflerine erişmedeki kararlılığının bir parçası olan bu tedbirler kısa sürede etkisini göstermiştir. Döviz kurlarındaki oynaklık azalmış, bir ve iki haftalık borçlanma faizleri de, enflasyon belirsizliğindeki azalışı yansıtır biçimde düşüş göstermiştir. Son olarak, 20 Temmuz 2006 tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında enflasyon görünümüne ilişkin temkinli duruş devam etmiş ve politika faizleri 0,25 puan artırılmıştır. Bu kararla 2007 enflasyon hedefine ulaşma konusundaki kararlılık bir kez daha vurgulanmıştır.

Mayıs ve Haziran aylarında süren enflasyon bekleyişlerindeki ve risk algılamalarındaki bozulma İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranının hızlı bir biçimde artmasını da beraberinde getirmiştir. Ancak, TCMB'nin para politikası tepkileri ve

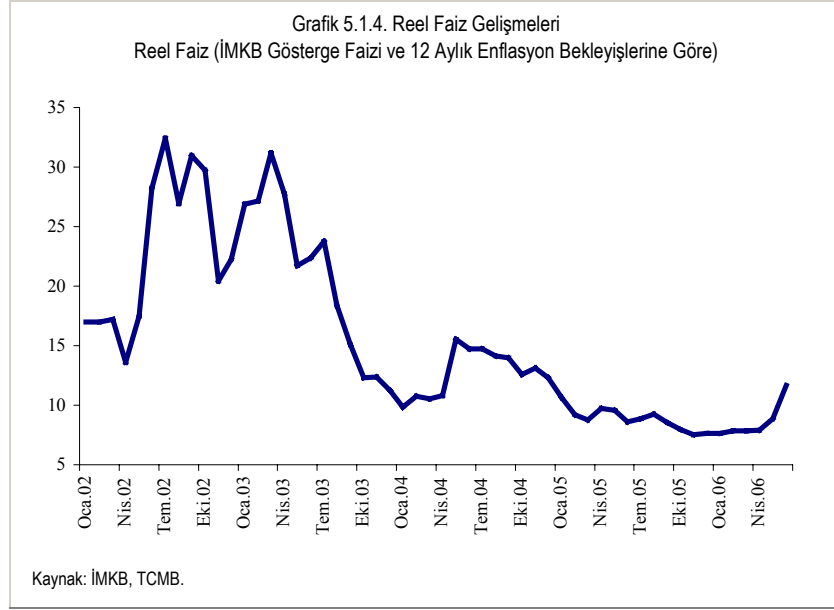
uluslararası likidite koşullarındaki bozulma ivmesinin azalması ile gösterge faiz Temmuz ayında düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.2).



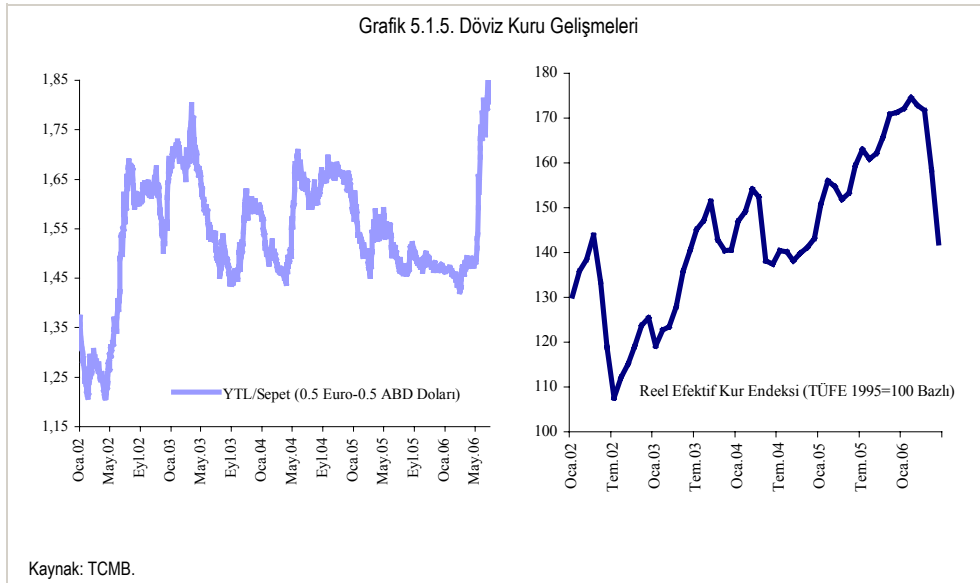
İMKB’de oluşan DİBS piyasası ikinci el faizleri, uluslararası likidite koşullarının bozulmaya başladığı Mayıs ayı ilk haftasından itibaren her vadede yükselişe geçmiş ve verim eğrileri yukarı kaymaya başlamıştır (Grafik 5.1.3). Faizlerdeki yükseliş eğilimi, 25 Haziran’daki Para Politikası Kurulu toplantısında alınan para politikası kararlarına kadar devam etmiştir. TCMB’nin enflasyonla mücadeledeki kararlılığına ilişkin endişelerin dağılmaya başlaması ile birlikte verim eğrisinin uzun vadeye denk gelen bölümünün aşağı yönlü bir hareket gösterdiği gözlenmektedir.



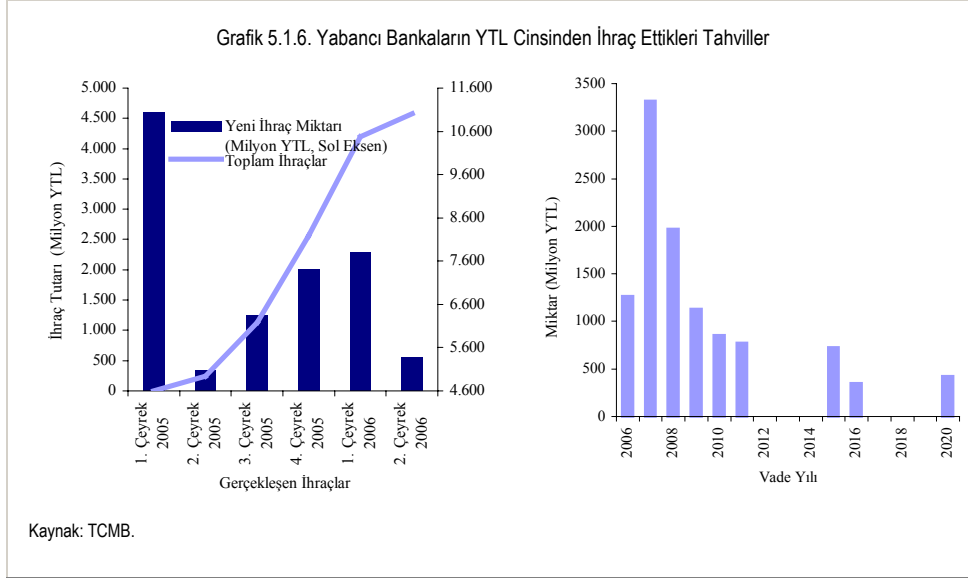
Gösterge kıymet faizleri ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 aylık enflasyon bekleyişlerinden hesaplanan reel faizler, risk algılamalarındaki bozulma sonucunda Mayıs ayından itibaren artış eğilimi göstermiştir (Grafik 5.1.4).



Mayıs ve Haziran aylarındaki nominal kur hareketleri sonrasında Yeni Türk lirası hem nominal hem de reel olarak değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.5).



Yurt dışında Yeni Türk lirasına olan talebin göstergesi olan yabancı bankaların Yeni Türk lirası cinsinden gerçekleştirdiği tahvil ihraçları, 2006 yılının ikinci çeyreğinde geçtiğimiz üç aylık döneme göre azalmıştır (Grafik 5.1.6). Bu gelişmede döviz kurlarında artan oynaklığın, mevsimsel etkilerin ve yükselen ülke risk priminin etkili olduğu düşünülmektedir.

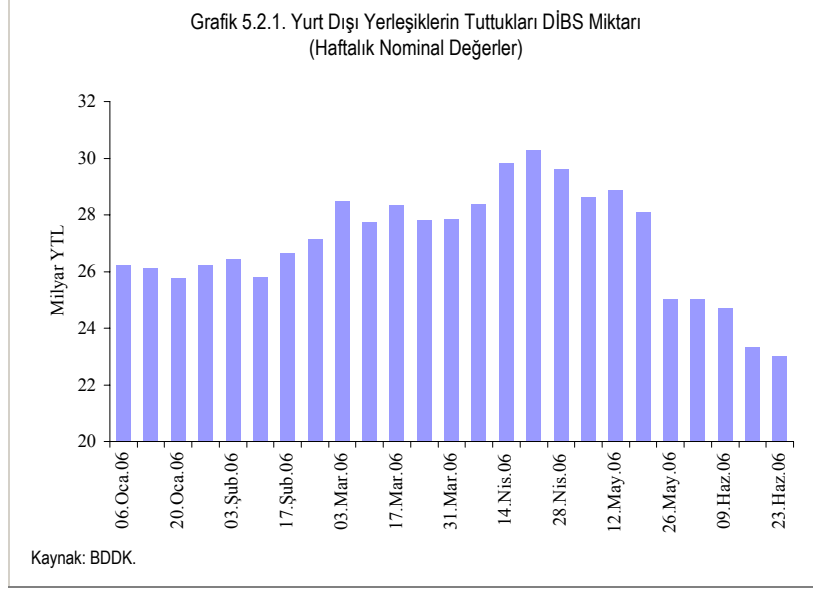


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Finansal Sistem

Mayıs ayının ilk haftasında başlayan mali piyasalardaki oynaklık artışı, parasal aktarım mekanizmasının önemli unsurlarından biri olan finansal sistemi de etkilemiştir. Son yıllarda ülke risk priminin düşen seyri, bankaların, bir taraftan yurtdışından borçlanabilme imkanlarını artırırken diğer taraftan türev finansal ürünleri daha ucuza malederek bilanço içi açık pozisyonlarını kapatabilmelerine olanak tanımıştır. Ancak, yurt dışı yerleşiklerin DİBS ve para piyasasından çıkışları ile başlayan son dalgalanmalar, risk primini olumsuz yönde etkilemiş ve bankaların yaptıkları türev işlemlerin maliyetlerinde artışa neden olmuştur. Ayrıca, 2001 yılında ihraç edilen dövize endeksli kamu kağıtlarının Haziran ayı ortasında itfa edilmesi bankaların döviz talebini artırıcı bir etken olmuştur. Dalgalanma, enflasyonist beklentileri olumsuz yönde etkilemesinin yanında bankaların varlık ve yükümlülüklerinin kompozisyonunda da değişime yol açabilecektir. Bütün bu gelişmelerin Mayıs ayında uluslararası likidite koşullarındaki değişim sonrasında artan risk

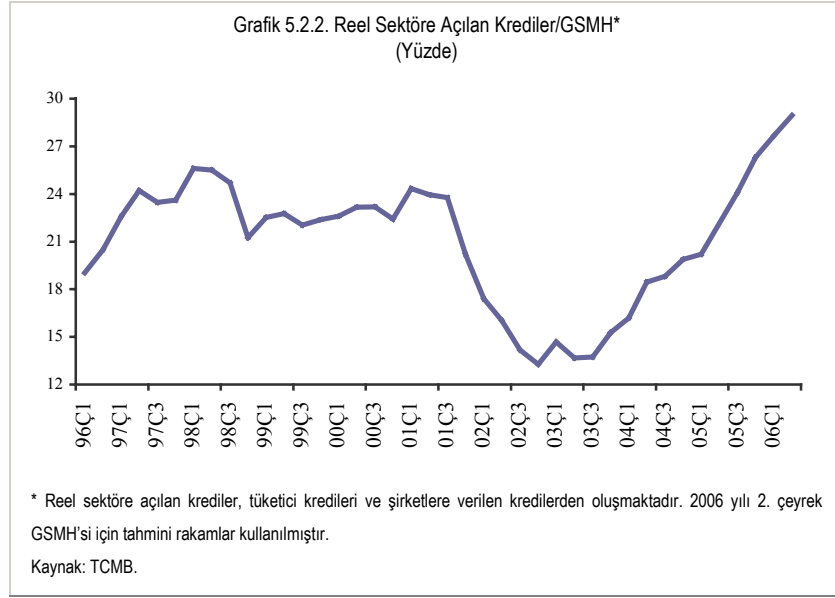
algılamasının yurt içi piyasalar üzerindeki etkisini derinleştirdiği düşünülmektedir.



Yurt dışı yerleşiklerin DİBS piyasasından çıkışları saklama hizmeti veren bankaların emanet menkul kıymetler kaleminden takip edilebilmektedir (Grafik 5.2.1). Dalgalanmanın başladığı Mayıs ayı başından Haziran ayı sonuna kadar yurt dışı yerleşiklerin tuttukları kamu kağıtlarının nominal bazda 6,9 milyar YTL azaldığı görülmektedir.

Krediler

2006 yılının ilk yarısında kredilerdeki genişleme devam etmiştir (Grafik 5.2.2). Orta ve uzun vadede bankacılık sistemine yabancı girişlerinin ve bununla gelen yapısal değişimin devam etmesi ihtimali, mali disiplinin sürmesi ve bankaların pazar paylarını koruma ya da daha da artırma amacıyla hareket etmesi gibi unsurların kredi genişlemesini destekleyeceği tahmin edilmektedir.

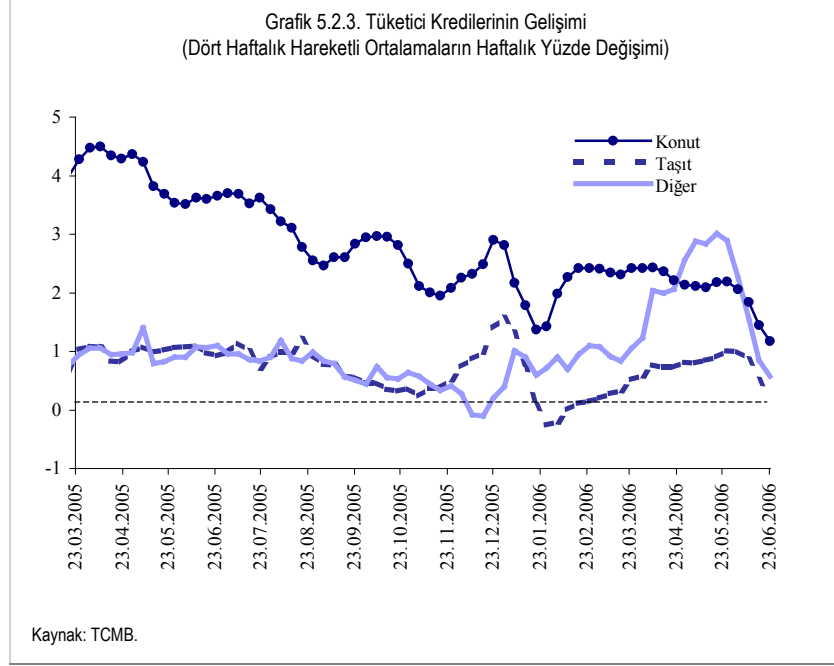


Ancak, kısa vadede kredi artış hızında yavaşlama görülmesi sürpriz olmayacaktır. Son dönemdeki gelişmelerin ardından gerek Merkez Bankası politika faizlerinin gerekse piyasa faizlerinin artmış olması ve bankaların kredi faizlerinin de bu yükselişe eşlik etmesi hızlı kredi genişlemesini yavaşlatan bir unsur olacaktır.

Mali piyasalarda yaşanan son dalgalanmalar riskten kaçınma eğilimini artırdığı için, doğal olarak bankaların kredi verme iştahını da azaltabilecektir. Örneğin, kısa vadeli faizlerdeki artışın kredilerin fonlama maliyetlerini artırması ve bankaların sabit faizle vermiş oldukları uzun vadeli konut kredilerinin kârlılıklarını azaltması, kredi arzını daraltabilecek bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, TCMB'nin gerek haftalık ve iki haftalık YTL depo alım ihaleleriyle gerekse döviz satım ihaleleriyle piyasadan likidite çekmesi, bankaların krediye dönüştürebilecekleri fon miktarının azalmasına yol açacağından kredi arzını daraltabilecek bir diğer gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Yakın dönem kredi gelişmeleri tüketici kredilerindeki artış hızının hızla yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.3). Taşıt kredilerinin haftalık bakiyelerinde sınırlı da olsa azalma gözlenmektedir. Finansal sözleşmelerdeki katılık ve ertelenmiş talep gibi nedenler kredilerde faiz artışı sonucu gerçekleşmesi beklenen yavaşlamayı geciktirici etkenler olmaktadır.

Önümüzdeki dönemde artış hızında yavaşlamanın daha da belirgin hale gelebileceği düşünülmektedir.



Yaşanan bu süreç sonrası dalgalı kur rejiminde bankaların, hanehalkının ve firmaların taşıdıkları riski iyi yönetmelerinin ne denli önemli olduğu bir kez daha ortaya çıkmıştır. Önümüzdeki dönemde bankacılık ve kredi gelişmeleri, gerek finansal istikrar açısından gerekse fiyat istikrarı bakımından Merkez Bankası tarafından dikkatle izlenmeye devam edilecektir.

KUTU 5.1.TÜRKİYE'DE FİRMALARIN BORÇ YAPILARI

Türkiye'de firmaların kur şoklarına karşı giderek daha duyarlı bir konuma geldikleri kamuoyunda yaygın olarak tartışılmaktadır. Söz konusu tartışmalara ışık tutmak üzere bu kutuda, TCMB tarafından derlenen firma bilançoları ile firmaların para cinsine göre borç yapısı bilgileri kullanılarak farklı firma gruplarının görece yabancı para (döviz endekli borç dahil) cinsi *borç düzeyi*, ortalama borçlanma *payları* ve bu borcun *vade yapısındaki* gelişimi 2000-2005 dönemi için incelenmiştir. Kullanılan veriler, firma varlıklarının yabancı para cinsine göre ayırımı bilgisini içermediği için firmaların döviz pozisyon açıkları hesaplanamamakta, ancak, dış şoklara hassas olası firma gruplarının borç yapıları konusunda çıkarımlar yapılabilmektedir.¹

Çalışmaya baz oluşturan veriler, 2004 yılına kadar olmak üzere satış, ihracat, istihdam, varlık gibi değişkenlerin firma düzeyinde derlenmesine imkan tanımaktadır (bilanço ve kar-zarar verileri). Diğer yandan, aynı firmaları kapsayan ve TCMB Risk Merkezi'nden sağlanan diğer bir veri setinde, 2005 yılı dahil olmak üzere, firma borçları yabancı para (YP) ve Yeni Türk lirası (YTL) ayırımı yapılarak vadelerine göre sınıflandırılmıştır (borç verileri). Ayrıca, 2000-2004 dönemi bilanço ve kar-zarar verileri kullanılarak firmalar reel varlıklarına göre büyük, orta ve küçük; ihracat performanslarına göre ise mal ihracatçı olan (İHR) ve mal ihracatçısı olmayan (İÇP); ve yabancı ortaklığı olan firmalar (YOF) olarak gruplara ayrıştırılmıştır.^{2,3}

Firmaların büyüklüklerine göre sınıflandırılması sahip oldukları borçlarını geri ödeyebilme kapasitesi konusunda genel bir bilgi taşıması açısından önemlidir. Küçük firmaların yüksek oranlarda borçlanması bu firmaları dış şoklara karşı daha duyarlı bir konuma getirmektedir. Diğer yandan, büyük firmaların gerek risk yönetimine daha fazla önem vermeleri gerekse karşılık olarak güçlü bir varlık yapısına sahip olmaları bu firmaları dışsal şoklara karşı güçlü bir konuma taşımaktadır. İhracatçı firmalar kur şoklarına karşı daha güçlü bir konuma sahipken, yabancı para cinsinden geliri olmayıp da yabancı para cinsinden borçlanan firmalar kur şoklarına karşı daha duyarlı olmaktadır. Ayrıca, yabancı ortaklığı olan firmaların kur şoklarına duyarlılığı daha düşük olduğu varsayılmaktadır. Ayrıca, yükümlülük yapısı borçluluk seviyesini yansıtmaması açıdan firmaların dışsal şoklara karşı duyarlılığını etkilemektedir. Son yıllarda örnekteki firmaların özkaynak kullanım paylarında artış, banka kredisi kullanım paylarında ise düşüş gözlenmektedir. 2004 yılında özkaynak kullanımındaki belirgin artışta firmaların finansman tercihlerindeki değişimin yanı sıra enflasyon muhasebesi çerçevesinde sermayenin yeniden fiyatlandırılması da etkili olmuştur (Kutu 5.1 Tablo 1).

Kutu 5.1. Tablo 1. Firmaların Toplam Yükümlülüklerinin Yüzde Dağılımı (*)

	2000	2001	2002	2003	2004
Ticari Borçlar	17,0	17,7	16,2	15,9	12,9
Banka Kredileri	23,1	25,2	21,9	17,3	13,8
Diğer Yükümlülükler	25,1	26,9	26,0	27,0	21,3
Özkaynak	34,7	30,2	35,8	39,8	52,0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	46,9	47,8	43,7	44,4	36,5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,4	22,0	20,4	15,8	11,6

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

(*) Firma yükümlülükleri özkaynakları da içermektedir.

¹ TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü yaptığı anket çalışmasında binin üzerinde firmanın 2004 yılını da kapsamak üzere döviz pozisyon açıklarını hesaplamıştır. Buna göre ilgili firmaların döviz pozisyon açıklarının ihracat gelirleri içindeki payının ortalama olarak yüzde 30'un altında olduğu tespit edilmiştir.

² 2000-2004 döneminde satış gelirlerinin yüzde 25 ve üzerini ihracattan elde eden firmalar ihracatçı, bu dönemde ihracat geliri elde etmeyen firmalar ise ihracat geliri olmayan olarak sınıflandırılmıştır.

³ Aynı firma farklı gruplar içinde yer alabilmektedir.

Kutu 5.1. Tablo 2, analizde kullanılan imalat ve imalat dışı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların gruplar ve yıllar itibarıyla ortalama YP cinsinden borç gelişimini vermektedir. Buna göre, 2000 yılında imalat sanayii genelinde YP cinsi borca sahip firma başına ortalama ABD doları cinsinden borcun 100 olduğu varsayımı altında, firma gruplarının yıllar itibarıyla ortalama ABD doları cinsinden borçlarının görelî durumu hesaplanmıştır. 2001 kriziyle birlikte YP cinsi kredi kullanma eğiliminin düştüğü, 2003 yılından sonra ise hızlandığı gözlenmektedir. Bu artış, imalat sanayiinde görelî olarak düşük YP cinsi borcuna sahip ihracatçı olmayan firma grubunda daha belirgin olmuştur. İmalat sanayiinde küçük, orta, ihracat geliri olmayan firmaların ortalama olarak daha düşük düzeyde YP cinsi borca sahipken, hizmetler de dahil olmak üzere imalat dışı sektörlerde mal ihracatçısı olmayan firmaların imalat dışı ortalamasının üzerinde YP cinsinden borçlandıkları görülmektedir. İmalat dışı içinde yer alan enerji, turizm, inşaat gibi sektörler mal ihracatçısı olmayan grupta sınıflandırılmakla birlikte bu sektörlerdeki firmaların hizmet ihracatçısı olmaları ilgili gruptaki firmaların YP cinsi borçlanmalarını kolaylaştıran bir faktördür.

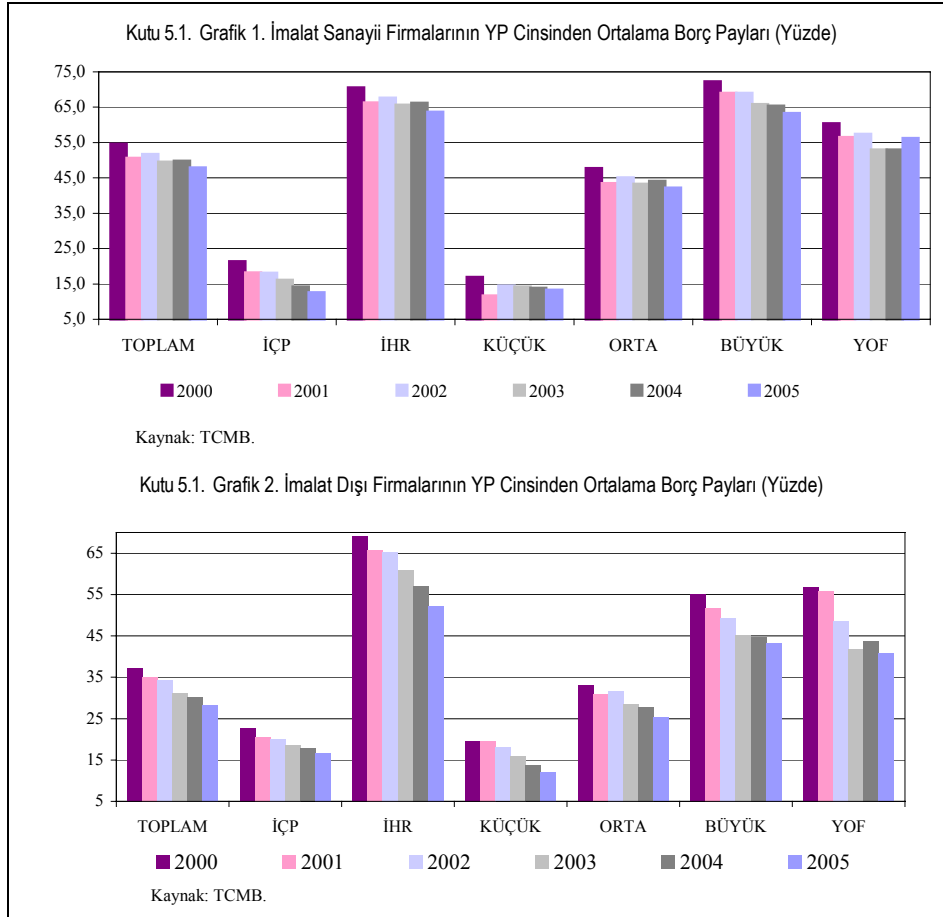
Kutu 5.1. Tablo 2. YP Cinsi Borçların Gruplara ve Yıllara Göre Gelişimi (*)							
<i>İmalat Sanayii</i>							
	Toplam	İÇP	İHR	Küçük	Orta	Büyük	YOF
2000	100,0	22,9	118,7	3,5	17,9	191,4	173,1
2001	90,7	18,5	107,4	2,5	13,9	168,2	176,3
2002	85,8	16,6	103,4	2,6	15,5	160,5	161,9
2003	87,9	22,5	109,8	3,0	19,1	164,9	157,8
2004	118,1	45,9	144,4	3,2	24,1	228,8	213,7
2005	137,9	48,8	170,1	4,6	29,4	265,7	226,9
YP Kullanan Ort. Firma Sayısı	1 980	99	990	53	985	943	162
Toplam Firma Sayısı	2 736	344	1 127	227	1 460	1 049	203
<i>İmalat Dışı Sektörler</i>							
2000	105,2	109,2	117,2	4,4	18,7	233,8	138,0
2001	89,1	92,8	94,6	3,4	15,1	194,3	115,6
2002	82,3	101,3	84,2	3,0	15,9	181,6	110,0
2003	78,0	90,0	79,0	3,1	17,8	173,4	99,1
2004	98,8	113,6	98,7	3,8	22,6	219,8	150,5
2005	133,2	152,2	131,7	4,8	30,3	288,1	167,2
YP Kullanan Ort. Firma Sayısı	1 215	414	329	105	618	493	68
Toplam Firma Sayısı	2 403	1269	406	418	1 286	699	100

Kaynak: TCMB Risk Merkezi.

(*) Her grup için elde edilen toplam YP cinsi borç YP cinsi borcu olan firma sayısına bölünmüştür. Elde edilen firma başına ortalama borç ABD doları cinsinden hesaplandıktan sonra imalat sanayii firmalarının ortalama YP cinsi borcunun 2000 yılı değerine endekslenerek yıllar ve gruplar itibarıyla verilmiştir.

Firmaların YP cinsinden borçlarının (nakdi ve gayri nakdi olarak) toplam borçlarına oranı (YP ve YTL), imalat ve imalat dışı sektörleri ve 2000-2005 dönemi için firma ortalaması olarak hesaplanmıştır (Kutu 5.1. Grafik 1 ve Kutu 5.1. Grafik 2). Dövizle endeksli borçlar YP cinsi borçlar altında sınıflandırılmıştır. Buna göre, Kutu 5.1. Grafik 1'de yer alan imalat sanayii firmalarının Grafik 2'de yer alan imalat dışı firmalarına oranla ortalama olarak daha yüksek YP cinsi borç paylarına sahip oldukları görülmektedir. Dikkat çeken bir diğer nokta da, beklendiği üzere, imalat sanayiinde ihracatçı, büyük ile yabancı ortaklı firmaların diğer gruplara oranla daha yüksek YP cinsi borç paylarına sahip olmalarıdır. İmalat dışı sektörlerde ise büyük firmalar daha düşük oranlı YP borcuna sahiptir. Her iki sektör grubunda da iç piyasaya yönelik faaliyet gösteren ihracatçı olmayan ile küçük firmaların diğer firma gruplarına göre daha düşük YP cinsi borç paylarına sahip oldukları görülmektedir.

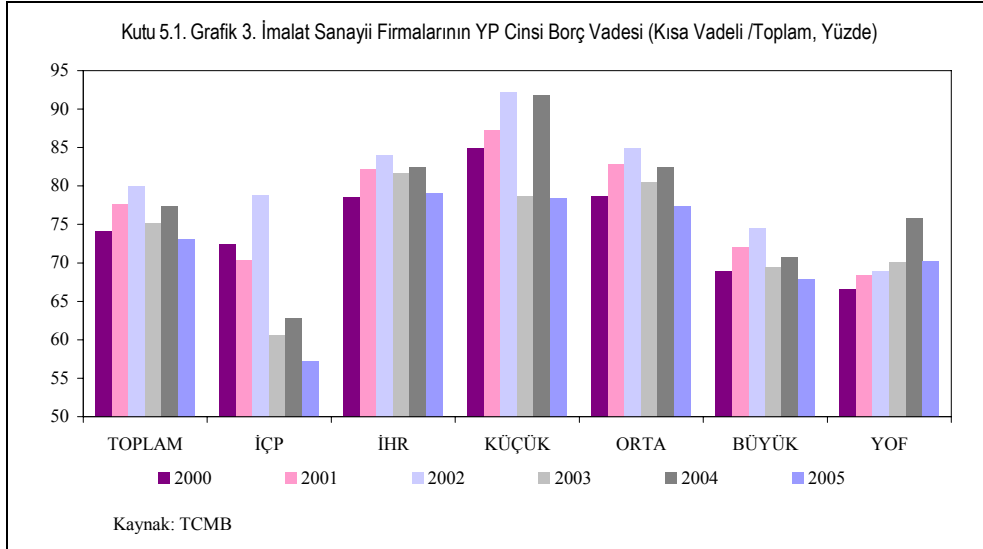
Analizde kullanılan firmaların yıllar itibarıyla YP cinsi ortalama borç paylarında genel olarak bir düşüş gözlenmektedir.⁴ Yabancı para cinsi borç paylarındaki düşüşte YTL cinsi bankacılık kredilerinin genişlemesi, YP cinsi borç kullanımındaki dağılımın bazı firmalarda yoğunlaşması ve YTL'nin değerlendirilmesi etkili olmuştur. Türkiye'de küçük ve ihracatçı olmayan firmaların daha düşük oranda YP cinsi kredilere ulaştıkları göz önüne alındığında, bu firma gruplarına ait YP cinsi borç paylarının düşük düzeylerde olması beklenen bir gelişmedir. Dönem içinde küçük ve ihracatçı olmayan firmaların sırasıyla ortalama yüzde 24,5 ve yüzde 31,8'i YP cinsinden kredi sağlarken bu oranlar büyük ve ihracatçı firmalar için sırasıyla yüzde 82,2 ve yüzde 86'dır. Diğer taraftan, mal ihracatçısı olmayan firmalarda ortalama paylar yerine grup toplamı dikkate alınarak hesaplanan YP cinsi borç paylarının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu sonuç, bu grupta bulunan az sayıdaki firmanın grubun toplam YP borcunun önemli bir kısmına sahip olduklarını göstermektedir. Yüklü YP borcu olan bu firmaların küçük firma grubunda yer almaması kur şoklarının etkisini sınırlamaktadır. Kur şoklarına duyarlı olması beklenen küçük ve mal ihracatçısı olmayan firmalar YP cinsinden varlık bulundurmamak suretiyle finansal yapılarında iyileşme sağlayabilmektedir. Türkiye'de hane halkı ve firmaların döviz tevdiat hesabına sahip olmaları bu kesimlerin kur şoklarına karşı duyarlılığını bir ölçüde sınırladığı düşünülmektedir.



⁴ TCMB tarafından düzenli olarak yayınlanan Sektör Bilançoları en son 2004 yılı verilerini içermektedir. İlgili yayında hesaplanan YP borç payları 2004 yılında artış yönündedir. Bu çalışmadan farklı sonuçlar vermesinin temel nedenleri ise (i) söz konusu yayınlarda toplam rakamların kullanılması, bu çalışmada ise payların ortalama olarak hesaplanması, ve (ii) bu çalışmanın aksine 2000 yılından sonra bilançolarını düzenli olarak rapor etmeyen firmaların da söz konusu yayınlarda kapsanması şeklinde özetlenebilir.

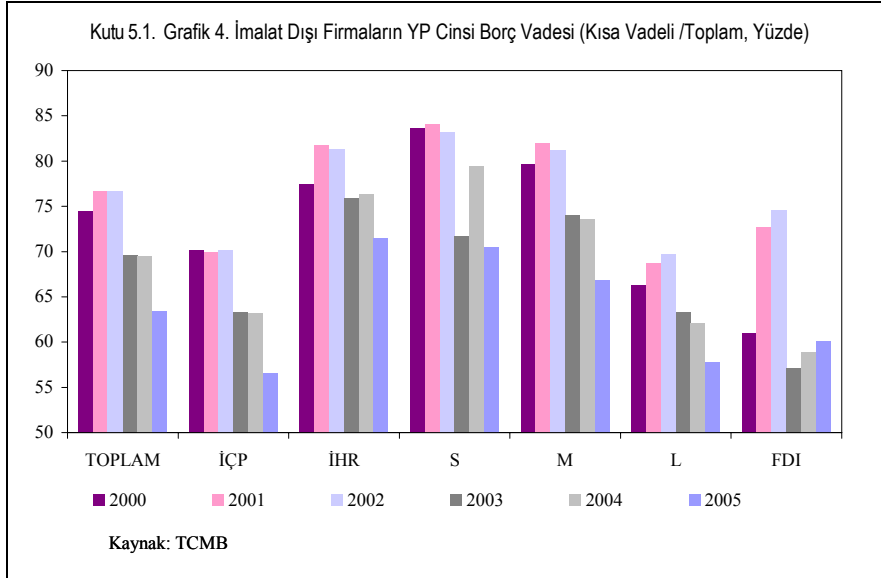
YP cinsi borçların vade yapısı da kur şoklarına karşı kırılganlık konusunda bilgi taşımaktadır. Yukarıda değinilen firma grupları ve dönem kapsanarak kısa vadeli YP cinsi borcun toplam YP cinsi borç içindeki payı ortalama olarak imalat ve imalat dışı sektörler için hesaplanmış, sırasıyla Kutu 5.1. Grafik 3 ve Kutu 5.1. Grafik 4'te verilmiştir.⁵ Buna göre, imalat sanayii firmaları imalat dışı firmalarına oranla ortalama olarak daha kısa vadeli borçlanmaktadır. Özellikle 2002 yılından sonra borçlanma vadesinde belirgin bir artış gözlenmekte, ancak imalat sanayii firmalarının borçlanma vadesindeki artış, imalat dışı firmalarına oranla sınırlı düzeyde kalmaktadır. Bununla birlikte, imalat dışı sektörlerde küçük ve mal ihracatı geliri olmayan firma gruplarının borçlanma vadesinde belirgin bir artış olduğu gözlenmiştir. Bu eğilim, ilgili firmalar açısından olumlu bir gelişme olup, borçlanma vadelerinin daha da uzaması bu firmaların dışsal şoklara karşı olan duyarlılığını azaltacaktır. Ancak, yapılan borç sözleşmelerinde, vade uzun olmasına karşın borçların geri çağırılması söz konusu olabilmekte ve dolayısıyla bu durum vadelerin uzamasıyla ilgili değerlendirmeler yapılırken dikkate alınmalıdır.

Yukarıda yapılan hesaplamalar nakdi ve gayri nakdi borçlar toplamı için yapılmıştır. Gayri nakdi krediler teminat mektupları, akreditifler, nakdi kredilerin teminatı olarak düzenlenen garanti mektupları gibi kalemlerden oluşmaktadır. Gayri nakdi borçlar dışlanarak nakdi krediler çerçevesinde yapılan hesaplamalarda genel olarak yukarıdakilerle paralel sonuçlar elde edilmekle birlikte bazı farklılıklar gözlenmiştir. En dikkat çeken farklılık; YP cinsi toplam borç paylarında düşüş gözlenirken imalat sanayiinde ortalama YP cinsi nakdi borç paylarında önemli bir değişim gözlenmemiştir. Buna karşın, grup toplamlarından elde edilen YP cinsi nakdi borç paylarında tüm firma gruplarında zaman içinde düşüşler olduğu gözlenmektedir.



⁵ Bir yıla kadar vadesi olan borçlar kısa vadeli olarak varsayılmıştır.

Özet olarak, son yıllarda örnekte yer alan firmaların ortalama olarak daha fazla YP cinsinden borçlandıkları hesaplanmıştır. Ancak, bu firmaların YP cinsi borçlarının toplam borçlarına oranları gerek imalat gerekse imalat dışı sektörlerde düşüş kaydetmiştir. Kur şoklarına daha duyarlı olduğu düşünülen YP cinsi geliri olmayan ile küçük firmaların YP cinsi borç payları düşük ve zaman içinde düşmesine karşın özellikle imalat sanayiinde ilgili firmaların YP cinsi borçlarındaki hızlı artış dikkat çekicidir. İmalat dışı sektörlerde mal bazında ihracat geliri olmayıp da hizmet ihracatı bazında YP cinsi gelir olan ve enerji, turizm, inşaat gibi sektörlerinde yer alan firmaların YP cinsi borç düzeyi oldukça yüksek olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın, ilgili firma gruplarının YP cinsi borçlanma vadelerinde belirgin bir artış gözlenmektedir. Ayrıca, son yıllarda firmaların yatırımlarını finanse etmek için ağırlıklı olarak özkaynak kullanmaları, mutlak değer olarak hızla artmasına karşın, banka kredilerinin toplam finansman içindeki payını düşürmüştü ve incelenen örnekte yer alan firmaları borç yapısı açısından ortalama olarak dışsal şoklara karşı daha az duyarlı bir konuma taşımıştır.



6. Kamu Maliyesi

2006 yılının ilk altı ayındaki bütçe uygulaması sonuçları ve toplam harcamalarda yıl sonu sınırının aşılmayacağına dair açıklamalar sıkı maliye politikasının sürdürüldüğüne işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerin parasal sıkılaşmaya gitme yönündeki eğilimlerinin belirginleşmesi Mayıs ayı ortasında küresel likidite koşullarında kötüleşmeye ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasının artmasına neden olmuştur. Bu ortamda maliye politikasının hedeflerle uyumlu olarak yürütülmesi, bir taraftan risk algılamalarını önemli oranda sınırlarken, diğer yandan da cari işlemler açığının sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları azaltmaktadır.

Geçmiş dönemde olduğu gibi, bu dönemde de, mali disiplinle birlikte kamu borç yönetimi makul risk seviyelerinde en uygun borçlanma stratejisini benimseme anlayışıyla uygulanmaktadır. Ancak, sıkı maliye politikasından elde edilen kazanımların kalıcı hale gelebilmesi ve kamu borç stokunun daha düşük düzeylere düşürülmesi için yapısal reformların etkin bir şekilde yürütülmesi önemini korumaktadır. Kamu kesiminde yapılan ve yapılmakta olan yapısal reformlar, bir yandan kamu maliyesini daha sağlıklı temellere kavuştururken diğer yandan ekonomide rekabetçi bir yapının yerleşmesi ve dolayısıyla bazı sektörlerde ortaya çıkan fiyat katılıklarının ortadan kalkması açısından hayati öneme sahiptir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

2006 yılı Ocak-Haziran dönemi merkezi yönetim bütçesi olumlu performans sergilemiştir. Haziran ayı itibarıyla, faiz dışı bütçe fazlası, vergi ve vergi dışı gelirlerin yüksek seviyede gerçekleşmesinin de etkisiyle, yıl sonu hedefinin yaklaşık yüzde 78,4'ü olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.1). Ocak ayında Türk Telekomünikasyon A.Ş.'den aktarılan 1.365 milyon YTL tutarındaki nakit fazlası, Mayıs ayında bütçeye aktarılan Hazine'nin kamu bankalarından aldığı 1.369 milyon YTL tutarındaki pay ve yine Haziran ayında bütçeye aktarılan Hazine'nin GSM işletmelerinden aldığı 1.539 milyon YTL tutarındaki pay yılın ilk altı ayında vergi dışı gelirlerin yüksek oranda artmasına neden olan başlıca kalemler olmuştur. Bu dönemde dikkat çeken diğer önemli bir nokta da bütçenin fazla vermesidir. Mayıs ve Haziran aylarından yaşanan dalgalanmada olumlu bütçe performansı risk algılamalarını sınırlayan en önemli etkenlerden biri olmuştur.

Ocak-Haziran dönemi faiz dışı bütçe dengesinin işaret ettiği olumlu performansa karşın, personel, sağlık harcamaları ve sosyal güvenlik kurumlarına yapılan Hazine yardımlarına ilişkin gerçekleştirmelerin yıl sonu bütçe öngörülürü içindeki payının yüksek bir seviyede olduğu görölmektedir. Özellikle yeşil kart uygulaması için bütçeden ayrılan ödenek yılın ilk altı ayında aşölmüştür. 2006 yılı bütçesi sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin GSMH'ye oranla azalacağı öngörüsü altında hazırlanmıştır. Bu çerçevede, sağlık harcamalarının kontrol altına alınması ve prim tahsilatlarının iyileştirilmesine¹ yönelik önlemler getirilmiştir. Prim tahsilatlarının iyileştirilmesine ilişkin yasa Mart ayında yürürlüğe girmiştir. Bu uygulamanın ilk sonuçları Mayıs ve Haziran ayı içerisinde Bağ-Kur'da elde edilen yüksek miktardaki prim tahsilatı sonrasında bu kuruma bütçeden transfer yapılmamasıyla etkisini göstermiştir. Bu gelişme Mayıs ve Haziran ayında bütçe performansının olumlu seyretmesinde etkili olmuştur. Sosyal güvenlik reformunun uygulamaya girmesi orta dönemde sosyal güvenlik için yapılacak transferlerin makul düzeylerde seyretmesine katkı sağlayacaktır. Ancak, bu reformla yürürlüğe giren genel sağlık sigortası uygulamasının bütçe üzerinde harcamaları artırıcı etkisinin olması beklenebilir.

Önümüzdeki dönem bütçe performansında, 2006 yılının ilk yarısında getirilen vergi düzenlemeleri ile artan harcamalar karşısında alınması öngörölen bütçe tedbirleri belirleyici olacaktır. Gelirler tarafında, Mayıs ayında yasalaşan yeni kurumlar vergisi sistemi çerçevesinde vergi oranlarının indirilmesi ve yılın ikinci yarısında genel faaliyet düzeyinde ortaya çıkabilecek bir yavaşlamanın önümüzdeki dönemde gelir kayıplarına neden olabilecek unsurlar olarak göze çarpmaktadır. Harcamalar kısmında ise, personel giderleri ve sağlık harcamalarının cari dönemde bulunduğu seviye, söz konusu harcama kalemlerinin yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşme olasılığını artırmaktadır. Diğer taraftan, prim tahsilatlarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemenin, sosyal güvenlik kurumlarına transferleri sınırlandırdığı gözlenmektedir.

¹ Prim tahsilatlarının iyileştirilmesine ilişkin uygulamaların kanuni çerçevesini oluşturan "Sosyal Güvenlik Prim Alacaklarının Yapılandırılması ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" 4.03.2006 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanun ile borçluların düzenli prim ödemelerinin teşvik edilmesi ve borcun ödenebilir seviyeye getirilmesi amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, kurumların birikmiş alacaklarının yeniden yapılandırılarak tahsil edilmesi, yeni borç birikimlerinin önüne geçilmesi ve sosyal güvenlik prim alacaklarının tahsilinde kurumların daha etkin takip yapabilmelerine imkan tanınması hedeflenmektedir.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar YTL)

	Ocak- Haziran 2006	2006 Bütçe Hedefi	(GSMH İçindeki pay)*	Gerçekleşm eleri/ Bütçe Hedefi (%)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri (A+B)	81,6	174,3	32,2	46,8
A) Faiz Hariç Bütçe Giderleri	58,7	128,1	23,7	45,9
B) Faiz Giderleri	22,9	46,3	8,5	49,5
1. Personel ve SGK'ye. Devlet Primi Gid.	20,9	41,0	7,6	51,0
2. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	6,8	17,7	3,3	38,3
a) Savunma-Güvenlik	1,8	7,8	1,4	22,5
b) Sağlık Harcamaları	2,9	4,1	0,7	72,7
Genel İlaç Giderleri	0,4	1,2	0,2	34,6
Genel Tedavi ve Sağlık Malzemesi Gid.	0,7	1,3	0,2	58,6
Yeşil Kart Sağlık Hizmetleri	1,8	1,6	0,3	112,1
c) Diğer Mal ve Hizmet Alım Giderleri	2,0	5,7	1,1	35,4
3. Cari Transferler	24,9	49,1	9,1	50,7
a) Sosyal Güvenlik Kuruluşlarına Hazine Yard.	10,3	19,5	3,6	52,7
Emekli Sandığı	3,0	5,5	1,0	54,8
Bağ-Kur	2,5	6,8	1,2	36,6
SSK	4,5	6,7	1,2	67,4
b) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	2,5	4,0	0,7	62,6
c)Yurt Dışına Yapılan Transferler	0,3	0,6	0,1	54,9
d) Gelirden Ayrılan Paylar	6,3	14,2	2,6	44,4
4. Sermaye Giderleri	3,0	12,5	2,3	24,3
5. Sermaye Transferleri	0,9	1,8	0,3	46,4
6. Borç Verme	2,2	4,3	0,8	52,5
7. Yedek Ödenekler	0,0	1,7	0,3	0,0
Merkezi Yönetim Gelirleri (A+B+C)	84,0	160,3	29,6	52,4
A) Genel Bütçe Gelirleri (I+II+III+IV)	81,8	156,2	28,8	52,3
I-Vergi Gelirleri	66,0	132,2	24,4	49,9
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	19,1	39,0	7,2	49,1
a) Gelir Vergisi	12,7	26,1	4,8	48,5
b) Kurumlar Vergisi	6,5	12,9	2,4	50,1
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	1,5	3,1	0,6	48,3
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	29,0	59,4	11,0	48,8
a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	8,1	16,3	3,0	49,6
b) Özel Tüketim Vergisi	17,7	37,3	6,9	47,5
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergi	12,9	24,3	4,5	53,1
a) İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	11,9	22,4	4,1	53,1
II-Vergi Dışı Gelirler	15,3	21,4	3,9	71,4
III-Sermaye Gelirleri	0,2	2,3	0,4	7,5
IV-Özel Gelirler ile Alınan Bağışlar ve Yardımlar	0,4	0,4	0,1	99,2
B) Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	1,5	3,0	0,5	49,3
C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri	0,8	1,1	0,2	68,8
Bütçe Dengesi	2,4	-14,0	-2,6	-17,3
Faiz Dışı Denge	25,3	32,3	5,9	78,4
Bütçe Dengesi (Mahalli İdare ve Fon Payları hariç)	1,2	-14,0	-2,6	-8,6
Faiz Dışı Denge (Mahalli İdare ve Fon Payları hariç)	24,0	32,3	5,9	74,4

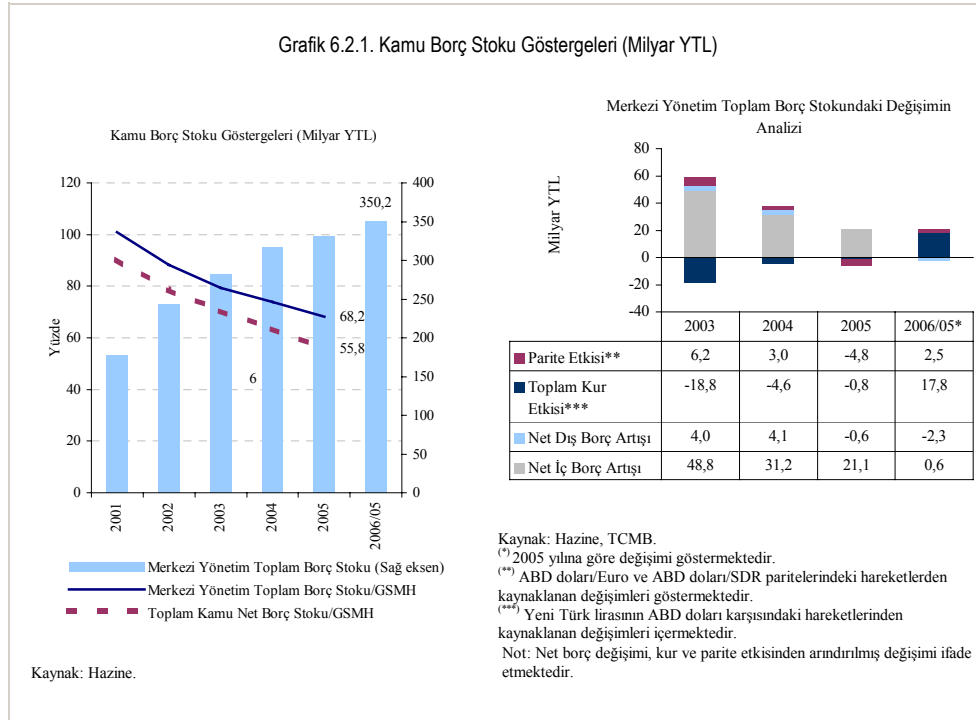
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Bütçe gelişmelerini olumsuz yönde etkileyebilecek söz konusu unsurlara karşın, bir taraftan genel olarak bütçe gelirlerinin yıl sonu hedefini aşma olasılığının yüksek olması, diğer taraftan sağlık harcamalarının kontrol altına alınması ve harcama kalemlerinde tasarrufa gidilmesi yönündeki bütçe

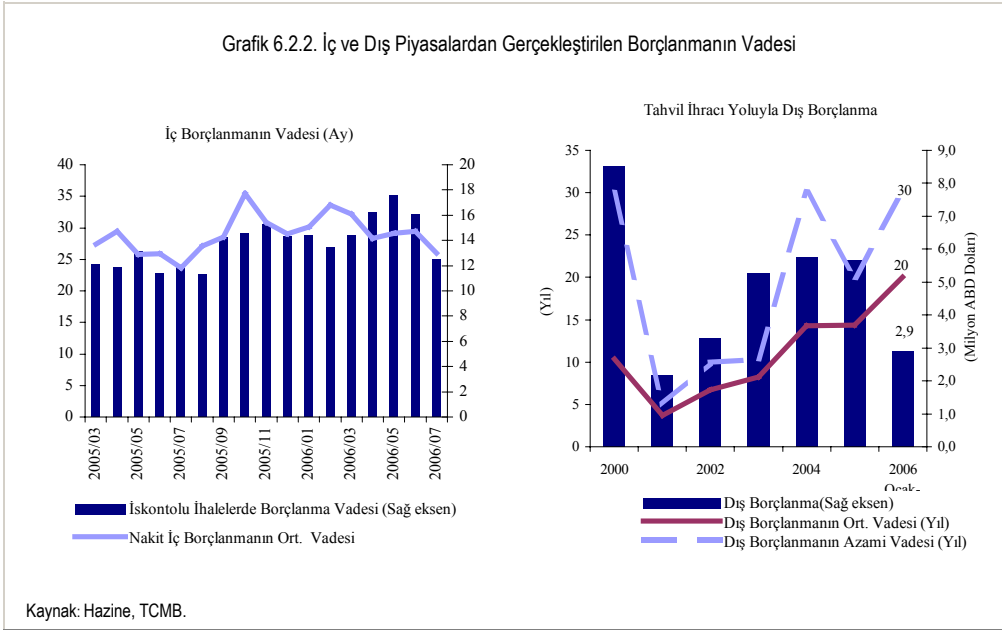
tedbirleri faiz dışı fazla hedefine ulaşılacağı yönündeki beklentileri güçlendirmektedir. Bununla birlikte, olası açıkların dolaylı vergiler yoluyla kapatılması halinde enflasyon beklentilerini düşürmek açısından önemli olan yıl sonu tek haneli enflasyon oranının gerçekleşmesi güçleşecektir.

6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku 2006 yılı Mayıs ayı sonu itibarıyla, 2005 yılı sonuna göre yüzde 5,6 oranında artış göstermiştir (Grafik 6.2.1). Yüksek faiz dışı fazla ve elde edilen özelleştirme gelirleri borç stokunun artış hızını sınırlarken, Yeni Türk lirasının değer kaybetmesi borç stokunu artıran bir unsur olmuştur. 2006 yılının ilk dört ayında merkezi yönetim borç stoku nominal olarak sınırlı bir artış sergilerken Mayıs ayında YTL’de ortaya çıkan aşınma merkezi yönetim borç stokunu 17,8 Milyar YTL artırmıştır. Ancak, döviz kurundan kaynaklı bu artış muhasebeleştirmeyle ilgili olup, borç ödemesi gerçekleştikçe gerçek maliyetin ortaya çıkacağı göz önüne alınmalıdır. Dolayısıyla, bugünkü artıştan daha çok döviz cinsi borç ödemelerinin yapılacağı tarihlerdeki döviz kurunun alacağı değer borç stoku üzerinde etkili olacaktır. Bununla birlikte, mevcut döviz cinsi borç stokunun nispeten uzun vadeli olması, Hazine’nin yüksek miktarda döviz mevduatı buldurması kurdaki oynaklıktan kaynaklanan riskleri kamu kesimi açısından sınırlamaktadır.



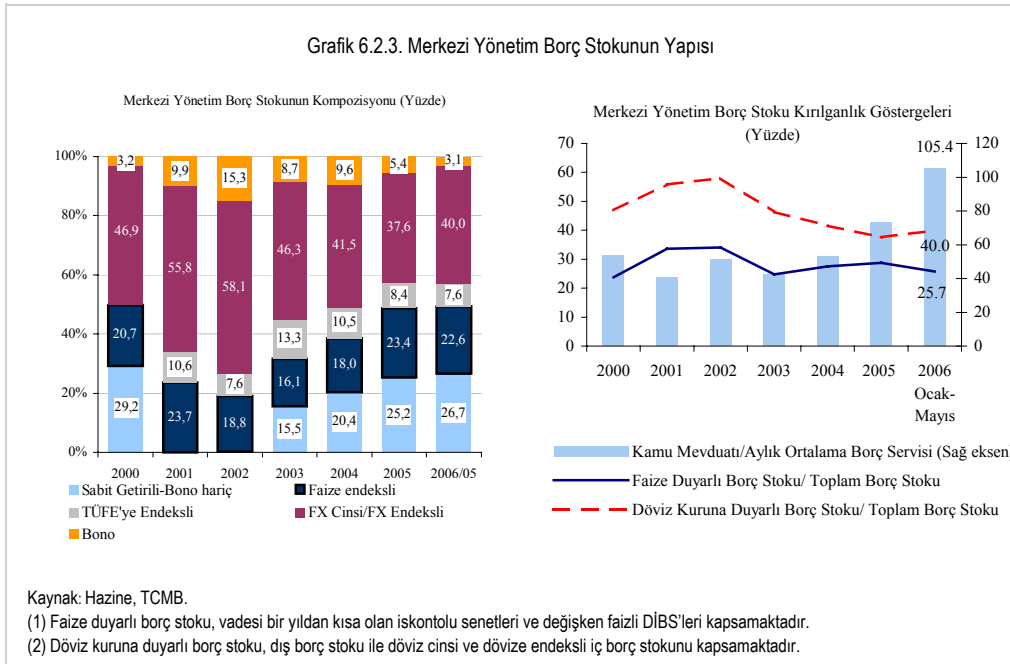
Stratejik ölçüt uygulaması² çerçevesinde belirlenen finansman stratejisine paralel olarak, 2006 yılının ilk beş aylık döneminde borç stokunun vadesini şekillendiren nakit borçlanmanın vadesi önemli ölçüde artış göstermiştir. İç borçlanmanın vadesinde gözlenen artış, ağırlıklı olarak vadesi 5 yıl olan kuponlu senetlerin ihraç edilmesi ile sağlanmıştır. Döviz kuru ve faiz oranlarında, Mayıs ayında başlayan ve Haziran ayında devam eden dalgalanmalar sonrasında yatırımcıların sabit kuponlu senetlerden ziyade kısa vadeli değişken faizli kıymetleri tercih etmeleri Hazine'nin borçlanma vadesinde gerilemeye neden olmuştur. Bununla birlikte, bu dönemde, Hazine'nin yaşanan gelişmelere karşın 20 ayın üzerinde iskontolu senet ihraç edebilmesi kamu borçlanması açısından olumlu bir gelişmedir. İç borçlanmanın yanı sıra, Temmuz ayında, sınırlı miktarda yapılan borçlanmanın vadesi de 2006 yılının ilk yarısına göre gerilemiştir (Grafik 6.2.2.).



2006 yılında, Mayıs ayı itibarıyla, borç stoku içerisinde sabit faizli uzun vadeli senetlerin payındaki artış eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, vadesi bir yılın altında olan iskontolu senetler ile TÜFE'ye endeksli senetlerin borç stoku içerisindeki payı azalmıştır. Ayrıca, likidite riskinin azaltılması

² Stratejik ölçüt uygulamasına göre; iç borçlanmanın vadesinin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılması, iç borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit getirili ve YTL cinsi senetler üzerinden gerçekleştirilmesi, ayrıca, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla önemli miktarda nakit rezerv bulundurulması hedeflenmektedir.

yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde 100 seviyesinin üzerine çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Bu artışta yüksek faiz dışı fazla ile özelleştirme gelirinin önemli katkısı olmuştur. Nitekim, 24 Mayıs ve 14 Haziran'da Hazine'nin, yüksek ödemesi için açılan ihalelere yeteri kadar talep gelmemesine karşın, önemli miktarda rezerv tutmasından dolayı hem likidite sorunu yaşanmamış hem de faiz oranındaki artış sınırlı olmuştur. Bu deneyim, uygulanan mali disiplinin ve özelleştirme gelirinin kamu kesiminin oluşan dışsal şoklara karşı hassasiyetini azalttığını göstermesi açısından önemlidir.



Hazine'nin, 2006 yılı borçlanma programına göre, net dış borç ödeyici konumunu sürdürmesi, dövizde endeksli senet ihracı gerçekleştirmeyecek olması ve döviz cinsi iç borç çevirme oranını yüzde 80 ile sınırlandırması, borç stokunun döviz kuruna olan duyarlılığının azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. 2006 yılı Ocak-Mayıs döneminde döviz cinsi borçlanmanın kısmen azaltılmasına karşın döviz kuruna karşı duyarlılığın artmış olması Mayıs ayında döviz kurunda gözlenen artıştan kaynaklanmıştır. Son dönemde döviz kuru ve faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar neticesinde, Mayıs ayından itibaren sabit kuponlu senet ihracı gerçekleştirilmemiştir. Temmuz ayında ise değişken kuponlu senet ihalelerinde vade 5 yıldan 2 yıla gerilemiştir. Bu gelişmeler neticesinde borçlanma vadesi bir miktar kısalmıştır. Bununla birlikte, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında değişken

faizli senetlere oldukça yüksek talep gelmiştir. Ayrıca, Hazine'nin önceden açıkladığı üzere piyasanın talep koşullarına göre borçlanma araçlarını değiştirebilmesi borçlanma politikasının esnekliği açısından önemli olduğu gözlenmiştir.

Borç yükündeki düşüşün sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi yüksek faiz dışı fazlanın yanı sıra, borçlanma maliyetlerinin düşürülmesini gerektirmektedir. Maliyet ve risk arasında denge sağlanmaya çalışılırken uzun vadeli değişken faizli senetlerle borçlanmaya devam edilmesi, maliyet unsuru açısından önemli bir faktör olmaktadır. Diğer taraftan, YTL'de ortaya çıkan aşınma ve faiz oranlarındaki artış borç stoku açısından risk oluşturmaktadır. Ancak, Hazine'nin yüksek miktarda döviz ve YTL cinsinden mevduat tutması bu riski sınırlamaktadır.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde, temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar özetlenmekte ve bu varsayımlar ile uyumlu olarak üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır. Para politikasının ortalama kontrol ufku olan bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, tahminler 2006 yılının geri kalan iki çeyreği ve 2007 yılının tamamını içermektedir. Ayrıca, enflasyon tahminlerinin her iki yönde belirgin bir şekilde sapmasına yol açabilecek olası temel riskler irdelenmektedir.

7.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Önceki Enflasyon Raporlarında olduğu gibi orta vadeli tahminlere temel oluşturan varsayımlar *yurt içi ekonomik faaliyete ilişkin ve dışsal faktörlere ilişkin* varsayımlar olmak üzere iki grupta ele alınmıştır. Söz konusu varsayım seti Rapor'un önceki bölümlerinde detaylı olarak ortaya konulan bilgi ve çözümlerinin toplulaştırılması ve rakamlara dönüştürülmesi sonucunda elde edilmiştir. Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere temel oluşturan varsayımlar geçen üç aylık süre içinde bilgi setine eklenen yeni veriler ve özellikle Mayıs ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin ekonomiye olası yansımaları ışığında güncellenmiştir.

Finansal piyasalarda Mayıs ayı ortalarında başlayan dalgalanmanın getirdiği belirsizlik ortamı, faizlerdeki artış ve YTL'de gözlenen değer kaybı sonucunda ithal mallarda meydana gelen görece fiyat artışı talep koşullarını da etkilemektedir. Bu bağlamda, yılın ikinci çeyreğinde güçlü seyreden yurt içi talebin, önümüzdeki dönemde ivme kaybedeceği ve 2006 yılının ikinci yarısında büyümenin yavaşlayacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan, YTL'de gözlenen değer kaybının ihracat performansını olumlu etkilerken ithalat artışını yavaşlatacağı düşünülmektedir. Sonuç olarak, net dış talepteki artışa rağmen, iç talepte görece bir yavaşlama olacağı ve toplam talebin hız kaybedeceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, talep koşullarının enflasyonu düşürücü yönde yaptığı katkının yılın ikinci yarısında artacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda orta vadeli öngörüler oluşturulurken; mevcut programın uygulanmaya devam edeceği, makroekonomik ve siyasi istikrarın bozulmayacağı, yapısal reformların ve bunlara bağlı olarak uzun vadeli sermaye girişlerinin devam edeceği ve verimlilik artışlarının süreceği bir ana senaryo altında Yeni Türk lirasının mevcut eğilimini sürdüreceği ve enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam edeceği bir görünüm çizilmekteydi. Ancak, finansal piyasalarda Mayıs ayından itibaren yaşanan dalgalanmalar sonucu YTL'de meydana gelen hızlı değer kaybı ile birlikte maliyet koşulları değişmiş, dolayısıyla YTL'nin yabancı para birimleri karşısındaki konumunun enflasyondaki düşüş sürecine kısa vadede verdiği destek ortadan kalkmıştır.

Bir önceki Enflasyon Raporu'nda, olumsuz bir dışsal gelişme olmaması durumunda yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonun tekrar aşağı yönlü bir seyir göstereceği öngörülmüştü. Fakat, bu öngörümüzün aksine tüketici fiyatlarında 2005 yılının son aylarında başlayan artış eğilimi 2006 yılının ikinci çeyreğinde de sürmüştü; ikinci çeyrek itibarıyla yıllık enflasyon hedefle uyumlu patikanın üst bandının dışında gerçekleşmiştir. Bu gerçekleşmenin arkasında yatan temel nedenler işlenmemiş gıda fiyatlarındaki arz yönlü gelişmeler, enerji ve altın fiyatlarının yüksek seviyelerde seyretmesi gibi arz şokları ve küresel likidite koşullarındaki bozulma sonucunda YTL'de meydana gelen değer kaybının neden olduğu maliyet unsurları olarak sıralanabilir. Döviz kurundaki bu hareketlenmenin fiyatlar üzerindeki doğrudan etkilerinin Ağustos ayından itibaren azalacağı; ancak beklenen bu düşüşe karşın, mevsimsel fiyat ayarlamalarından dolayı sonbahar aylarında enflasyonda tekrar dalgalanmaların olabileceği öngörülmektedir.

Önceki Enflasyon Raporlarında enflasyon hedefine ulaşılabilirlik açısından hizmet grubu fiyat dinamiklerinin konjoktüre bağlı olarak kritik önem taşıdığı vurgulanmış; bunun arkasındaki nedenlerden biri olarak da konut fiyatlarındaki hızlı artışın özellikle kira alt kalemi aracılığıyla tüketici fiyatları üzerinde dönemsel baskı oluşturması öne çıkarılmıştı. Konut kredisi faizlerindeki yükselişle birlikte önümüzdeki dönemde, konut fiyatlarındaki artışın yavaşlayacağı ve ilgili hizmet kalemlerindeki enflasyon katılığının tedricen azalacağı öngörülmektedir. Dolayısıyla, tahminler üretilirken, hizmet grubu enflasyonunun tüketici fiyatları üzerinde oluşturduğu ek baskının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre azalacağı bir çerçeveye çizilmiştir.

Dışsal faktörlere ilişkin varsayımlar; Euro bölgesinin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makro değişkenlerine ilişkin öngörüler, uluslararası emtia fiyatlarına (ham petrol, ana metal fiyatları, vb.) dair varsayımları ve küresel likidite koşullarının finansal piyasalar üzerindeki olası etkilerinin analizini içermektedir. Euro bölgesine ilişkin varsayımlar, çok sayıda uzman tarafından üretilen farklı tahminlerin birleştirilmesiyle oluşturulan “Consensus Forecast” sonuçlarının Haziran 2006 tarihli bülteninden alınmıştır. Bu tahminlere göre Euro bölgesinde 2006 yılında iç talep kaynaklı olarak yüzde 2-2,5 aralığında bir büyüme oranı öngörülmektedir. Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat enflasyonunun 2006 yılının ikinci yarısında ve 2007 yılı boyunca yüzde 2'nin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Euro bölgesinde faiz oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmakta; bu da Avrupa Merkez Bankası'nın orta vadede kademeli olarak para politikasını sıkılaştırmaya devam edeceği sinyalini vermektedir. Euro bölgesinin yanı sıra diğer gelişmiş ülkelerin para politikaları da uluslararası likidite koşullarının seyrini öngörmek açısından tahmin sürecinde dikkate alınmıştır. Tahminler üretilirken, önümüzdeki dönemde söz konusu unsurlara ilişkin mevcut belirsizliklerin sürdüğü bir görünüm esas alınmıştır.

Ham petrol fiyatları yılın ilk aylarındaki görece istikrardan sonra Nisan ayı ile birlikte yükseliş eğilimine girmiştir. Bu nedenle tahminler üretilirken petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenmiştir. Petrol fiyatlarına ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı, ana senaryo altında üretilen enflasyon tahminlerinde petrol fiyatlarının mevcut düzeylerde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Ocak ve Nisan aylarında yayımlanan Enflasyon Raporlarında küresel likidite koşullarına ilişkin belirsizlikler enflasyon tahminlerinden sapmaya yol açabilecek olası risk unsurlarından biri olarak değerlendirilmişti. Nisan ayı Enflasyon Raporu'ndan bu yana dış konjonktürde yaşanan en önemli gelişme hiç kuşkusuz küresel likidite koşullarında yaşanan değişim olmuştur. Bu çerçevede, daha önceki Raporlarda temel risk unsuru olarak değinilen uluslararası likidite şoku gerçekleşmiştir. Bunun neticesinde, Haziran ayı itibarıyla enflasyon beklentileri ve Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarındaki bozulma önemli boyutlara ulaşmış; Mayıs ve Haziran aylarında Türkiye kredi risk priminde 150 baz puan civarında bir bozulma gözlenmiştir. Bu Rapor'da sunulan tahminler; önümüzdeki dönemde beklentilerin iyi yönetileceği, uluslararası likidite koşullarında yakın dönemdekine benzer ek bir bozulma

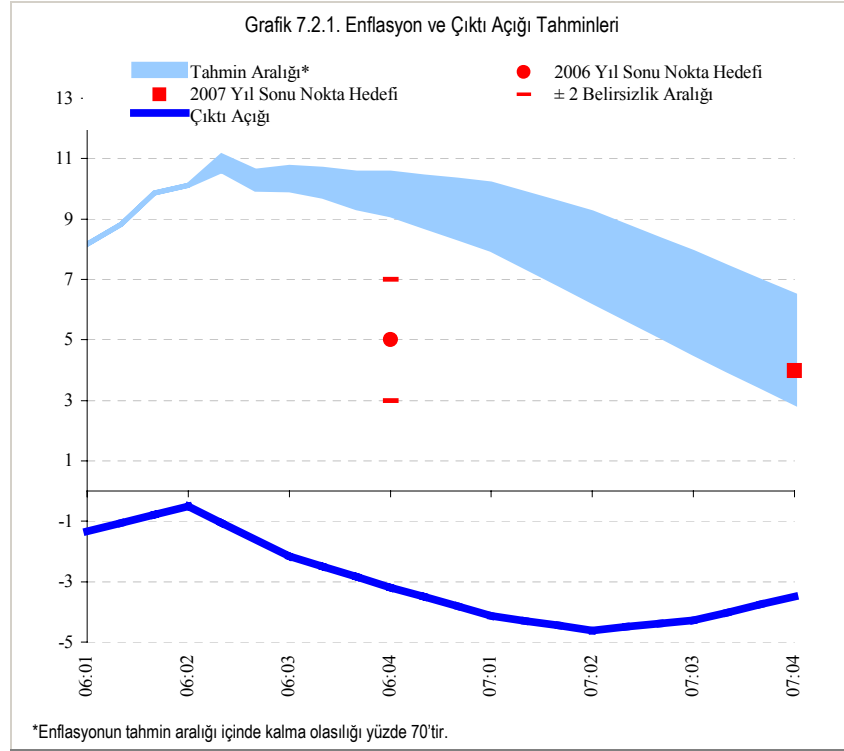
süreci yaşanmayacağı ve buna bağlı olarak risk priminin bugünkü seviyelerine kıyasla belirgin bir değişim göstermeyeceği varsayımı altında üretilmiştir.

Ayrıca tahminlerin arkasında; orta vadede yurt içi talepteki yavaşlama ile birlikte döviz kuru gelişmelerinin fiyatlar üzerindeki ikincil etkilerinin sınırlı kalacağı, işlenmemiş gıda fiyatlarının normalleşeceği (nitekim normalleşmenin ilk belirtileri Haziran ayında görülmektedir) ve tütün fiyatlarında yaşanan bir defaya mahsus artışların ortadan kalkacağı öngörülürü yatmaktadır.

7.2. Tahminler

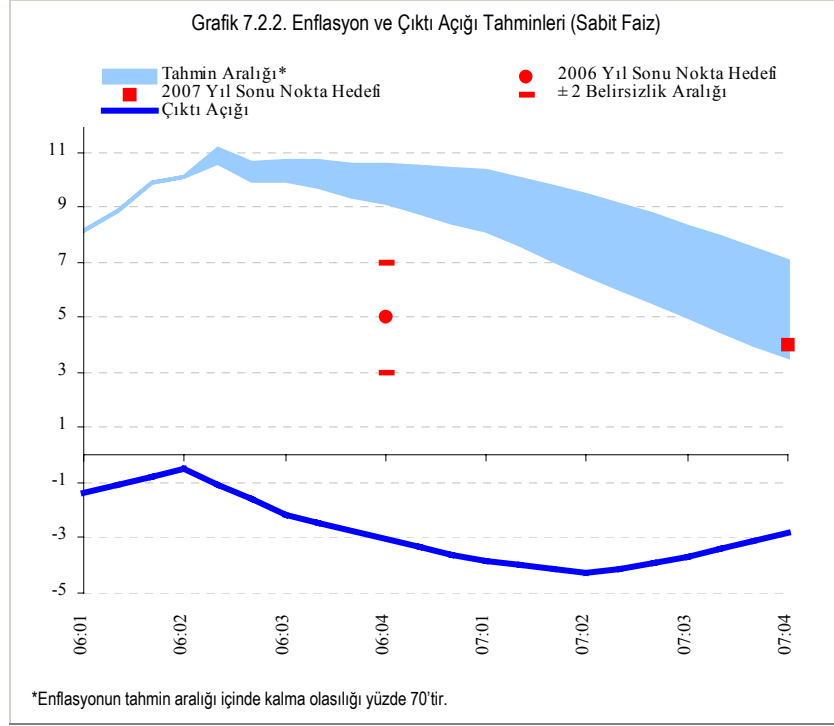
Para politikasına dair alınan kararların ekonomiye etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığından, politika oluşturulurken enflasyonun orta vadede izleyeceği seyre dair değerlendirmeler büyük önem arz etmektedir. Merkez Bankası enflasyonun gelecekteki eğilimine dair değerlendirmelerini oluştururken mevcut veri setini hem sayısal hem de yargısal yöntemler ile ele almaktadır. Sayısal yöntemler; yapısal modelleri, simülasyon uygulamalarını ve diğer istatistiksel ölçüm tekniklerini içermekte iken; yargısal yöntemler daha çok öznel değerlendirmelere dayanmaktadır.

Bahsedilen yöntemlerin toplulaştırılması ile oluşturulan ve 2006 yılının ikinci yarısı ile 2007 yılının tamamını içeren bir buçuk yıllık bir zaman dilimi için üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1’de sunulmaktadır. 2006 yıl sonu enflasyonunun yüzde 70 olasılıkla yüzde 9,1 ile yüzde 10,5 arasında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankasının, Haziran ayındaki tedbirlere ilave olarak 2006 yılının kalanında ölçülü bir parasal sıkılaştırma yoluna gittiği, 2007 yılında ise politika faizlerini kademeli olarak düşürdüğü bir duruş altında oluşturulan tahminlere göre, enflasyon 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir düşüş gösterecek ve 2007 yılı sonunda yüzde 70 olasılıkla yüzde 3 ile yüzde 6,5 arasında yer alacaktır.



Grafik 7.2.1'de aynı zamanda enflasyon öngörüsüne temel teşkil eden çıktı açığı tahminleri yer almaktadır. 2006 yılının geri kalan kısmında çıktı açığının enflasyondaki düşüşe katkısının artacağı tahmin edilmektedir. Bir diğer ifadeyle, ekonominin talep ve kapasite koşullarını belirleyen değişkenlere ilişkin tahminler bir arada değerlendirildiğinde, bu koşulların 2006 yılında enflasyonu düşürücü yönde olacağı ve son dönem gelişmeleri sonrasında bu desteğin Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla artacağı öngörülmektedir. Burada tekrar vurgulanması gereken önemli bir husus, yukarıdaki tahminlerin bugünkü bilgi seti ışığında orta vadeli bir perspektifle üretildiği, arkasında yatan bütün varsayımların zaman içinde değişme ihtimalinin olduğu ve böyle bir durumda hem tahminlerin hem de para politikasının geleceğe yönelik duruşunun değişeceği.

Yukarıda çerçevesi çizilen mevcut durum saptamasının, kısa vadeli görünümün ve temel değişkenlere ilişkin varsayımların aynen korunduğu; bunlara ilaveten kısa vadeli faiz oranlarının 20 Temmuz 2006 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısı öncesi düzeylerinde bir yıl boyunca sabit tutulduğu bir senaryo altında üretilen tahminler ise Grafik 7.2.2.'de sunulmaktadır.



Söz konusu varsayım altında üretilen projeksiyonlara göre, enflasyon yüzde 70 olasılıkla 2006 yıl sonunda yüzde 9,1 ile 10,5 arasında, 2007 yıl sonunda ise yüzde 3,5 ile 7 arasında gerçekleşecektir. Para politikasının Haziran sonundaki duruşunun değişmediği varsayımına dayanan bu tahminler, 2007 yıl sonu hedefine ulaşılabilmesi için 2006 yılının kalanında ölçülü bir parasal sıkılaştırma gerekebileceğine işaret etmektedir. 20 Temmuz Kurul kararı bu yönde bir adım olarak değerlendirilmelidir. Ayrıca, faiz oranlarının yanısıra, enflasyonu etkileyen unsurlara ilişkin her türlü yeni verinin bu değerlendirmeleri değiştirebileceği de bir kez daha vurgulanmalıdır.

Sonuç olarak, para politikasının temkinli duruşu altında orta vadeli hedeflerin erişilebilir olduğu düşünülmektedir. Burada belirtilmesi gereken son nokta, bu tahminlerin, mali disiplinden taviz verilmediği, gelirler politikasının enflasyon hedefiyle uyumlu biçimde uygulandığı ve beklentilerin iyi yönetildiği bir çerçevede oluşturulduğudur.

7.3. Risk Unsurları

Petrol fiyatlarının seyrindeki belirsizlikler, küresel enflasyon kaygıları ve buna bağlı olarak uluslararası likidite koşullarındaki olası değişiklikler önümüzdeki dönemde temel risk unsurları olarak değerlendirilmektedir.

Petrol fiyatları, ilk iki Enflasyon Raporu'nda da belirtildiği gibi, enflasyon tahmini oluşturulurken önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir. Petrol fiyatlarındaki artışlar, öncelikle, enerji ve ulaştırma sektörleri gibi petrol ürünlerinin doğrudan girdi olduğu sektörlerde fiyat artışlarına yol açmaktadır. Petrol fiyatlarının bugünkü düzeylerinin üzerinde artmaya devam etmesi halinde birincil etkilere tepki verilmeyecektir. Ancak petrol fiyatlarındaki olası gelişmelerin enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi ve bunun sonucu olarak ekonominin genelinde fiyatlama davranışlarında değişikliğe yol açması durumunda Merkez Bankası gereken tedbirleri alacaktır.

Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon kaygılarının ortadan kalkmaması ve buna bağlı olarak parasal sıkılaşma sürecinin devam etmesi önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Son dönemdeki gelişmeler, risk iştahındaki salınımların enflasyon açısından temel risk unsurlarından biri olmaya devam edebileceğine işaret etmektedir. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde, enflasyon üzerinde görece fiyat hareketlerinden kaynaklanan doğrudan etkilere tepki verilmeyecek ancak orta vadeli beklentiler ve fiyatlama davranışındaki bozulmalara müsaade edilmeyecektir.

Fiyatlama davranışlarının bozulma olasılığı ise önümüzdeki dönemde bir diğer risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Son yıllarda enflasyondaki düşüş süreciyle birlikte enflasyon hedeflerinin giderek artan bir biçimde fiyatlama kararlarında referans teşkil ettiği gözlenmiştir. Ancak yakın dönemdeki gelişmelerin ardından orta vadeli beklentilerin belirgin olarak bozulması, geçmiş dönem enflasyonuna ya da enflasyon hedefi dışında başka bir değişkenin fiyatlamada referans alınması riskini karşımıza çıkarmaktadır. TCMB, böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde gereken tepkiyi vermekten kaçınmayacak, ekonomik birimlerin orta vadeli enflasyon tahminleri hedeflere yakınsayana kadar temkinli duruşu elden bırakmayacaktır.

İçinde bulunduğumuz koşullar altında risk algılamalarında ve beklentilerde bozulmaya yol açacak her türlü uygulamadan kaçınılması, gerek

fiyat istikrarı gerekse makroekonomik istikrar açısından büyük önem taşımaktadır. Risk algılamasını sınırlandırmak yönünde atılacak her adım, istikrarı sağlamanın ve sürdürmenin maliyetini azaltacaktır. Enflasyonist olmayan büyümenin sürdürülebilirliği bakımından belirleyici olan ana unsurun, makroekonomik istikrarın kalıcılığına ilişkin güven olduğu unutulmamalıdır. Mali disiplinin kalitesini daha da artıracak yapısal düzenlemeler konusunda kararlılığın devam etmesinin yanı sıra, rekabet ve yatırım ortamını geliştirecek, dolayısıyla uzun vadede verimlilik artışlarını destekleyecek reformların sürekliliği kritik önem taşımaktadır. Bu bağlamda, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi kritik önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi, uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.

TCMB, önümüzdeki dönemde de enflasyon görünümüne ilişkin saptamalarını şeffaf bir şekilde açıklamaya ve orta vadede enflasyon hedefine ulaşılabilmesi için izlenecek para politikaları konusunda kamuoyunu bilgilendirmeye devam edecektir.

GRAFİKLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME		
Grafik 1.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri		4
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER		
Grafik 2.1.1. Para Politikası Faiz Oranları		9
Grafik 2.1.2. Enflasyon Oranları		9
Grafik 2.2.1. Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi		10
Grafik 2.2.2. VIX Endeksi		10
Grafik 2.2.3. Gelişmiş Ülke Tahvil Getirileri (30-yıl)		11
Grafik 2.2.4. EMBI+ Gelişmeleri		11
Grafik 2.2.5. Gelişmiş Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri		12
Grafik 2.2.6. Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri		12
Grafik 2.2.7. Emtia Fiyatları Gelişmeleri		13
Grafik 2.2.8. Petrol Fiyatları		13
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ		
Grafik 3.1.1. Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu		15
Grafik 3.1.2. İşlenmiş ve İşlenmemiş Gıda Ürünleri Fiyatları		16
Grafik 3.1.3. Taze Meyve-Sebze ve Diğer İşlenmemiş Gıda Ürünleri Fiyatları		17
Grafik 3.1.4. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları		18
Grafik 3.1.5. Hizmet ve Mal Grubu Fiyatları		19
Grafik 3.1.6. Hizmet Grubu Fiyatları		19
Grafik 3.1.7. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi (D*)		20
Grafik 3.1.8. İmalat Sanayi Fiyatları ve Döviz Kuru Sepeti		22
Grafik 3.1.9. ÜFE ve Petrol Ürünleri Hariç İmalat Sanayi Fiyatları		22
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentisi		23
Kutu 3.1. Grafik 1. Fiyat Seviyesi ve Enflasyonun Tütün Ürünlerindeki Bir Kerelik ÖTV Artışı Neticesindeki Davranışı		25
Kutu 3.1. Grafik 2. Fiyat Seviyesi ve Enflasyonun YTL'deki Bir Kerelik Değer Kaybı Neticesindeki Davranışı		26
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ		
Grafik 4.1.1. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep		27
Grafik 4.1.2. Çıktı Açığı, Özel İmalat Sanayiinde Kapasite Kullanım Oranı ve Kişi Başına Çalışılan Saat		29
Grafik 4.1.3. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları		30
Grafik 4.1.4. Yurt İçine Yapılan Beyaz Eşya Satışları		30
Grafik 4.1.5. Yurt İçine Yapılan Ağır Ticari Araç Satışları, Makine-Teçhizat, Elektrikli Makine ve Metalik Olmayan Diğer Mineral Maddeler Üretimi		31
Grafik 4.1.6. Yatırım Harcamaları ve Uzun Vadeli Dış Kredi Kullanımı		31
Grafik 4.1.7. Çıktı Açığı		32
Grafik 4.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH		33
Grafik 4.2.2. İthalat ve İhracat		34
Grafik 4.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Birim Reel Ücret Endeksi		36
Kutu 4.1 Grafik 1. Gözden Geçirme Politikası		40
Kutu 4.1 Grafik 2. Ana Ürün Fiyatını Gözden Geçirme Zaman Aralığı		40
Kutu 4.1 Grafik 3. Fiyat Katılıklarını Açıklamaya Yönelik Teorilerin Önem Düzeyleri		42
Kutu 4.2. Grafik 1. Cari İşlemler Açığı/GSYİH		45

5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	
Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	48
Grafik 5.1.2. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	50
Grafik 5.1.3. Getiri Eğrileri	50
Grafik 5.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri	51
Grafik 5.1.5. Döviz Kuru Gelişmeleri	51
Grafik 5.1.6. Yabancı Bankaların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	52
Grafik 5.2.1. Yurtdışı Yerleşiklerin Tuttukları DİBS Miktarı	53
Grafik 5.2.2. Reel Sektöre Açılan Krediler/GSMH	54
Grafik 5.2.3. Tüketici Kredilerinin Gelişimi	55
Kutu 5.1. Grafik 1. İmalat Sanayii Firmalarının YP Cinsinden Ortalama Borç Payları	58
Kutu 5.1. Grafik 2. İmalat Dışı Firmalarının YP Cinsinden Ortalama Borç Payları	58
Kutu 5.1. Grafik 3. İmalat Sanayii Firmalarının YP Cinsi Borç Vadesi	59
Kutu 5.1. Grafik 4. İmalat Dışı Firmaların YP Cinsi Borç Vadesi	60
6. KAMU MALİYESİ	
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	64
Grafik 6.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	65
Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	66
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	73
Grafik 7.2.2. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri (Sabit Faiz)	74

TABLOLAR

2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
	Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları	8
	Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası Gelişmeleri	14
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	
	Tablo 3.1.1. Taze Meyve-Sebze Fiyatları	16
	Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	18
	Tablo 3.1.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)	21
	Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	23
4.	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	
	Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	28
	Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	35
	Kutu 4.1 Tablo 1. 2004 Yılında Esas Faaliyet Giderleri İçindeki Kalemlerin Ağırlıkları	39
	Kutu 4.1 Tablo 2. Firmaların Yurt İçi Pazardaki Konumlarına Göre Rekabet Halinde Oldukları Firma Sayısı ve Ana Ürünün Pazar Payları	39
	Kutu 4.1 Tablo 3. Pazardaki Konuma Göre Uygulanan Fiyatlama Politikalarına İlişkin Önem Düzeyleri	41
	Kutu 4.2. Tablo 1. Ham Petrol Fiyatları	44
	Kutu 4.2. Tablo 2. Enerji Fiyat Artışının Cari Açık Üzerine Etkisi	45
	Kutu 4.2. Tablo 3. Dış Finansman Kaynakları	46
5.	MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	
	Kutu 5.1. Tablo 1. Firmaların Toplam Yükümlülüklerinin Yüzde Dağılımı	56
	Kutu 5.1. Tablo 2. YP Cinsi Borçların Gruplara ve Yıllara Göre Gelişimi	57
6.	KAMU MALİYESİ	
	Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	63

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AB	Avrupa Birliği
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BESD	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
BoJ	Japonya Merkez Bankası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
Fed	Amerika Merkez Bankası
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	Gayrî Safi Millî Hasıla
GSYİH	Gayrî Safi Yurt İçi Hasıla
HICP	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
IFS	Uluslararası Finansal İstatistikler
LME	Londra Metal Borsası
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
MSCI	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
ÖKTG	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PPK	Para Politikası Kurulu
SSK	Sosyal Sigortalar Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TİM	Türkiye İhracatçıları Meclisi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
VIX	Şikago Türev Araçlar Borsası Oynaklık Endeksi
YTL	Yeni Türk lirası