



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

## 2006-II



## İÇİNDEKİLER

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	1
1.1. Son Üç Aylık Dönemdeki Gelişmeler	1
1.2. Tahminler	2
1.3. Riskler ve Politika Tepkisi	4
<b>2. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	7
2.1. Gerçekleşmeler	7
2.2. Beklentiler	13
<b>3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ</b>	19
3.1. Arz-Talep Dengesi	19
3.2. Dış Talep	25
3.3. Maliyetler	27
<b>4. MALİ PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	35
4.1. Mali Piyasalar	35
4.2. Finansal Aracılık ve Krediler	38
<b>5. KAMU MALİYESİ</b>	43
5.1. Bütçe Gelişmeleri	43
5.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	45
<b>6. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	49
6.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	49
6.2. Tahminlerin Yorumlanması	52
6.3. Risk Unsurları	57



## 1. Genel Değerlendirme<sup>1</sup>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2006 yılı Ocak ayında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesinde temel iletişim araçlarının başında Enflasyon Raporu gelmektedir. TCMB, bu rapor aracılığıyla, enflasyonu etkileyen unsurlara bakışını ve enflasyon görünümüne ilişkin değerlendirmelerini sunmaktadır. Rapor'da aynı zamanda şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkeleri kapsamında enflasyon tahminleri ve hedefe ulaşılabilmesi için öngörülen politikalar da kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

### *1.1. Son Üç Aylık Dönemdeki Gelişmeler*

Enflasyondaki düşüş yılın ilk çeyreğinde duraksama göstermiş ve yıllık enflasyon Mart ayı sonu itibarıyla yüzde 8,16 düzeyi ile hedefle uyumlu patikanın bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Bu duraksamada, bir önceki raporda da ifade edildiği gibi, 2005 yılının ilk aylarında fiyat artışlarının tarihsel olarak çok düşük düzeylerde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Ancak enflasyonun yılın ilk çeyreğinde hedefle uyumlu patikanın üzerinde gerçekleşmesinin tek nedeni yukarıda bahsedilen baz etkisi değildir. Alkollü içecekler-tütün, enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının bu dönemde yüksek oranlı artışlar göstermesi de bu gelişmede etkili olmuştur. Söz konusu ürünler dışlanarak elde edilen endeksin artış hızı incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğu ve söz konusu endekste ilk üç aylık artışın geçtiğimiz yılın aynı dönemine oranla daha düşük olduğu görülmektedir. Bir diğer deyişle, enflasyonun temel eğilimindeki düşüş devam etmektedir.

Ocak ayındaki Enflasyon Raporu'nda, yılın ilk çeyreğinde enflasyondaki düşüş sürecinin duraksayacağı ancak olumsuz bir dışsal gelişme olmaması durumunda yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonun tekrar aşağı yönlü eğilim izleyeceği öngörülmüştü. Mart ayında tekstil, hazır giyim ve deri sektöründe KDV oranının yüzde 18'den 8'e düşürülmesi enflasyonun ikinci çeyrekte tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörüsünü güçlendiren bir gelişme olurken, yakın dönemde petrol fiyatlarının hızlı artışlar göstermesi söz konusu öngörünün temkinle ele alınma gerekliliğini gündeme getirmiştir.

<sup>1</sup> Bu rapor 13 Nisan 2006 tarihine kadar olan veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Fiyat gelişmelerinin yanında, son üç ayda ekonomik faaliyete ilişkin veriler de bir önceki Rapor'da sunulan görünüm ile paralellik göstermiştir. 2005 yılının son çeyreğine dair mevsimsellikten arındırılmış Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) rakamları, büyümenin istikrarlı bir görünüm sergilediğine işaret etmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğine ilişkin açıklanan satış ve üretim verileri de bu görünümü desteklemektedir.

2005 yılında toplam nihai yurt içi talepteki büyüme çok yüksek düzeylere ulaşmış ancak net dış talebin katkısının negatif olması büyümeyi sınırlayan bir unsur olmuştur. Bununla birlikte, büyüme hızının tarihsel ortalamaların çok üzerinde olduğu da gözlenmektedir. Yüksek büyüme hızlarının enflasyon üzerinde belirgin bir baskı oluşturmamasının temel nedeni büyümenin daha çok yatırım kaynaklı ve verimlilik artışına dayalı olmasıdır. Bu gelişmede son yıllarda mali ve parasal disiplin ile makroekonomik istikrarın sürmesi sonucu oluşan güven ortamının yatırım eğilimini desteklemesi belirleyici olmuştur.

Sonuç olarak, ilk Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne kadar enflasyona ve ekonomik faaliyete ilişkin açıklanan veriler, TCMB'nin öngörülleri ile tutarlı bir görünüm arz etmiştir. Son üç aylık dönemde öngörülemeyen bir gelişmenin ortaya çıkmaması, söz konusu raporda kamuoyu ile paylaşılan politika perspektifi ile uyumlu hareket edilmesine olanak tanımış ve politika faiz oranları yılın ilk üç ayında değiştirilmemiştir.

## ***1.2. Tahminler***

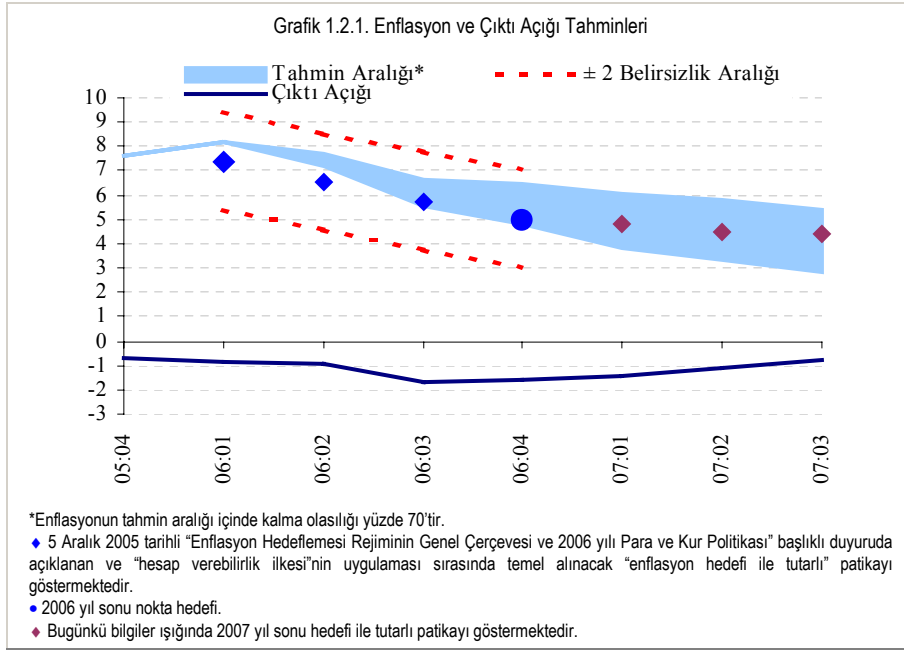
Para politikasının mevcut perspektifi altında, yurt içi talebin 2006 yılının ilk yarısında yeni bir ivmelenme olmaksızın istikrarlı seyrini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Yatırımlardaki ve verimlilik artışlarındaki istikrarlı görünüm de üretim kapasitesi açısından olumlu sinyaller vermektedir. Son dönemde tarım dışı istihdamda yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır. Tarım sektöründen diğer sektörlerle kayan işgücü daha yüksek bir talep potansiyeli oluşturmakta bu da toplam nihai yurt içi talebi destekleyen bir unsur olmaktadır. Ancak tarım dışı sektörlerde işgücü talebi hızla artmaya devam ederken, işgücüne katılım oranının da bu artışa eşlik etmesi, söz konusu gelişmenin birim işgücü maliyetleri kanalıyla fiyatlar üzerinde oluşturduğu baskıyı sınırlamaktadır. Bu doğrultuda, arz ve talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkı önceki yıllara oranla azalmakla birlikte, enflasyona bu kanaldan belirgin bir baskı gelmeyeceği tahmin edilmektedir.

Yeni Türk lirasının güçlü konumu enflasyondaki düşüş sürecine destek vermektedir. Kuşkusuz, söz konusu gelişmede makroekonomik istikrar ve yapısal dönüşümün yanında uluslararası likidite koşullarının olumlu seyrinin de payı bulunmaktadır. Bu durum dünya emtia fiyatlarındaki artışların yurt içi fiyatlara yansımaları sınırlandıran bir unsur olmuştur. Yeni Türk lirasının güçlü konumu aynı zamanda yurt içi üretim faktörlerinin sermaye girdisi lehine gelişimini desteklemekte ve bu kanaldan verimlilik artışlarına katkıda bulunmaktadır.

Önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş sürecine destek verecek bir diğer unsur, Çin ve Hindistan gibi ülkelerdeki ucuz işgücü maliyetlerinin uluslararası rekabet aracılığıyla dış ticarete konu olan malların fiyat artışlarını sınırlamaya devam edecek olmasıdır. Diğer yandan, söz konusu ülkelerdeki yüksek büyüme aynı zamanda dünya emtia fiyatlarının hızlı artmasına katkıda bulunarak girdi maliyetleri kanalıyla enflasyonu olumsuz etkilemektedir. Zıt yönlü bu iki etmenin enflasyon üzerindeki yansımaları birlikte değerlendirildiğinde net etkinin olumlu yönde olacağı tahmin edilmektedir.

Uluslararası likidite koşulları ve risk priminin yılın ilk iki ayındaki seyri, gelişmekte olan ülkeler lehine gerçekleşmiştir. Mart ayında, gerek global risk iştahındaki bozulma eğilimi gerekse Japonya Merkez Bankası'nın faiz oranlarına ilişkin belirsizlik algılamaları artmış olsa da, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminler, global likiditeki değişimin ılımlı bir şekilde gerçekleşeceği ve uluslararası likidite koşullarındaki değişimin ani olmayacağı öngörüsüne dayanmaktadır.

Yukarıda sunulan makroekonomik görünüm ve para politikasının durumu göz önüne alındığında, enflasyon eğiliminin önümüzdeki dönemde aşağı yönlü olacağı öngörülmektedir. Rapor'un son bölümünde ayrıntılı olarak ele alınan tahminler, politika faizlerinin aşamalı olarak düşürüldüğü bir perspektifte, enflasyonun 2006 yılında hedefe yakın gerçekleşeceğine ve 2007 yılının ortası itibarıyla orta vadeli hedeflerle uyumlu olacağına işaret etmektedir (Grafik 1.2.1). Yine aynı perspektif altında, ekonomideki toplam talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azalmakla birlikte süreceği öngörülmektedir. Bir diğer ifadeyle, çıktı açığının sifıra yakın negatif seyreceği tahmin edilmektedir.



### 1.3. Riskler ve Politika Tepkisi

Petrol fiyatlarının seyirindeki belirsizlikler, önümüzdeki dönemde enflasyon hedefine ulaşılabilirlik konusundaki temel risklerin başında gelmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu'nda üretilen tahminlerde petrol fiyatlarının sabit kaldığı varsayılmıştı. Ancak, bu süre zarfında söz konusu fiyatlar artmaya devam etmiş ve yakın dönemde oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Petrol fiyatlarının yıllık enflasyon üzerinde oluşturduğu olumsuz etki, 2006 yılının ilk çeyreğinde enflasyon beklentilerindeki düşüşü yavaşlatan unsurlardan biri olmuştur. Önümüzdeki aylarda söz konusu eğilimin devam etmesi halinde, petrol fiyatlarının 2006 yılı sonu enflasyonu üzerindeki olumsuz etkisi hissedilmeye başlayacaktır. Petrol fiyatlarındaki artışların etkisi şu ana kadar görece fiyat değişiminden öteye geçmemiş ve petrol ürünlerini doğrudan girdi olarak kullanmayan sektörlerde fiyatlama değişikliğine yol açmamıştır. Bir diğer ifadeyle, ikincil etkiler sınırlı düzeyde kalmıştır. Ancak, beklentiler önceki üç aylık döneme kıyasla daha dikkatli izlenmesi gereken bir konuma gelmiştir. Bu noktada, petrol fiyatlarındaki artışların sürmesi ve ikincil etkilerin belirginleşmesi halinde TCMB'nin gerekli tepkiyi vereceği tekrar vurgulanmalıdır.

Enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasına yol açan bir diğer unsur, konut sektöründeki arz açığının devam etmesi nedeniyle, kira gibi kalemlerde normalin ötesinde oluşan fiyat artışlarıdır. 2006 yılı boyunca hizmet fiyat

artışlarının, özellikle kira kaynaklı olarak, genel enflasyon eğiliminin oldukça üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bu gelişmenin, daha çok yapısal ve geçiş dönemine özgü unsurlardan kaynaklandığı ve bir süre daha devam edeceği, ancak bu aşamada para politikası tepkisini gerektirmediği düşünülmektedir. Konut arzının zaman içinde uyum sağlamasıyla bu durumun tedricen ortadan kalkacağı tahmin edilmektedir.

Hizmet grubundaki fiyat artışının 2006 yılı enflasyonuna katkısının yaklaşık 2,5-3 puan arasında olacağı öngörülmektedir. Bu durumda 2006 yılı hedefine ulaşılabilmesi için mal grubu enflasyonunun yüzde 3 civarında gerçekleşmesi gerekmektedir. Ne var ki, son dönemde yaş meyve sebze, petrol, ana metal ve altın gibi para politikasının etki alanı dışında kalan kalemlerin fiyat artışlarındaki hızlanma bu olasılığı azaltmaktadır. Bu noktada, söz konusu kalemlerdeki fiyat artışlarının büyük oranda geçici nitelik taşıdığı ve ikincil etkiler sınırlı kaldığı sürece para politikasının sert tepki vermeyeceği özenle vurgulanmalıdır.

Önümüzdeki döneme ilişkin temel risklerden bir diğeri, global risk iştahı ve uluslararası likidite koşullarındaki seyrin öngörülme güçlüğüdür. Son dönemde cari açığın finansman kalitesindeki artışın ve kamu maliyesindeki olumlu gelişmelerin, olası şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırdığı düşünülmektedir. Ancak yine de mevcut durumda söz konusu yönden gelebilecek bir şokun, ekonomimizi olumsuz etkileme potansiyeli taşıdığı da bir gerçektir. Böylesi bir gelişmenin ortaya çıkması halinde, öncelikle enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyumlu olması amaçlanacaktır. Bu doğrultuda, politika tepkisi zamana yayılarak, dış kaynaklı şokların ekonomi üzerindeki etkisinin fiyat istikrarına zarar vermeden yumuşatılması sağlanmış olacaktır.

Fiyat istikrarı makroekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme açısından olmazsa olmaz bir ön koşuldur. Son yıllarda bu doğrultuda önemli adımlar atılmıştır. TCMB bu kazanımların daha da ileriye götürülmesi konusunda üzerine düşen görevi yerine getirmeye devam edecektir. Enflasyonist olmayan büyümenin sürdürülebilirliği bakımından belirleyici olan ana unsurun, makroekonomik istikrarın kalıcılığına ilişkin güven olduğu unutulmamalıdır. Bu bağlamda, 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.

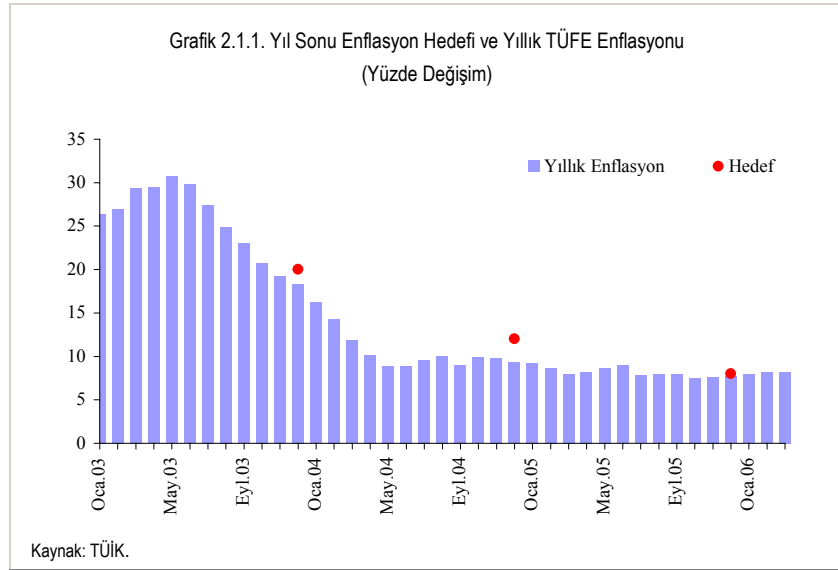




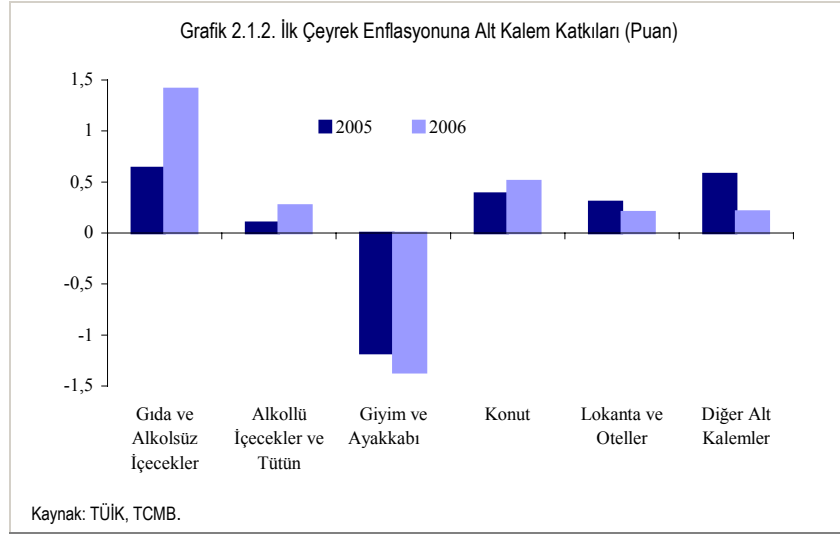
## 2. Enflasyon Gelişmeleri

### 2.1. Gerçekleşmeler

2006 yılının ilk çeyreğinin sonunda tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 8,16 olmuştur. 2005 yılı sonu itibarıyla yüzde 7,72 seviyesinde olan yıllık Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) artış oranında, 2005 yılı başında gıda, sağlık ve eğitim kalemleri Katma Değer Vergisi (KDV) oranlarında gerçekleştirilen indirim oluşturduğu baz etkisinin de payı olduğu görülmektedir. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri'nde (ÖKTG) 2005 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen yıllık bazdaki düşüş eğiliminin 2006 yılının ilk çeyreğinde duraksadığı gözlenirken, bu duraksamanın geçici olduğu öngörülmekte ve olumsuz bir dışsal gelişmenin gerçekleşmemesi durumunda yılın ikinci çeyreği ile birlikte tüketici enflasyonunun aşağı yönlü eğilimini yeniden kazanması beklenmektedir.



2006 yılı ilk çeyreğinde yüzde 1,25 oranında artan tüketici fiyatlarının seyri öne çıkan unsurlar: (i) beklentilerin üstünde artan işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları, (ii) talep ve rekabet koşulları neticesinde yüksek oranda azalan giyim fiyatları, (iii) tütün ürünleri fiyatlarında gözlenen artışlar ve (iv) hizmet sektörü fiyatlarının seyri olarak sıralanabilir.



Mevsimsel fiyat hareketlerinin yılın ilk çeyreğinde tüketici fiyat endeksi üzerinde etkili olduğu ve gıda fiyatlarında gözlenen yüksek artışların tüketici fiyatları üzerinde yarattığı olumsuz etkinin giyim fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı sezonluk indirimler ile sınırlandırıldığı gözlenmiştir. Yılın ilk çeyreğinde yüzde 5,10 oranında artan gıda fiyatları üzerinde mevsimsel olarak yüksek oranda artan yaş sebze fiyatlarının yanı sıra, sebze kalemleri dışında kalan, özellikle et ve ekmek gibi ürünlerde gözlenen yüksek fiyat artışları da belirleyici olmuştur. Giyim ve ayakkabı grubunda sezon sonu indirimlerinin bir önceki yılın üzerinde olması, talep ve rekabet koşullarındaki gelişmelerin giyim enflasyonundaki düşüşe yaptığı katkının artarak devam ettiğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, Mart ayında tekstil, hazır giyim ve deri sektöründe KDV oranının yüzde 18'den yüzde 8'e düşürülmesinin de önümüzdeki dönemde tüketici fiyatlarını olumlu etkileyeceği düşünülmektedir.

Yılın ilk çeyreğinde, tütün ürünleri fiyatlarında gözlenen fiyat artışları tüketici enflasyonunu olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Aralık ayında tütün ürünleri fiyatlarında gerçekleştirilen yüksek oranlı artışların önemli bir kısmının Ocak ayına da yansıdığı görülmektedir. Söz konusu grup fiyatlarında, geçen yıl Ağustos ayında Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) artışı neticesinde gerçekleşen yüksek oranlı artışların TÜFE üzerinde yarattığı olumsuz, ancak geçici etkinin 2006 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla ortadan kalkması ve yıllık tüketici enflasyon oranının yaklaşık bir puan gerilemesi beklenmektedir.

Mal ve hizmet gruplarının yılın ilk çeyreğinde tüketici fiyatlarına yaptığı katkılar ayrıştırıldığında, hizmet grubunun yaptığı katkının azaldığı, mal grubu fiyat artışlarının ise hızlandığı gözlenmiştir. Yılın ilk çeyreğinde hizmet fiyatları artış oranlarının kira kalemi dışında yıllık bazda gerilediği ve tüketici fiyatları üzerinde olumsuz etkisinin azalmaya başladığı görülmektedir (Tablo 2.1.1). Özellikle, lokanta ve otel hizmetleri ile ulaştırma hizmetleri fiyatlarının yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemindeki artış oranlarının belirgin olarak altında gerçekleştiği görülmüştür. Öte yandan, “emek yoğun hizmetler” olarak adlandırılan fiyatları doğrudan yönlendirilmeyen, enerji fiyatlarından doğrudan etkilenmeyen hizmetlerdeki yıllık enflasyon oranları, 2004 yılındaki düşüş eğiliminin ardından, son bir yıl boyunca sabit denilebilecek bir seviyede seyretmektedir. Ayrıca, konut arzının artan konut talebine kısa sürede cevap verememesine bağlı olarak, yılın ilk çeyreğinde kira fiyat artışlarının geçen yılki seviyesine yakın oranlarda gerçekleşmesi, söz konusu fiyatların yıl genelinde de tüketici fiyatları üzerinde olumsuz etki yapacağına işaret etmektedir (Tablo 2.1.1). Bu saptamaların ışığında, hizmetlere yönelik talep gelişmeleri ve hizmet üretimindeki verimlilik gelişmeleri dikkatle izlenmekte olup, söz konusu gelişmelere yönelik temkinli bakış sürdürülmektedir.

Mal grubu fiyat gelişmeleri incelendiğinde, enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının 2006 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıla kıyasla daha yüksek oranlarda arttığı gözlenmektedir. Enerji grubunda akaryakıt fiyatları (ulaştırma grubuna yönelik enerji fiyatları), ham petrol fiyatlarındaki gelişmeler neticesinde bir önceki yıla kıyasla daha sınırlı oranda artarken, akaryakıt dışında kalan konut grubuna yönelik doğalgaz ve su gibi enerji fiyatlarında daha yüksek oranlı artışlar görülmüştür. Bir önceki yılın ilk çeyreğine kıyasla, akaryakıt ürünleri fiyatlarının artış hızının yavaşlaması olumlu bir gelişme olarak ortaya çıksa da, petrol fiyatlarının Mart ayı sonu itibarıyla yeniden yükseliş eğilimine girmesiyle birlikte fiyatların ulaştığı mevcut yüksek seviyeler enflasyonun gelecek dönemlerdeki seyri açısından dikkatle takip edilmektedir.

2005 yılının son çeyreğinden itibaren yıllık enflasyona belirgin oranda katkı yapan işlenmemiş gıda ürünleri, mal grubu fiyat artışlarının 2006 yılının ilk çeyreğinde hızlanmasında temel belirleyici olmuştur. Söz konusu grup fiyatlarının 2006 yılı ilk üç aylık dönemdeki artış oranı bir önceki yılın 5,2 puan üzerinde yüzde 8,81 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, tarımsal üretim performansına bağlı olarak gelişen işlenmemiş gıda ürünleri ile uluslararası

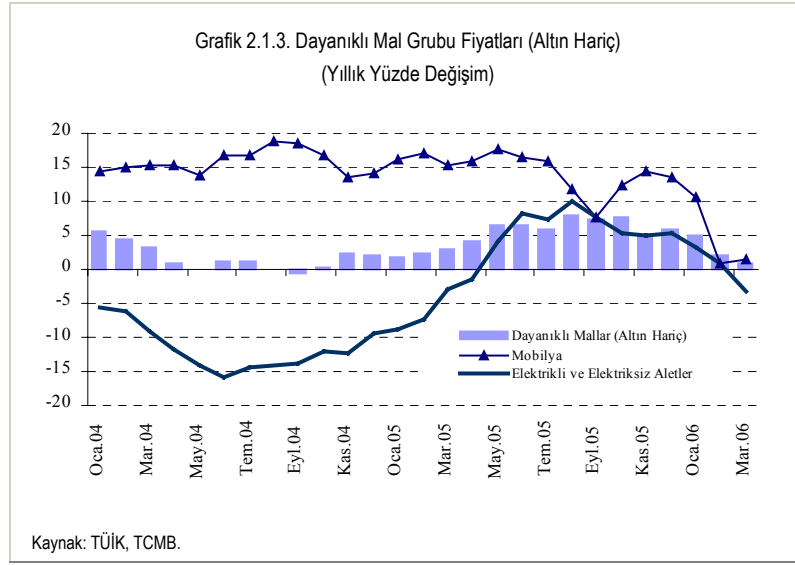
piyasalardaki gelişmelerin belirleyici olduğu enerji fiyatlarının dışında kalan mal fiyatları incelendiğinde, söz konusu fiyatların yüzde 2,01 oranındaki gerileme ile bir önceki yılın aynı dönemine göre daha düşük bir enflasyona işaret ettiği görülmektedir (Tablo 2.1.1).

Tablo 2.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Üç Aylık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: TÜİK,TCMB.

Uluslararası piyasalardaki gelişmeler çerçevesinde yüksek oranda artmaya devam eden altın fiyatları hariç tutularak incelendiğinde (Kutu 2.1), dayanıklı tüketim malı fiyatları yıllık artış oranının 2005 yılının ilk yarısında gösterdiği artış sonrasında, 2005 yılı Ağustos ayı ile birlikte azalış eğilimine girdiği görülmektedir (Grafik 2.1.3). Söz konusu azalış eğilimi, 2006 yılının ilk çeyreğinde güçlenerek devam etmiş ve grup fiyatları yılın ilk üç ayında yüzde 3,04 gibi önemli bir oranda gerilemiştir. Bu belirgin gerilemede, tüketim talebine gösterge olabilecek mobilya ile genel olarak rekabete açık ve döviz kurundaki gelişmelere duyarlı teknoloji yoğun malları içeren elektrikli ve elektriksiz aletler grup fiyatlarında sırasıyla yüzde 7,81 ve 5,55 oranlarında gözlenen azalışlar belirleyici olmuştur (Grafik 2.1.3). Genel olarak değerlendirildiğinde, 2006 yılı ilk çeyrek sonu itibarıyla dayanıklı tüketim malları fiyat gelişmeleri, mobilya ile elektrikli ve elektriksiz ev aletleri gruplarında eğilimlerin tersine dönmesinin etkisiyle olumlu bir görünüm arz etmektedir.

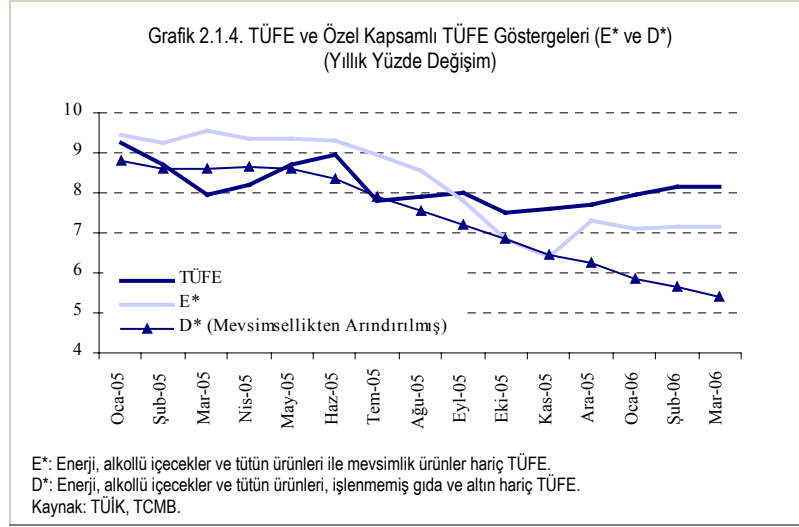


Yılın ilk çeyreğinde, mevsimsel fiyat hareketlerinin tüketici fiyatları üzerinde belirleyici olduğu göz önüne alındığında, enflasyonun genel gidişatı hakkında mevsimlik ürünler hariç Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri'nin incelenmesi faydalı olacaktır. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç olarak hesaplanan ÖKTG-E endeksinden mevsimlik ürünlerin çıkarılması ile elde edilen ÖKTG-E\* endeksinde, 2005 yılının başından itibaren gözlenen yıllık artış oranlarındaki gerilemede, yılın ilk çeyreğinde bir duraksama görülmektedir. Öte yandan, enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın hariç olarak hesaplanan endeks (ÖKTG-D\*) mevsimsel etkilerden arındırıldığında, düşüş eğiliminin yılın ilk çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 2.1.4). En dar kapsamlı ÖKTG olan ve dolaylı vergileri dışlayan ÖKTG-F ve G göstergelerinde, Mart ayında gözlenen belirgin yükselişler, ay içerisinde giyim ürünlerine uygulanan KDV oranlarındaki indirimlerin satıcılar ile tüketiciler arasında paylaşıldığına işaret etmektedir.

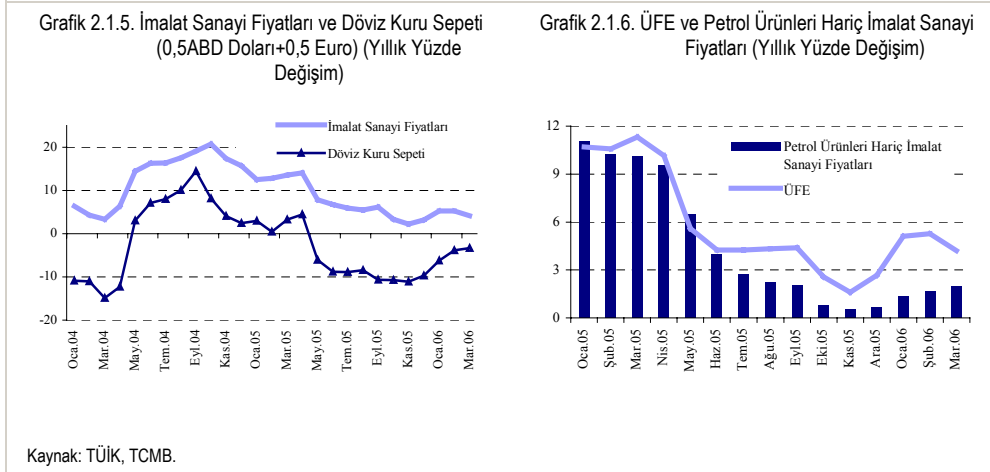
Tablo 2.1.2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)

	2005				Yıllık	2006
	I	II	III	IV		I
<b>TÜFE</b>	<b>0,83</b>	<b>1,74</b>	<b>1,30</b>	<b>3,65</b>	<b>7,72</b>	<b>1,25</b>
A. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE	2,06	1,84	2,75	1,48	8,39	2,31
B. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,37	2,95	1,58	2,68	7,78	0,12
C. Enerji hariç TÜFE	0,67	1,94	0,89	4,07	7,75	1,01
D. İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE	0,09	3,44	1,14	2,98	7,84	-0,38
E. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE	0,59	2,05	-0,16	4,00	6,58	0,74
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
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

Kaynak: TÜİK.



Üretici fiyatları 2006 yılının ilk çeyreğinde yüzde 2,48 oranında artmıştır. Önceki raporlarımızda da belirtildiği üzere, Üretici Fiyatları Endeksi'nde (ÜFE) fiyatların vergi hariç tutularak hesaplanması neticesinde, endeksin önemli bir kısmını oluşturan imalat sanayi fiyatları ham madde fiyatları ile kur gelişmelerine karşı geçmişe oranla çok daha hassas hale gelmiştir (Grafik 2.1.5). İmalat sanayi içerisinde söz konusu etkinin belirgin olarak hissedildiği sektör, yüksek vergilere tabi olan rafine edilmiş petrol ürünleri sektörüdür. Yılın ilk çeyreğinde Yeni Türk lirasının güçlü seyri petrol fiyatlarından kaynaklanan olumsuz etkiyi kısmen telafi etmekle birlikte, akaryakıt rafineri çıkış fiyatları genel ÜFE üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu nedenle, üretici fiyatları üzerinden yapılacak değerlendirmelerin, petrol ürünlerinin doğrudan etkili olduğu kalemler dışlanarak yapılması daha anlamlı olacaktır. Söz konusu kalemlerin etkisi dışlandığında, imalat sanayi fiyatlarındaki yıllık artış 2005 yılı son çeyreğine göre hafif bir artış eğilimine girse de, düşük düzeylerde seyretmeye devam etmektedir (Grafik 2.1.6).



2006 yılı ilk çeyreğinde, uluslararası metal fiyatlarında yüksek artışlar gözlenirken, ÜFE içindeki ana metal sanayi fiyatlarında yüzde 2,31 oranında artış kaydedilmiştir. Nisan ayı başında, uluslararası metal fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar, ana metal sanayi fiyatlarındaki artışların yılın ikinci çeyreğinde de devam etme olasılığını artırmaktadır.

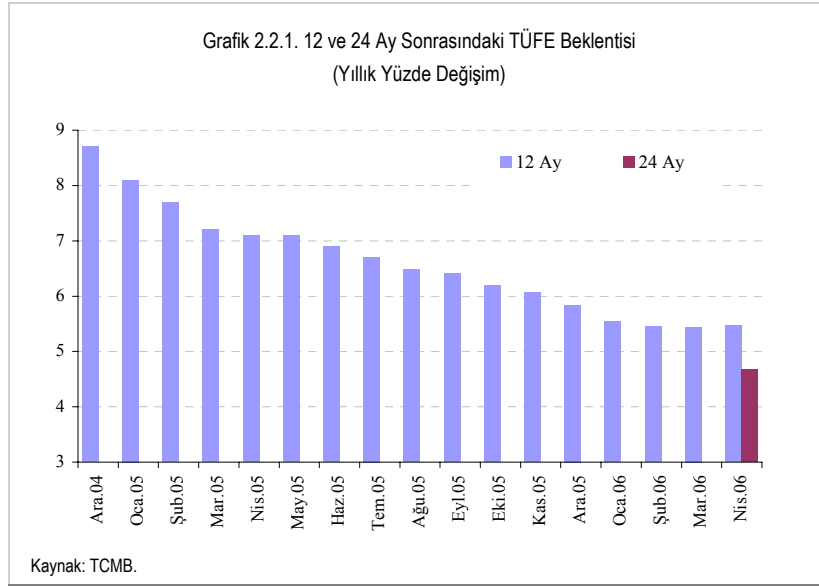
## **2.2. Beklentiler**

Beklentileri ölçmeye yönelik temel bilgi kaynağı TCMB Beklenti Anketi'dir. Anket, çoğunluğu mali sektörde olmak üzere mali ve reel sektörde karar alıcı ve uzman kişilerle profesyonel katılımcılara uygulanmaktadır.

Enflasyon beklentileri enflasyon gerçekleşmeleri üzerinde gerek fiyat gelişmelerine gerekse ücret ayarlamalarına temel teşkil etmesi açısından belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, TCMB'nin analiz ve değerlendirmelerinde söz konusu beklentilerdeki gelişmeler önem taşımaktadır. Beklentiler başta TCMB'nin verdiği orta vadeye yönelik sinyaller ve ekonominin bütününe yönelik görünüm olmak üzere bir çok faktörden etkilenmektedir. Para politikasının orta vadeye odaklanması ve bu çerçevede enflasyon hedeflerinin üç yıllık olarak ilan edilmesi, daha uzun dönemli beklentilere dair bilgi edinme gereksinimini ve bu beklentilerdeki değişimlerin analizini gerektirmektedir. Bu doğrultuda, 2006 yılı Nisan ayı ile birlikte, TCMB Beklenti Anketi'ne yirmi dört ay sonrasına ilişkin tüketici enflasyon beklentisi dahil edilerek orta vadeye yönelik bilgi kümesi genişletilmiştir.

2005 yılına ait enflasyon beklentileri, yıl genelinde ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini enflasyon hedefi ile uyumlu belirlediklerine, bunun da enflasyona gelen petrol fiyat artışları gibi şokların kalıcılığını sınırladığına işaret etmektedir. 2006 yılına yönelik yıl sonu tüketici enflasyonu beklentisi incelendiğinde, Nisan ayı ikinci anket dönemi itibarıyla enflasyon beklentisinin 2006 yıl sonu hedefinin 0,79 puan üzerinde olduğu ve söz konusu farkın genelde son üç aylık dönemde korunduğu görülmektedir. Öte yandan, gelecek on iki aylık döneme ilişkin tüketici enflasyonu beklentileri yılın ilk çeyreğinde gerilemekle birlikte, Şubat ayından itibaren beklentilerin gerileme hızının oldukça yavaşladığı ve kısmen yatay bir seyir izlediği gözlenmektedir (Grafik 2.2.1).





Yirmi dört ay sonrasına ilişkin tüketici enflasyon beklentisi ise, son anket dönemi itibarıyla, 2008 yılı Nisan ayı için yüzde 4,67 oranında bir yıllık enflasyona işaret etmektedir (Tablo 2.2.1). Gerek on iki ay gerekse yirmi dört ay sonrasına yönelik uzun dönemli tüketici enflasyonu beklentilerinin, ilgili dönemlere ilişkin hedeflerin bir miktar üzerinde olması, enflasyondaki düşüş süreci açısından temkin gerektiren bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte daha uzun vadeli beklentilerin daha düşük düzeylerde seyretmesi enflasyon hedeflemesi başarısı açısından cesaretlendirici bir gözlemdir.

Tablo 2.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi

Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu Yıllık TÜFE Beklentisi	12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi	24 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi
Ocak-06	1	5,68	5,49	
	2	5,67	5,54	
Şubat-06	1	5,75	5,45	
	2	5,81	5,45	
Mart-06	1	5,80	5,46	
	2	5,78	5,44	
Nisan-06	1	5,76	5,41	4,64
	2	5,79	5,47	4,67

Kaynak: TCMB.

## KUTU 2.1. ULUSLARARASI ALTIN FİYAT GELİŞMELERİ VE TÜFE ÜZERİNE ETKİLERİ

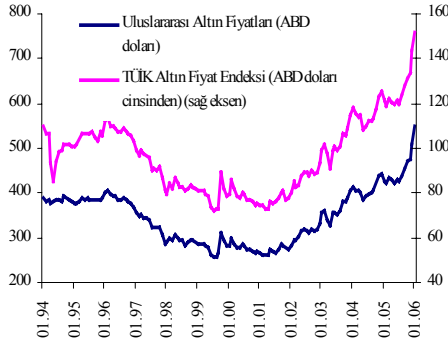
**Uluslararası Gelişmeler**

Uluslararası piyasalarda altın fiyatları 2005 yılının ikinci yarısı ile birlikte keskin bir artış eğilimine girmiştir (Kutu 2.1.Grafik 1). Hanehalkının altın talebinin yüksek olduğu ekonomilerden biri olan ülkemizde, altın TÜFE'de, görece önemli bir ağırlığa sahiptir. Bu bağlamda, altın fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisinin mercek altına alınması tüketici fiyat endeksi dinamiklerinin daha iyi anlaşılması açısından yararlı olacaktır.

**Altın Fiyatlarının TÜFE Üzerindeki Etkisi**

TÜFE içerisinde çeşitli mal ve hizmetler grubu altında yer alan altın fiyat endeksi, yurt dışı piyasalardaki gelişmelere oldukça paralel bir seyir izlemektedir. Söz konusu fiyatlar ABD doları cinsinden ifade edildiğinde, yıllık artış oranlarının yurt dışı fiyatlara çok yakın seyrettiği görülmektedir (Kutu 2.1.Tablo 1).

Kutu 2.1. Grafik 1. Yurt Dışı ve Yurt İçi Altın Fiyatları



Kaynak: IMF-IFS, TÜİK.

Kutu 2.1. Tablo 1. Yurt Dışı ve Yurt İçi Altın Fiyatları

	Yıllık Yüzde Değişim	
	Uluslararası Fiyatlar	TÜİK Fiyatları* (ABD Doları Cinsinden)
2002	20,4	20,3
2003	22,6	22,3
2004	8,6	9,6
2005	15,4	14,5

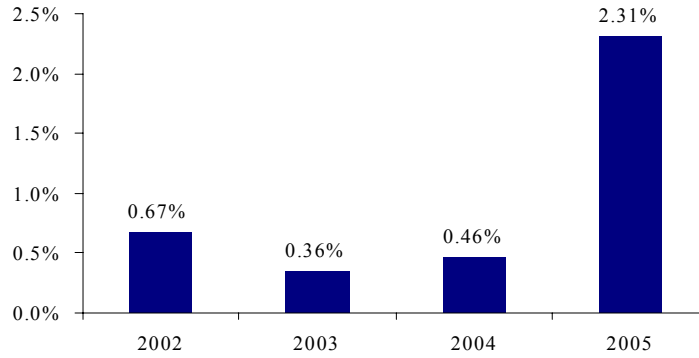
\* 2002-2004 dönemi için TÜFE (1994=100), 2005 yılı için TÜFE (2003=100) kullanılmıştır.

Kaynak: IMF-IFS, TÜİK.

2005 yılında altın fiyatları yurt dışı piyasalarda bir önceki yıla oranla yaklaşık yüzde 15,4 oranında artarken, TÜİK tarafından hesaplanan altın fiyatlarındaki artış dolar bazında yüzde 14,5 olmuştur. Söz konusu yılda yüzde 7,72 oranında artan tüketici fiyatlarının yaklaşık 0,18 puanlık kısmını yani yüzde 7,72 oranındaki enflasyonun yüzde 2,31'ini altın fiyatlarındaki artış oluşturmuştur. Bu açıdan bakıldığında, 2005 yılında altın fiyat artışının TÜFE'ye etkisinin önceki yıllara oranla çok arttığı ifade edilebilir (Kutu 2.1.Grafik 2). 2006 ve 2007 yıllarında yüzde 5 ve yüzde 4 gibi düşük enflasyon oranlarının hedeflendiği göz önüne alınırsa, bu konunun önemi hedefe ulaşılabilirlik açısından daha da artmaktadır.

Bu doğrultuda, uluslararası piyasalarda 2005 yılının ikinci yarısından itibaren belirgin oranlarda artan altın fiyatlarının 2006 yılı genelinde izleyeceği seyir yıllık tüketici enflasyonu açısından büyük önem taşımaktadır. Zira, uluslararası fiyatların ulaştığı 640 ABD doları seviyesinin yıl genelinde korunduğu varsayımında dahi, altın fiyatlarının tüketici fiyatları üzerinde yıllık bazda yaklaşık 0,31 puan artırıcı etki yapacağı öngörülmektedir (Kutu 2.1.Tablo 2).

Kutu 2.1. Grafik 2. Altın Fiyatlarının Yıllık TÜFE Enflasyonundaki Katkı Payı (Yüzde)



Kaynak: TÜİK.

Alternatif senaryolar altında altın fiyatlarının TÜFE üzerindeki olası etkileri Kutu 2.1.Tablo 2'de sunulmuştur. Uluslararası piyasalarda, 2006 yılı sonu itibarıyla fiyatın 800 ABD dolarına çıkması durumunda altın fiyatlarının TÜFE üzerinde yıllık bazda yaklaşık olarak 0,69 puan gibi oldukça yüksek oranda etki oluşturacağı belirtilmelidir. Ancak, döviz kurunda gözlenebilecek dalgalanmaların tabloda sunulan net katkı puanlarında farklılaşmaya yol açacağı göz önünde bulundurulmalıdır. Bu bağlamda, altın fiyatlarının önümüzdeki dönemde nasıl bir seyir izleyeceğine dair değerlendirmeler önem kazanmaktadır.

Kutu 2.1. Tablo 2. Farklı Altın Fiyat Senaryoları	
2006 Yılı Sonunda Uluslararası Altın Fiyatları (ABD doları)	TÜFE Yıllık Artışına Net Katkı Puanı
640	0,31
660	0,36
680	0,40
700	0,45
750	0,57
800	0,69

Kaynak: TCMB.

### Önümüzdeki Dönemde Uluslararası Altın Fiyatlarının Seyri

Altın, dünyada enflasyonun ivme kazandığı veya ivme kazanmasının beklendiği ve belirsizlik unsurlarının kur hareketlerinin öngörülebilirliğini azalttığı dönemlerde, risk çeşitlendirmesine yardımcı olacak alternatif bir yatırım aracı olarak öne çıkmaktadır. 2005 yılında toplam dünya altın talebi içinde yüzde 72,9 oranında ağırlığa sahip olan mücevher amaçlı altın talebinde yüzde 4,5 oranında artış gerçekleşmiştir. Geleneksel olarak, altının mücevher olarak yoğun bir şekilde kullanıldığı Çin, Hindistan ve Orta Doğu bölgelerinde yaşanan yüksek gelir artışları söz konusu talep artışında belirleyici olmaktadır. Toplam altın talebi içinde, payı düşük olsa da, uluslararası yatırım kuruluşları tarafından gerçekleştirilen yatırım amaçlı talepte meydana gelen yüzde 25,9 oranındaki artış da dikkat çekicidir (Kutu 2.1.Tablo.3).

Kutu 2.1. Tablo 3. Alt Kalemler Bazında Altın Talebi*					
	2004		2005		2005 / 2004 Değişim
	Ton	% pay	Ton	% pay	%
Mücevher	2.618,1	74,7	2.736,2	72,9	4,5
Endüstriyel	409,8	11,7	418,5	11,1	2,1
Yatırım	476,1	13,6	599,6	16,0	25,9
Toplam	3.504,0	-	3.754,3	-	7,1

\* Veriler Dünya Altın Konseyi internet sitesinden ([www.gold.org](http://www.gold.org)) alınmıştır.

Mart ayı sonlarından itibaren altın fiyatlarındaki artış eğiliminin keskinleşmesi, 2006 yılına ait talep verileri erişilebilir olmamasına rağmen, talebin yine yatırım kaynaklı olduğunu düşündürmektedir. Gelişmiş ülkelerde enflasyonist baskıların artmakta oluşu, küresel dengesizlikleri giderici tedbirlerin uygulanmaktan kaçınılması ve uluslararası yatırım kuruluşlarının 2006 yılı altın fiyatları tahminlerini sürekli olarak yukarıya doğru revize etmekte olması altın fiyatlarının yüksek seviyelerini koruyacağını ve hatta yükseliş eğilimini sürdürebileceğini düşündürmektedir.

### Sonuç

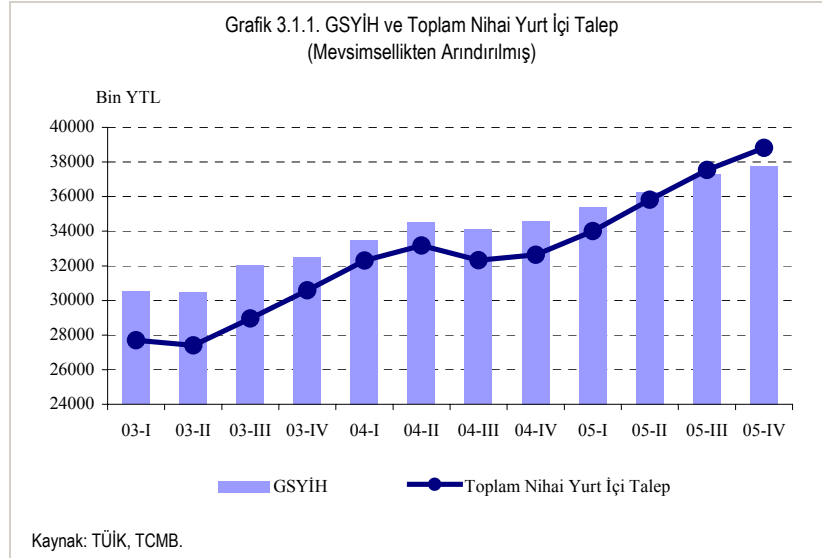
Önümüzdeki dönemde altın fiyatındaki artışların devam edebileceği beklentileri güçlenmiştir. Böyle bir durumda altın fiyatlarının 2006 yıl sonu enflasyonu üzerindeki etkisi azımsanamayacak boyutlarda gerçekleşebilecektir. Kuşkusuz, altın fiyatlarının çok yüksek artışlar sergilemeye devam etmesi kısa vadeli enflasyon beklentileri üzerinde etkili olabilecektir. Ancak, doğası gereği altının diğer sektörlere girdi teşkil etmediği ve dolayısıyla altın fiyatlarının enflasyon üzerindeki ikincil etkilerinin petrol ve ana metal gibi diğer emtia fiyatlarına oranla çok daha sınırlı olduğu unutulmamalıdır. Altın fiyatlarındaki artışların bir süre sonra tekrar makul ölçütlere kavuştuğu bir varsayım altında, orta vadede altın fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisinin son derece sınırlı olacağı ve ikincil etkilerin kontrollü seyredeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede TCMB, enflasyon hedeflemesi uygulamasında altın fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanan enflasyon değişimlerine bu aşamada tepki vermeyecektir.



### 3. Arz ve Talep Gelişmeleri

#### 3.1. Arz-Talep Dengesi

GSYİH 2005 yılının son üç aylık döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,5 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, 2005 yılı genelinde GSYİH büyümesi yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir. Sıkı para ve maliye politikalarıyla eş anlı yürütülen yapısal reform sürecinin kesintisiz devamı iktisadi temellerin güçlenmesini sağlarken, buna paralel olarak risk primindeki düşüş, reel faizlerdeki gerileme ve Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmeye devam etmesi 2005 yılında toplam yurt içi talepteki hızlı büyümenin temel belirleyicileri olmuştur.



Yılın ilk dokuz aylık dönemine ilişkin veri güncellemeleri 2005 yılı GSYİH büyümesini 0,9 puan yukarı yönlü etkilerken, bu etken dışlandığında ekonomik büyüme, Ocak 2006 Enflasyon Raporu'na temel oluşturan beklentilerimizle uyumlu gerçekleşmiştir. Yılın son üç aylık döneminde, mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH'nin, önceki üç çeyreğe kıyasla yavaşlayarak büyümesi, ekonomik faaliyetlerin enflasyondaki düşüş sürecine destek veren düzeylerdeki seyrinin devamını sağlamıştır (Grafik 3.1.1, Grafik 3.1.2).

Üretim yönüyle incelendiğinde yılın son çeyreğinde, tarım ve mali kuruluşlar sektörleri dışındaki tüm alt grupların katma değerlerinde artış gözlenmiştir. Bu dönemde ve yıl genelinde ekonomik büyümeye en yüksek

katkıyı hizmetler sektörünün yaptığı görülmektedir. Özellikle, yılın son çeyreğinde sanayi sektörü katma değerindeki yüksek oranlı artış sonucunda ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinin büyümeye katkıları artmıştır. Bunun yanı sıra, inşaat sektöründeki hızlı büyüme de sürmüştür.

Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri  
(Sabit Fiyatlarla, Yıllık Yüzde Değişim)

	2003		2004				2005				
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
1-Tüketim Harcamaları	5,6	11,6	15,4	5,9	4,7	9,0	4,1	3,9	9,8	14,1	8,1
Kamu	-2,4	2,6	-7,8	-7,0	11,1	0,5	4,4	4,0	3,2	0,0	2,4
Özel	6,6	12,4	18,4	7,3	3,6	10,1	4,1	3,9	10,4	16,7	8,8
Dayanıklı Tüketim Mal.	24,0	48,0	61,4	28,9	-5,7	29,7	3,2	2,9	26,0	31,3	15,0
Gıda	4,1	5,3	2,6	0,0	5,4	2,8	3,3	8,6	10,8	8,7	8,2
Yarı Day. ve Dayanıksız	2,1	8,2	36,8	18,3	16,3	18,8	9,0	3,0	3,7	39,6	12,9
2-Sabit Sermaye Yatırımları	10,0	57,6	47,4	26,1	11,2	32,4	10,3	20,0	30,6	33,0	24,0
Kamu	-11,5	-5,9	-8,7	-10,8	0,9	-4,7	30,7	30,2	38,2	17,1	25,9
Özel	20,3	65,5	63,1	38,9	17,7	45,5	8,8	18,4	29,0	41,6	23,6
3- Stok Değişimi*	3,0	2,5	1,4	-1,2	2,5	1,1	0,6	-0,7	-3,0	-6,3	-2,5
4-Mal ve Hizmet İhracatı	16,0	10,9	17,2	8,2	14,4	12,5	14,0	6,7	3,9	10,9	8,5
5-Mal ve Hizmet İthalatı	27,1	31,3	32,7	16,1	19,6	24,7	10,6	9,1	11,2	15,3	11,5
6-Toplam Yurt İçi Talep	9,3	20,6	21,4	8,1	8,5	14,1	5,6	6,8	10,9	11,6	8,8
7-Toplam Nihai Yurt İçi Talep	6,5	19,8	22,9	9,9	6,3	14,1	5,5	8,4	14,5	19,1	11,5
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	5,8	11,8	14,4	5,3	6,3	9,0	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4

\*GSYİH büyümesine katkı, yüzde.  
Kaynak: TÜİK.

Talep bileşenleri açısından incelendiğinde ise, 2005 yılının son üç aylık döneminde GSYİH büyümesine en yüksek katkıyı özel tüketim harcamalarının yaptığı görülmektedir. Yarı-dayanıklı ve dayanıksız mallara yönelik harcamalardaki hızlı artış, bu dönem talep gelişmelerinde en dikkat çekici unsur olmuştur. Yılın ilk dokuz aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 5,3 oranında artış gösteren yarı-dayanıklı ve dayanıksız mallar tüketimi, yılın son çeyreğinde yıllık yüzde 39,6 oranında artarak dayanıklı mallar tüketimi ile birlikte özel tüketim harcamalarının GSYİH büyümesine en yüksek katkı yapan iki bileşeninden biri olmuştur. Öte yandan, yurt içi talebin diğer bileşeni olan özel yatırım harcamaları yılın son çeyreğinde gerek makine-teçhizat gerekse inşaat yatırımı kaynaklı güçlü büyüme eğilimini sürdürmüştür. Kamu harcamaları da söz konusu dönemde yatırım odaklı bir biçimde ekonomik büyümeyi desteklemiştir.

Bu çerçevede, 2005 yılının son üç aylık döneminde toplam nihai yurt içi talep bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 19,1 gibi yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.1). Üç aylık dönemler itibarıyla incelendiğinde, mevsimsellikten arındırılmış veriler de toplam nihai yurt içi talepteki hızlı büyüme eğiliminin yılın son çeyreğinde sürdüğünü göstermektedir (Grafik 3.1.1).

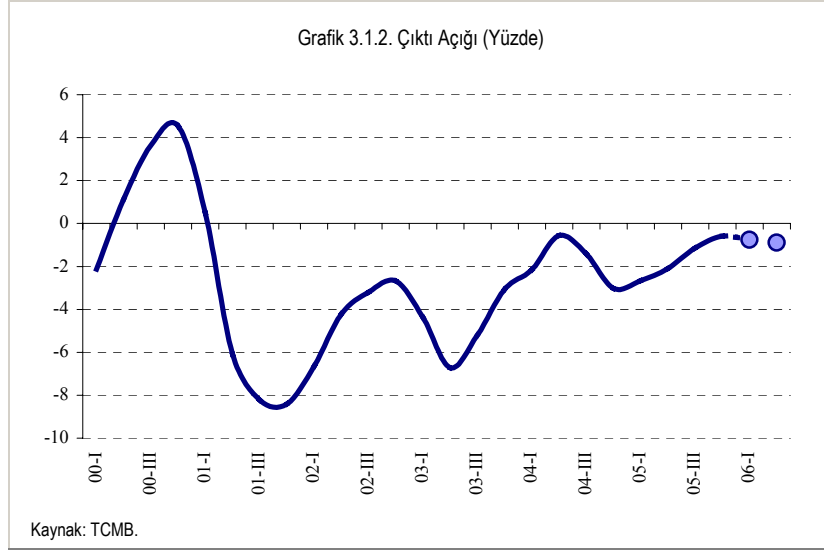
Toplam nihai yurt içi talep ve GSYİH'deki hızlı büyümeye karşın, mevcut üretim eğiliminin fiyatlar üzerinde baskı yaratmayan bir düzeyi ifade etmesinin ardındaki etkenler şu şekilde sıralanabilir. İlk olarak, büyümenin arz yönlü kaynakları incelendiğinde, büyüme-enflasyon ilişkisini belirleyen önemli bir unsur olan verimlilik artışlarının sürmesi birim işgücü maliyetlerini düşürerek diğer maliyetlerdeki artışların etkisini sınırlamaktadır. İkincisi, büyümenin talep yönlü kaynakları incelendiğinde, yatırımların GSYİH içindeki payının artmaya devam ettiği görülmektedir. Yatırım harcamalarındaki güçlü artış eğiliminin sürüyor olması, sermaye derinleşmesi yoluyla kısmi emek verimliliğindeki artışlara verdiği destek paralelinde enflasyonist baskıları sınırlamaktadır. Dolayısıyla, yurt içi talep kompozisyonunun yapısı hızlı büyüme ile enflasyondaki düşüşün eş anlı bir şekilde sürdürülmesine destek vermektedir. Üçüncüsü, dış ticarete konu olan bazı mal gruplarına (dayanıklı tüketim, makine-teçhizat) yönelik harcamalardaki büyümenin, veri fiyat düzeyindeki bir talep artışından ziyade, görece fiyat avantajı tarafından belirlenen bir artışı ifade ettiği düşünülmektedir. Zira, reel ücretlerdeki artışlar enflasyon üzerinde ek bir talep baskısı yaratacak düzeyde bulunmamaktadır. Gerek Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu gerekse tüketim ve yatırım malları ithalat fiyatlarındaki düşüş eğilimi doğrultusunda ortaya çıkan görece fiyat etkisi, hızlı talep büyümesini enflasyon açısından bir risk unsuru olmaktan uzak tutmaktadır. Diğer bir deyişle, Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu, yurt içi talep büyümesine destek veren bir unsur olmasına karşın, fiyatlar üzerindeki doğrudan etkisinin yanı sıra, yatırım talebini uyarmak suretiyle verimlilik kazanımlarına katkı yaparak, hızlı büyümenin fiyatlar üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.

Özetle, reel faiz ve reel kurun bir bileşimi olarak düşünülebilecek mevcut “parasal durum”, fiyatlar üzerinde baskı yaratmayan hızlı büyümeyi mümkün kılmaktadır. Kuşkusuz, faiz farkları ve global likidite koşullarının yarattığı kısa vadeli hareketler bir tarafa, reel kurun “orta vade”li eğilimi iktisadi temeller ve bekleyişler tarafından belirlenmektedir. Diğer bir deyişle, verimlilik ve reformlar gibi yapısal unsurlardaki olumlu görünümün yanı sıra ekonomik ve siyasi istikrarın süreceğine dair bekleyişler Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumunun sürdürülebilir olmasıyla yakından ilişkilidir.<sup>1</sup> Sözü edilen yapısal unsurlar ve bekleyişlerin yanı sıra global likidite

<sup>1</sup> Avrupa Birliği'ne yakınsama sürecinde dış ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki verimlilik oranlarının Euro Bölgesi'ne kıyasla farklılaşmasının, görece fiyatlar ve reel kur davranışı üzerindeki etkileri, Kutu 3.1'de ele alınmıştır.

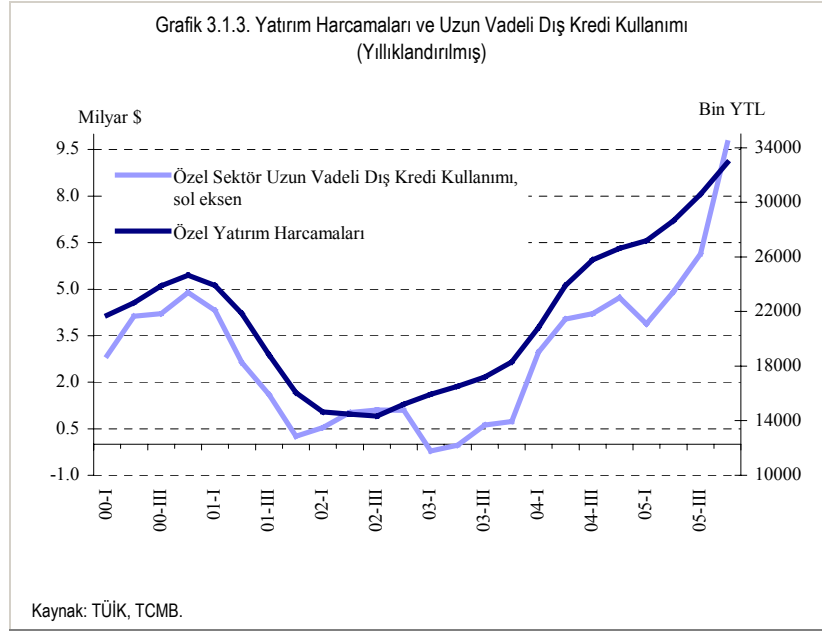


koşullarındaki mevcut eğilimlerin devamı halinde Yeni Türk lirasının 2006 yılında da güçlü konumunu sürdürmesi sürpriz olmayacaktır. Ancak, parasal durum ekseninde ortaya konulan enflasyonist olmayan hızlı büyüme değerlendirmesi, arz-talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azaldığı gerçeğini değiştirmemektedir (Grafik 3.1.2).



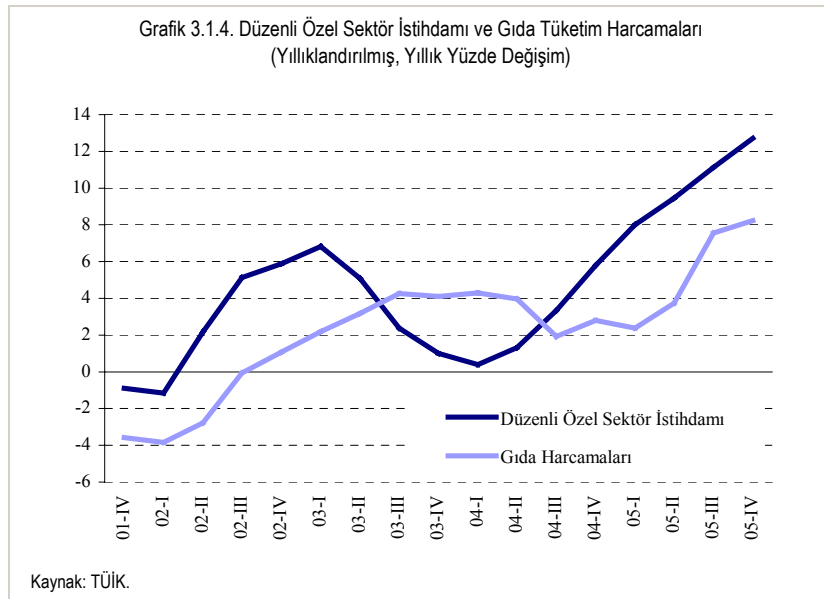
Güncel veriler, 2005 yılının son üç aylık döneminde yavaşlayarak artan mevsimsellikten arındırılmış özel tüketim harcamalarının, 2006 yılının ilk çeyreğinde de bir önceki döneme kıyasla bir ivmelenme olmaksızın büyümeye devam ettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde, reel tüketici kredisi kullanımı aylar itibarıyla hızlanarak artarken, mevsimsellikten arındırılmış beyaz eşya yurt içi satışları da bir önceki çeyreğe kıyasla artış eğiliminde olmuştur. 2006 yılı ilk çeyreğine ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler, yurt içine yapılan otomobil satışlarında 2005 yılının son çeyreğine kıyasla bir artışa işaret etmese de, yıllık bazdaki artış oranları otomobil talebinin güçlü seyrini koruduğunu göstermektedir. CNBC-e mevsimsel düzeltilmiş tüketim endeksi 2006 yılının ilk çeyreği itibarıyla bir önceki üç aylık dönem ortalamasının altındadır. Mevsimsellikten arındırılmış tüketim malları ithalatı ise Ocak ve Şubat aylarında artarak bir önceki üç aylık dönemin üzerinde gerçekleşeceği sinyalini vermektedir. Bütün göstergeler bir arada değerlendirildiğinde, sanayi üretimi ve otomobil yurt içi satışları gibi göstergelerde 2006 yılı Ocak ve Şubat aylarında gözlenen bozulmanın tüketim harcamalarında kalıcı bir durgunluğa işaret etmediği düşünülmektedir. Mart ayı İktisadi Yönelim Anketi'ndeki (İYA) üretim, iç piyasa sipariş ve satışları ile eldeki iş hacmi göstergelerindeki olumlu gidişat bu düşüncüyü destekler niteliktedir. Özetle, son döneme ilişkin verilere

göre, özel tüketim harcamalarındaki büyüme sürmekle birlikte, artış hızı fiyatlar açısından baskı yaratacak bir düzeyi ima etmemektedir.



Yurt içi talebin diğer bileşeni olan özel yatırım harcamalarındaki güçlü büyüme eğilimi sürmektedir. Sermaye malları ithalatı, tüketim malları ithalatına benzer şekilde yüksek oranlı artışlar sergilemektedir. Bunun yanı sıra, mevsimsellikten arındırılmış verilerle yurt içine yapılan ağır ticari araç satışları 2006 yılının ilk çeyreğinde bir önceki üç aylık döneme kıyasla artış yönündedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, imalat sanayi alt kollarından makine-teçhizat ve elektrikli makine üretimlerinde Ocak ayında gözlenen bozulma, Şubat ayında tersine dönmüştür. Öte yandan, İYA yatırım harcaması eğilimi, Ocak-Mart dönemindeki gerilemeye karşın, yüksek düzeylerini korurken, “yatırım harcaması düşünülüyor” diyenlerin payında önemli bir değişiklik görülmemiştir. Söz konusu dönemde, yatırım harcamalarını kısıtlayan faktörlerden “talep belirsizliği” etkeninin payı gerilemeye devam ederken, “yetersiz net getiri” etkeninin payındaki artış ile kredi faiz oranı beklentisinin düşüş eğilimindeki duraksama dikkat çekicidir. Bununla birlikte, özel yatırım harcamalarının yurt dışı finansman koşulları ile de yakından ilişkili olduğu unutulmamalıdır (Grafik 3.1.3). Nitekim, yurt dışından sağlanan uzun vadeli kredi kullanımının Ocak-Şubat döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüksek bir oranda artması, özel sektör yatırım talebindeki güçlü seyrin sürdüğü yönünde sinyal vermektedir.

Öte yandan, inşaat sektörüne ara girdi sağlayan sektörlerin başında gelen metalik olmayan diğer mineral maddeler üretiminin, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, 2006 yılı ilk iki ayı itibarıyla bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde olması, inşaat sektöründeki canlılığın sürdüğünü göstermektedir. Ekonomiye duyulan güven ile birlikte gerek faiz oranlarındaki düşüş gerekse vadelerin uzaması gibi kredi imkanlarının genişlemesi, geçmiş makroekonomik istikrarsızlık dönemlerinde ertelenmiş olan konut talebini uyarmaktadır. Dolayısıyla, inşaat sektörünün mevcut eğilimini orta vadede de koruması beklenmektedir. Nitekim, konut kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payı, 2005 yılının Mart ayında yüzde 23,8 iken 2006 yılının aynı ayda yüzde 47,8'e yükselmiştir. 2005 yılının son çeyreği itibarıyla yapı ruhsatlarına ilişkin veriler incelendiğinde de özellikle konut inşaatlarına yönelik eğilimin sürdüğü görülmektedir.



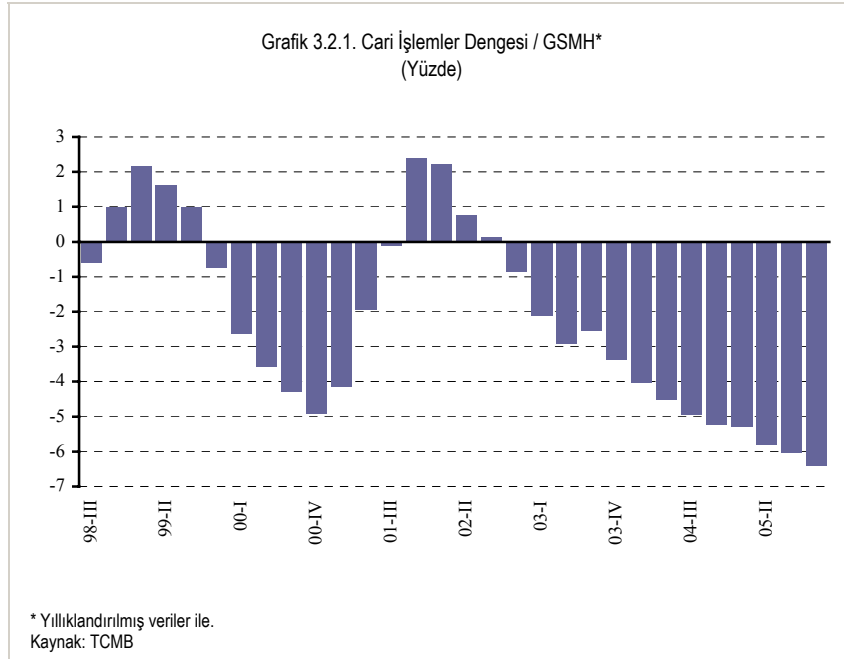
Tüketim ve yatırım harcamalarına ilişkin göstergelerin yanı sıra, Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda da vurgulandığı üzere, orta vade talep-enflasyon ilişkisi açısından önem arz eden bir diğer unsur ise tarım-dışı sektörlerdeki istihdam gelişmeleridir. Söz konusu sektörlerdeki istihdam genişlemesine paralel olarak tarım-dışı işsizlik oranının sergilemekte olduğu hızlı düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. Bu gelişmelerin enflasyon açısından yansımaları, tarım sektöründen diğer sektörlerle kayan işgücünün gerek daha yüksek ortalama ücret karşılığı gerekse daha yüksek bir tüketim eğilimi paralelinde şehirlerde daha büyük bir talep yaratabilme potansiyelidir. Bu açıdan düşünüldüğünde, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminden itibaren yıllık bazda

hızlanarak artan özel sektörde düzenli olarak istihdam edilenler ile gıda harcamaları arasındaki ilişki dikkat çekicidir (Grafik 3.1.4).

Özetle, yurt içi talebe ilişkin bilgi içeren mevcut göstergeler, 2005 yılının son çeyreğindeki görece yavaşlamanın ardından 2006 yılının ilk üç aylık döneminde de bir önceki çeyreğe kıyasla bir ısınmaya işaret etmemekle birlikte, yurt içi talebin halen güçlü seyrettiği yönünde sinyal vermektedir. Dolayısıyla, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azaldığı yönündeki öngörümüz devam etmektedir.

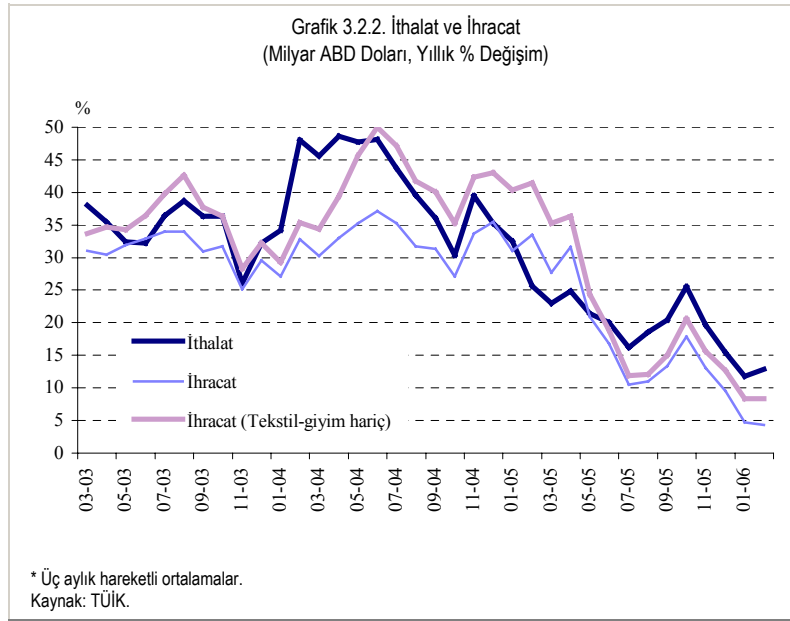
### 3.2. Dış Talep

2004 yılında 15,6 milyar ABD doları olan cari işlemler açığı 2005 yılında 23,1 milyar ABD dolarına ulaşmış ve Gayri Safi Milli Hasıla'nın (GSMH) yüzde 6,4'ü olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1). Cari işlemler açığındaki artış eğilimi 2006 yılının ilk iki ayında da devam etmektedir. 2005 yılı Ocak-Şubat döneminde 3,7 milyar ABD doları olan cari işlemler açığı, 2006 yılının aynı döneminde 5,9 milyar ABD doları olmuştur.



2005 yılında, hem ihracat hem de ithalat artış hızlarının, 2004 yılına göre azaldığı, yılın ikinci yarısında ise, ihracat artış hızının ithalat artışının oldukça altında gerçekleştiği gözlenmektedir (Grafik 3.2.2). Diğer taraftan, toplam ihracat içinde önemli paya sahip olan tekstil ve giyim sektörleri ihracatının

performansı, genel ihracat performansının altında kalmış, 2005 yılı Kasım ayından itibaren ise ihracat yıllık olarak gerilemeye başlamıştır. Emek-yoğun olan söz konusu sektörlerde, ucuz işgücüne dayalı üretim yapan, Çin başta olmak üzere, Uzak Doğu ülkelerinin yarattığı fiyat rekabeti, ihracat performansını, dolayısıyla üretim ve istihdamı olumsuz etkilemektedir. Fiyat rekabeti etkisinin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.



İthalatın kompozisyonu incelendiğinde, toplam ithalat içinde en yüksek paya sahip olan ara malları ithalatı artış oranı 2005 yılında yatırım ve tüketim malları ithalatı artış oranlarının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, petrol fiyatlarındaki artışın etkisi olduğu görülmektedir. Nitekim, ithalat miktar endekslerine göre, 2005 yılında ara malları ithalat artışı yatırım ve tüketim malları ithalatı artışının oldukça gerisinde kalmıştır. Öte yandan, 2005 yılının ikinci yarısında, gerek cari fiyatlarla gerekse miktar endeksleriyle incelendiğinde, yatırım ve tüketim malları ithalatının yıllık büyüme oranları artarken, ara malları ithalatının büyüme oranı gerilemiştir. Tüketim ve yatırım mallarına yönelik ithalatın artmasında YTL'nin güçlü konumu yanında söz konusu mal gruplarındaki ithalat fiyatlarının düşmesi de etkili olmuştur. İthalat kompozisyonunda, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen değişim, 2006 yılının ilk iki ayında da devam etmektedir. Bu dönemde, tüketim ve yatırım malları ithalatı sırasıyla yüzde 43,9 ve yüzde 26 oranında artarken, ara malları ithalatının artış oranı yüzde 8,3'te kalmıştır. Mevsimsellikten

arındırılmış veriler de, ara malları ithalatında gerilemeye işaret etmektedir.<sup>2</sup> Yatırım malları ithalatının yüksek oranlarda artmaya devam ediyor olması, orta ve uzun dönemde yüksek oranlı büyümenin sürdürülebilmesi açısından önem taşımaktadır. Diğer taraftan, tüketim malları ithalatında, görelî fiyatların etkisi ve 2005 yılı başındaki düşük bazın da katkısıyla gözlenen yüksek oranlı artışlar, kısa dönemde enflasyonu düşürücü etkide bulunmakla birlikte, cari açığın ve büyümenin sürdürülebilirliği açısından yakından izlenmektedir.

Ödemeler dengesinin sermaye ve finans hesapları incelendiğinde, 2004 yılında 2 milyar ABD doları olarak gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, 2005 yılında, özelleştirmelerin hızlanmasıyla, 8,6 milyar ABD dolarına —GSYİH'nin yüzde 2,4'ü— ulaştığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, bankacılık kesimi ve özel sektörün kredi kompozisyonunda uzun vadeli kredilerin payının artması cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri azaltmaktadır. 2006 yılında da, özelleştirme gelirleri ile şirket satın almalarının devamıyla, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yüksek seviyesini koruması öngörülmektedir. Avrupa Birliği (AB) yakınsama sürecinin uluslararası sermayenin Türkiye'ye olan ilgisinin devamını sağlayacağı düşünülmektedir. Öte yandan, doğrudan yabancı sermayenin özellikle yeni üretim birimleri kurmak şeklinde gelmesi için yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik mevzuatta önemli değişiklikler yapılmasına karşın, bu konudaki uygulamanın etkinleştirilmesine olan ihtiyaç devam etmektedir.

Cari işlemler açığının kısa vadede ekonomik istikrar ve enflasyon hedefi açısından risk oluşturması beklenmemektedir. Tüketim malları ithalatındaki artışın görelî fiyat değişimlerinden kaynaklandığı ve talep yönlü enflasyonist baskı yaratmadığı düşünülmektedir. Ayrıca, sıkı maliye politikasından ödün verilmemesi, devam eden özelleştirme süreci, cari işlemler açığının sürdürülebilirliğine dair endişeleri sınırlandırmaktadır.

### **3.3. Maliyetler**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan 'İmalat Sanayinde Çalışanlar, Üretimde Çalışılan Saat ve Kısmi Verimlilik Endeksi' sonuçlarına göre 2005 yılının son üç aylık döneminde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,1 oranında azalmıştır (Tablo

<sup>2</sup> Ara malları ithalatındaki gerilemede, Ocak ayında yaşanan olumsuz hava koşullarına bağlı olarak sanayi üretiminde gözlenen düşüşün de etkisi olabileceği düşünülmektedir.

3.3.1). Kamu imalat sanayi istihdamındaki hızlı gerileme bu dönemde de devam etmiştir. Özel imalat sanayinde, üretimleri yıllık bazda gerileyen tekstil ve giyim sektörlerindeki olumsuz gidişat, bu sektörlerin istihdamına da yansımıştır. 2004 yılının son üç aylık dönemi itibarıyla, imalat sanayi istihdamında yüzde 34,3 paya sahip olan söz konusu sektörler dışarıda bırakıldığında, özel imalat sanayi istihdamı, 2005 yılının son üç aylık döneminde yüzde 2,3 oranında artmıştır.

Tablo 3.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri  
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2004					2005				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>İstihdam<sup>(1)</sup></b>	0,7	2,7	2,2	2,2	2,0	1,9	-1,7	-1,8	-1,1	-0,7
Kamu	-13,6	-11,0	-9,6	-9,7	-11,0	-10,2	-7,1	-8,6	-7,2	-8,3
Özel	2,4	4,5	3,7	3,6	3,6	3,2	-1,2	-1,1	-0,4	0,1
<b>Ücret<sup>(2)</sup></b>	0,2	5,1	3,4	1,6	2,5	3,2	2,1	1,6	0,7	1,9
Kamu	2,9	7,7	5,6	2,9	4,7	8,7	5,4	9,0	8,4	7,9
Özel	2,5	7,5	5,3	3,9	4,8	3,5	2,0	1,0	-0,1	1,6
<b>Verimlilik<sup>(3)</sup></b>	8,5	13,6	6,4	1,6	7,3	5,1	4,3	6,1	8,4	6,0
Kamu	14,8	13,1	5,6	8,5	10,5	7,0	11,8	15,5	9,8	10,9
Özel	9,0	15,0	7,6	1,2	8,0	6,1	3,5	5,2	8,8	5,9
<b>Kazanç<sup>(4)</sup></b>	-0,6	3,7	1,5	-0,5	1,3	2,8	2,7	2,5	0,8	2,2
Kamu	-0,6	9,2	1,2	2,5	3,2	10,6	3,5	8,8	3,0	6,3
Özel	2,6	5,9	4,6	2,3	4,3	2,9	3,2	2,0	1,3	2,4

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

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

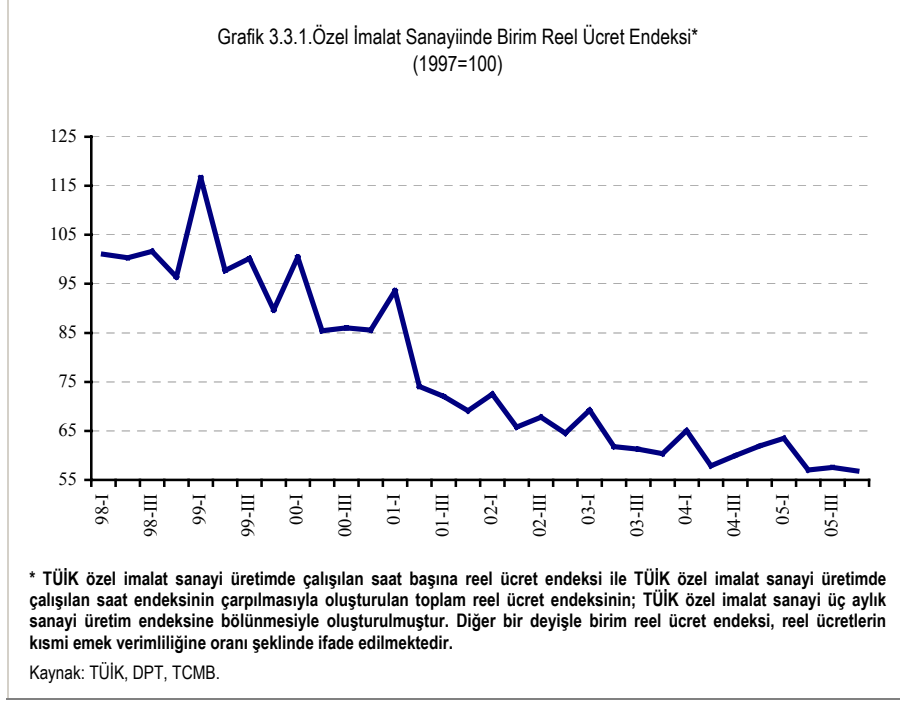
(3) TÜİK Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

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

İmalat sanayi üretimindeki artışın sürmesiyle birlikte, 2005 yılının son üç aylık döneminde, çalışılan saat başına kısmi verimlilik endeksi yüzde 8,4 oranında artmıştır. Aynı dönemde, çalışılan saat başına reel ücretler kamu imalat sanayinde yüzde 8,4 oranında artarken özel imalat sanayinde yüzde 0,1 oranında gerilemiştir. Özel imalat sanayinde, verimlilik yüksek bir oranda artarken reel ücretlerin gerilemesi sonucunda, reel birim ücretler bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,2 oranında gerilemiştir (Grafik 3.3.1). Reel birim ücretlerin olumlu seviyelerini koruması, enflasyondaki düşüş sürecinin devamında en önemli faktörlerden birisi olmuştur.

2006 yılında, imalat sanayinde yatırımlar ve istihdamın, önceki dönemdeki seyrini izlemesi durumunda, verimlilik artışlarının devam etmesi beklenebilir. Öte yandan, Ocak Enflasyon Raporu'nda belirtildiği üzere, 2006 yılı için belirlenen memur maaşları ve asgari ücret artışları, ücretlerde enflasyonun üzerinde bir artış olabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, reel

birim ücretlerin 2006 yılında enflasyondaki düşüş sürecine yapacağı katkının azalacağı düşünülmektedir.



Ham madde fiyatlarında uluslararası piyasalarda 2005 yılında gözlenen yüksek fiyat artışları 2006 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Emtia fiyatlarında 2005 yılının son çeyreğinde ham petrol fiyatlarındaki azalışlardan kaynaklanan gerileme eğilimi 2006 yılı ilk çeyreğinde kesintiye uğramıştır. Uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatlarında 20 Aralık–30 Ocak arasında gözlenen yükseliş eğilimi, bu tarihten sonra yerini hafif bir gerileme eğilimine bırakmıştır. Ancak 22 Mart tarihi itibarıyla yeniden başlayan yükseliş sonucunda ham petrol fiyatları Katrina Kasırgası sırasında yaşanan tarihi zirve değerlerini de aşarak 13 Nisan itibarıyla 70,2 USD/varil seviyesine ulaşmıştır. Sektörde atıl kapasitenin düşük seviyelerde olması, yüksek küresel büyüme neticesinde artan talep ile Nijerya ve İran gibi önemli petrol üreticisi ülkelerle ilgili belirsizlikler, üretim kesintileri ve bu konudaki olumsuz bekleyişler ham petrol fiyatlarını yukarıya çeken en önemli etkenler olmuştur. Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu (OPEC) 8 Mart tarihli olağan toplantısında 28 milyon varil/gün olan üretim kotasını değiştirmeme kararı almış, yapılan açıklamada piyasalara yeterli miktarda arzda bulunulduğunu, hem tüketici hem de üreticiler için makul bir fiyat seviyesinin korunması gerektiği belirtilmiş, ilerleyen



aylarda da bu eğilimin korunacağı taahhüt edilmiştir. Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) 2006 yılı talep büyüme beklentilerini bir miktar aşağı çekmekle birlikte, büyüme hızı beklentisinin 2005 yılının üzerinde olması, bu yıl içinde devreye girmesi beklenen yeni kapasite imkanlarına rağmen, 2006 yılı boyunca petrol fiyatlarının yüksek seviyelerini koruma ihtimalini güçlendirmektedir.

Uluslararası metal fiyatlarındaki yükseliş eğilimi yılın ilk çeyreğinde güçlenerek sürmüştür. Yüksek küresel büyüme eğilimi metal fiyatlarını yukarıya iterken, yatırım fonlarının sektör yatırım araçlarına yönelik ilgisinin artması, metal fiyatlarının beklentilerin ötesine yükselmesinde belirleyici olmaktadır. 2005 yılında, petrol ve metal fiyatlarında gözlenen artışlar sonucunda artan ithalat birim değer endeksinin, 2006 yılı ilk çeyreğinde de bu eğilimi koruduğu görülmektedir. Sonuç olarak, petrol ve metal fiyatlarının, enflasyon açısından olumsuz etkilerinin 2006 yılında da devam etme olasılığının arttığı düşünülmektedir.

Tablo 3.3.2. Hammadde Fiyatlarına İlişkin Göstergeler

	2004		2005				2006	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
İthalat Birim Değer Endeksi*	116,0	125,2	124,5	122,9	123,7	124,1	127,5	
Ham Petrol Fiyatları (\$/varil, Brent)	38,4	47,6	51,6	61,6	56,9	54,4	61,9	
IMF Emtia Fiyatları Endeksi*	134,6	151,5	162,1	182,2	177,9	168,4	190,4	
Enerji Fiyatları Alt Endeksi	134,5	162,1	177,8	208,5	199,2	186,9	212,0	
Metal Fiyatları Endeksi	135,3	161,5	163,5	168,2	184,1	169,3	208,1	

\* 2006 yılı ilk çeyrek verileri Ocak ve Şubat aylarını kapsamaktadır.

Kaynak: IFS, TÜİK, Bloomberg.

## KUTU 3.1. GÖRELİ FİYAT FARKLILAŞMASI, VERİMLİLİK VE REEL KUR

İktisat yazınında sıkça söz edilen “satın alma gücü paritesi” yaklaşımına göre, yurt içi fiyatların yurt dışı fiyatlara oranının (reel kur), sabit bir düzeyi ifade eden uzun dönem denge değerinden sapmaları geçici niteliktedir. Ancak, ortaya koyulan alternatif yaklaşımlar, reel kurun uzun dönem denge değerinin zaman içinde değişebileceğini, dolayısıyla satın alma gücü paritesinden sapmaların kalıcı olabileceğine işaret etmektedir. Dış ticaret hadlerindeki değişimler, ekonominin dışa açıklık düzeyi, ulaştırma maliyetleri, rekabetçi olmayan piyasa yapısı, dış ticarete konu olmayan malların varlığı ve sermaye hareketleri gibi unsurlar sözü edilen sapmalara yönelik getirilen iktisadi açıklamaların birkaçıdır. Avrupa Birliği yakınsama sürecindeki gelişmekte olan ülke tecrübeleri açısından düşünüldüğünde ise, sayılan unsurlar arasında dış ticarete konu olan ve olmayan mallardaki fiyat farklılaşması reel kurun uzun dönemler boyunca belli bir yönde sergilediği hareketleri açıklama konusunda ön plana çıkmaktadır. Bu kategoriye giren ekonomimizde son yıllarda Yeni Türk lirasının güçlenme eğilimi ile dış ticarete konu olan ve olmayan mallar arasındaki fiyat farklılaşmasının eş anlı olarak gözlenmesi, söz konusu görelî fiyat farklılaşması ile reel kur ilişkisinin daha yakından incelenmesi gerektiğine işaret etmektedir.

**Balassa-Samuelson Etkisi**

İktisat yazınında, dış ticarete konu olan ve olmayan mallardaki fiyat farklılaşmasını ve reel kur davranışını açıklayan unsurların başında, Balassa-Samuelson etkisi gelmektedir. Balassa (1964) ve Samuelson (1964) tarafından ortaya koyulan bu kavram, dış ticarete konu olan ve olmayan sektörler arasındaki görelî verimlilik oranlarının uluslararası düzeyde farklılık göstermesinin satın alma gücü paritesinden yapısal ve kalıcı sapmalara neden olabileceğini ileri sürmektedir. Buna göre, görelî olarak daha emek-yoğun bir üretim sürecine sahip olan dış ticarete konu olmayan sektörlerde, dış ticarete konu olan sektörlerle kıyasla daha düşük verimlilik artışlarının görülmesi, reel kurda değerlenmeye yol açmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bir ülkede dış ticarete konu olan sektörlerdeki görelî verimlilik artışları, reel kur endeksine konu olan yabancı ülkelere kıyasla daha yüksek olduğunda, sözü edilen ülkenin parası reel anlamda değer kazanmaktadır. Bu noktada reel kurun temel bileşenlerine ayrıştırılması, bahsedilen etkinin daha iyi anlaşılabilmesi için kolaylık sağlayacaktır.

Reel kurun standart gösterimine göre, reel kurun yüzde değişimi, nominal kurdaki yüzde değişim ve ülkeler arası enflasyon farklarının toplamından oluşmaktadır (Denklem 1).<sup>1</sup> Burada  $\dot{q}$  ve  $\dot{e}$  (yabancı para / ulusal para), reel ve nominal kur büyüme oranını;  $\dot{p}$  ve  $\dot{p}^*$  ise sırasıyla yurt içi ve yurt dışı enflasyon oranlarını göstermektedir. Ticarete konu olan sektör için reel kur ( $\dot{q}_T$ ), söz konusu sektördeki enflasyon oranının kullanılması suretiyle ( $\dot{p}_T$  ve  $\dot{p}_T^*$ ) hesaplanabilecektir (Denklem 2). İki denklemin farkı alınarak, reel kur değişimleri, dış ticarete konu olan sektördeki reel kur değişimleri ile iki ülkenin görelî fiyat farklılaşmasındaki değişim cinsinden tanımlanabilmektedir (Denklem 3). Söz konusu eşitlikteki görelî enflasyon oranının dış ticarete konu olan ve olmayan mallar cinsinden ifade edilebilmesi için, genel enflasyon oranlarının dış ticarete konu olan ve

<sup>1</sup> Nokta ile işaretlenmiş ve küçük harf ile gösterilen karakterler, ilgili değişkenin büyüme oranını göstermektedir. Nominal kurdaki artış değerlendirme eğilimine işaret etmektedir. Denklemlerde kullanılan T, ticarete konu olan sektörü; N ticarete konu olmayan sektörü; \* ise yabancı ülkeyi temsil etmektedir. Bu analizde yabancı ülke olarak Euro bölgesi seçilmiştir.

olmayan sektörlerdeki fiyat artış oranlarının ağırlıklı ortalaması olarak yazılması gerekmektedir (Denklem 4-6).<sup>2</sup> Son olarak, (5) ve (6) numaralı eşitliklerin (3) numaralı denklemde yerleştirilmesiyle (7) numaralı denklem elde edilmektedir.<sup>3</sup>

$$\begin{aligned}
 (1) \quad \dot{q} &= \dot{e} + \dot{p} - \dot{p}^* \\
 (2) \quad \dot{q}_T &= \dot{e} + \dot{p}_T - \dot{p}_T^* \\
 (3) \quad \dot{q} &= \dot{q}_T + [(\dot{p} - \dot{p}_T) - (\dot{p}^* - \dot{p}_T^*)] \\
 (4) \quad \dot{p} &= \gamma \dot{p}_T + (1 - \gamma) \dot{p}_N \\
 (5) \quad \dot{p} &= \dot{p}_T + (1 - \gamma)(\dot{p}_N - \dot{p}_T) \\
 (6) \quad \dot{p}^* &= \dot{p}_T^* + (1 - \gamma)(\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*) \\
 (7) \quad \dot{q} &= \dot{q}_T + (1 - \gamma)[(\dot{p}_N - \dot{p}_T) - (\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*)]
 \end{aligned}$$

Buna göre, reel kurdaki değişim iki farklı kaynaktan ortaya çıkmaktadır (Denklem 7): İlki, dış ticarete konu olan mallara ilişkin reel kur değişimlerini yansıtmaktadır, ( $\dot{q}_T$ ).<sup>4</sup> Diğer bileşen ise Balassa-Samuelson etkisini de kapsayan, görece fiyat değişimlerinin sergilediği ülkeler arası farklılıkları ifade etmektedir.

Balassa-Samuelson etkisine göre, yapısal dönüşüm süreci yaşayan gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere kıyasla, dış ticarete konu olan sektörlerdeki verimlilik artışları, hizmetler gibi dış ticarete konu olmayan sektörlerle kıyasla daha hızlı olma eğilimindedir. Dış ticarete konu olan sektörlerde yaşanan görece hızlı verimlilik artışları bu sektörlerde reel ücretlerin artmasına neden olmaktadır. Dış ticarete konu olan sektörlerdeki ücret artışları verimlilik gelişmelerine paralel bir biçimde gerçekleşecek, dolayısıyla birim işgücü maliyetlerinde herhangi bir değişiklik olmayacaktır. Söz konusu ücret artışlarının ekonominin geneline yansımaları, hizmetler gibi dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki ücret artışlarını da beraberinde getirmektedir. Buna karşılık, ekonomi geneline yansıyan ücret artışları, dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki verimlilik kazanımlarının ötesinde bir artışı ima edecek ve bu sektörde birim işgücü maliyeti ile fiyatlar yükselecektir. Bu durum, dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki görece fiyatların artması anlamına gelecek ve (7) numaralı denklem çerçevesinde reel kurun değerlendirilmesine neden olacaktır. Diğer bir deyişle, dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki fiyat artışları genel fiyat düzeyini yükselterek reel kurda değerlendirilmeye yol açacaktır.

<sup>2</sup> Denklemlerde kullanılan  $\gamma$  ve  $\gamma^*$  katsayıları, yerli ve yabancı ülkedeki dış ticarete konu olan sektörlerdeki fiyatların genel fiyat endeksi içindeki payını göstermektedir.

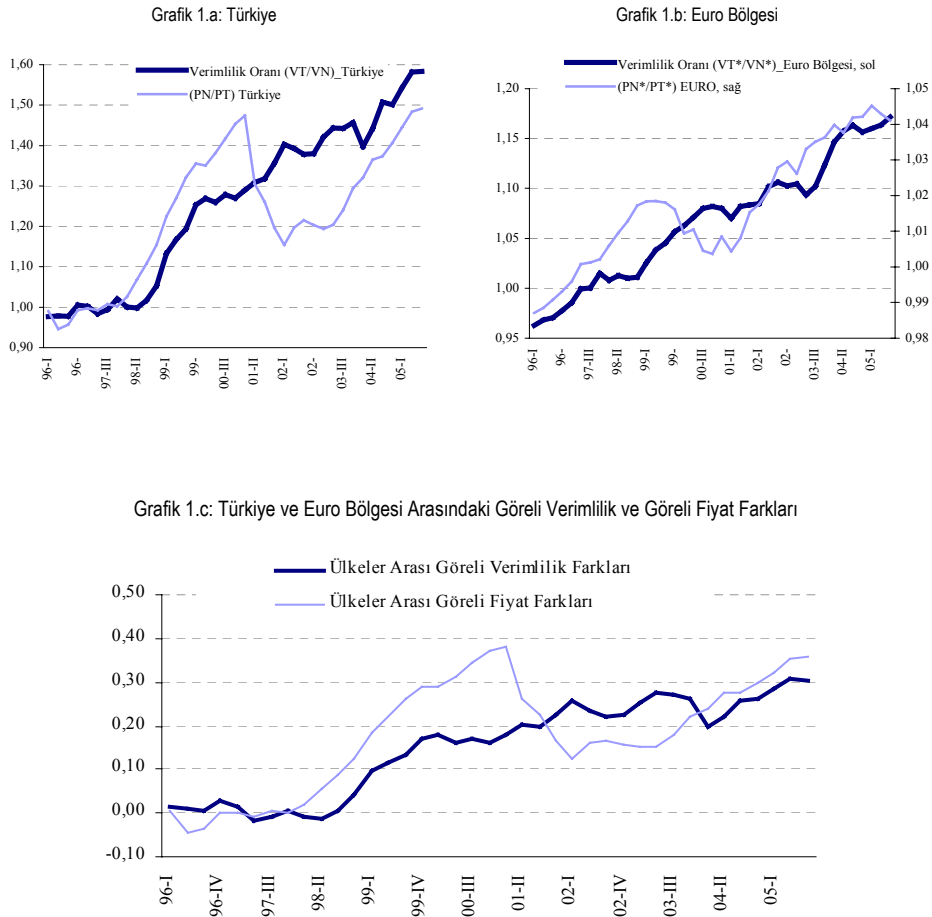
<sup>3</sup> Reel kur değişimlerine neden olabilecek son bileşen olan  $(\gamma - \gamma^*)(\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*)$ , şu aşamada (7) numaralı denklemde gösterilmemiş ve analiz dışı bırakılmıştır. Birden fazla dış ticarete konu olan malın olması ve/veya tüketim kalıplarının ülkeler arası farklılık göstermesi durumlarında, söz konusu bileşen reel kurdaki değişimin bir belirleyicisi olabilir.

<sup>4</sup> Teorik olarak reel kur değişimlerinin bir kaynağı olan bu bileşen, dış ticarete konu olan mallar için "Tek Fiyat Kanunu"ndan ülkeler arası sapmaların olması nedeniyle sıfırdan farklı gerçekleşmektedir. Sapmanın nedenlerinin tartışılması ayrı bir konu olup, analiz dışı bırakılmıştır.

### Türkiye'de Verimlilik Artışları ve Görelî Fiyat Farklılaşması

Özellikle Avrupa Birliği yakınsama sürecindeki diğer gelişmekte olan ülke örneklerinde olduğu gibi, Türkiye ekonomisinde de son yıllarda ulusal para reel olarak değerlendirme eğilimindedir. Yukarıda anlatılan mekanizma, hızlı verimlilik artışlarının bu sürece katkısı olduğuna işaret etmektedir. Kutu 3.1.Grafik 1, dış ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki fiyat farklılaşmasında, görelî verimlilik artışlarının rolünün önemli olabileceğini göstermektedir. Söz konusu ilişki, Türkiye ekonomisinin 2001 yılında yaşadığı krizin etkisiyle kırılmış gibi görünse de, son dönemde verimlilik farkları ile görelî fiyat farklarının yeniden birlikte hareket ettiği görülmektedir. Sonuç olarak, verimlilik artışları ve dış ticarete konu olan ve olmayan malların fiyat artışlarındaki farklılaşma, ülkemizde son yıllarda reel döviz kuru gelişiminde rol oynayan unsurlardan biridir.<sup>5</sup>

Kutu 3.1. Grafik 1  
Dış Ticarete Konu Olan ve Olmayan Sektörlerdeki Verimlilik Farkları ve Görelî Fiyatlar



Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, TCMB ve TÜİK.

<sup>5</sup> Mal ve hizmet sınıflaması dış ticarete konu olan ve olmayan sektörler için gösterge olarak kullanılmıştır. Yabancı ülke için de benzer bir sınıflama kullanılmıştır.

Bu noktada, son yıllardaki verimlilik artışının kaynağının irdelenmesi faydalı olacaktır. Kuşkusuz, 2001 krizi sonrasında süregelen yapısal reformlar ve ekonomide özel sektörün rolünün artması, verimlilik artışlarını doğrudan desteklemektedir. Bunun yanında, gerek son yıllarda kararlılıkla uygulanmakta olan ekonomi politikaları sonucunda artan güven ortamının, gerekse uluslararası likidite koşullarının desteklediği sermaye girişlerinin verimlilik artışında rolü olduğu düşünülmektedir. Zira söz konusu faktörler ulusal paranın güçlü konumunu devam ettirmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Ulusal paranın güçlü seyri ithal sermaye mallarının diğer girdi bileşenlerine kıyasla fiyatlarını düşürerek yatırım harcamalarını teşvik etmekte, bu da sermaye derinleşmesine neden olarak dış ticarete konu olan sektörlerde kısmi emek verimliliği artışlarını desteklemektedir. Sonuç olarak Balassa-Samuelson etkisi çerçevesinde, dış ticarete konu olmayan sektörlerde görece olarak daha hızlı fiyat artışları ortaya çıkmakta, bu da ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine katkıda bulunmaktadır. Bir diğer ifadeyle, yapısal reformların doğrudan etkisinin yanında, son yıllarda artan güven ortamı ve makroekonomik istikrar da dış ticarete konu olan ve olmayan mallar arasındaki görece fiyat farklılaşması yoluyla dolaylı olarak ulusal paranın güçlü konumunu yapısal olarak desteklemektedir.

#### **Görece Fiyat Farklılaşmasına Yol Açan Diğer Unsurlar**

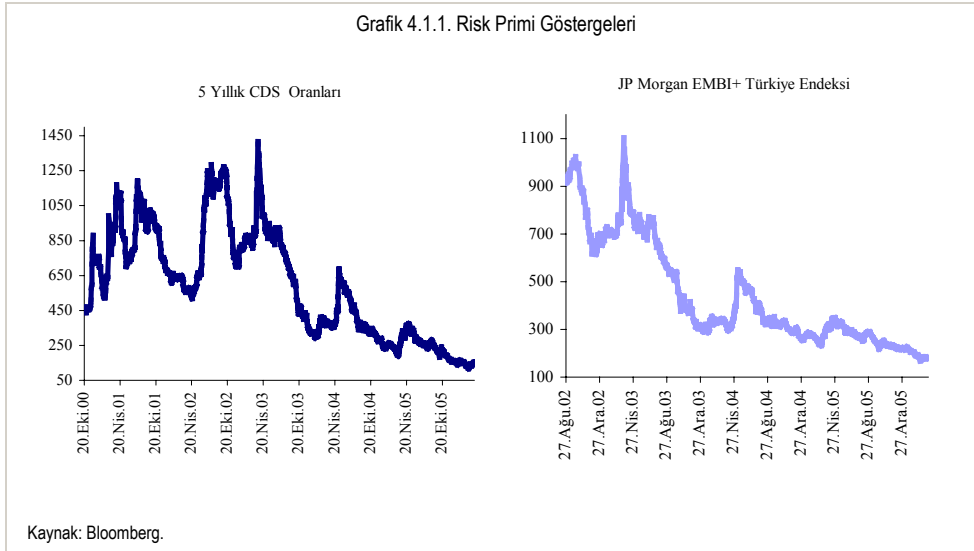
Dış ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki fiyat farklılaşmasını açıklayan tek unsur verimlilik artışları değildir. Türkiye örneği dikkate alındığında, Yeni Türk lirasındaki nominal değerlendirme, hizmetler sektörü fiyatlandırma davranışlarındaki katılımlar ve son yıllarda artan uluslararası rekabet, sözü edilen unsurlardan ön plâna çıkarılabilir. Son dönemde artan sermaye girişlerinin Yeni Türk lirası üzerinde nominal değerlendirme baskısı oluşturması, dış ticarete konu olan sektörlerde fiyat artışlarını sınırlamakta, dış ticarete konu olmayan grupta (özellikle hizmetlerde) ise önemli bir etki yapmamaktadır. Dolayısıyla, nominal kurdaki değerlendirme görece fiyatların dış ticarete konu olmayan mallar lehine değişmesine katkıda bulunmaktadır. Düşen enflasyon ortamında dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki fiyatlandırma katılımları (geçmiş endeksleme davranışı ve bazı sektörlerde rekabetçi olmayan piyasa yapısının varlığı), söz konusu farkın açılmasına destek veren diğer bir unsurdur. Tüm bunlara ek olarak, son yıllarda Çin ve Hindistan gibi ülkelerdeki ucuz iş gücü maliyetlerinin artırdığı uluslararası rekabet de, dış ticarete konu olan sektörlerdeki fiyat artışlarını sınırlamakta ve görece fiyat farklılaşmasını desteklemektedir.

Sonuç olarak ekonomi yazınının da öngördüğü gibi, son yıllarda ekonomimizdeki dış ticarete konu olan ve olmayan mallar arasındaki görece fiyat farklılaşması ile verimlilik artışı arasında yakın bir ilişki olduğu gözlenmektedir. Bu bağlamda, yukarıda ortaya konulan analiz ışığında, Yeni Türk lirasındaki reel değerlendirilmenin bir bölümünün son yıllardaki hızlı verimlilik artışından kaynaklandığı ifade edilebilmektedir. Önümüzdeki dönemde Avrupa Birliği'ne reel yakınsama sürecinde verimlilik artışlarının süreceği varsayımı altında, Yeni Türk lirasının güçlü konumuna bu kanaldan destek gelmeye devam edecektir.

## 4. Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

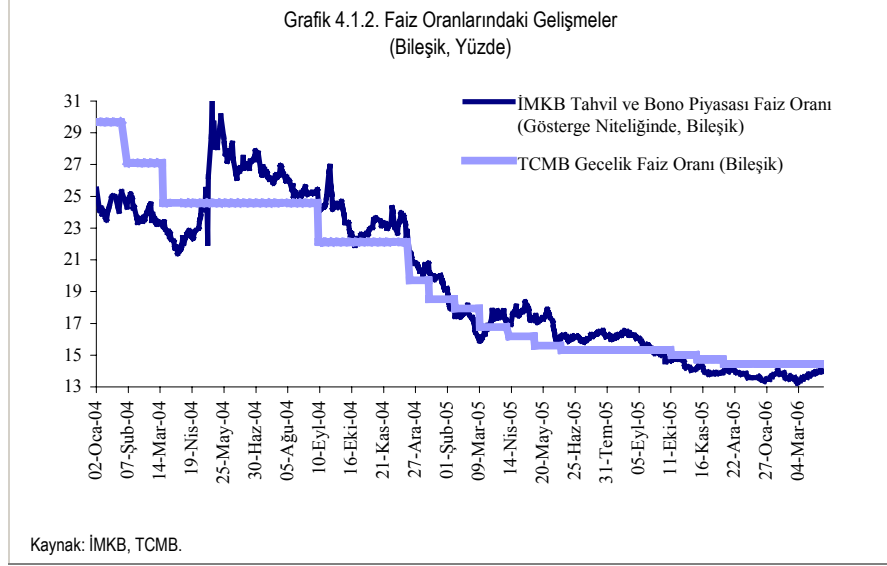
### 4.1. Mali Piyasalar

2006 yılının ilk iki ayında risk priminde gözlemlenen olumlu seyir, Mart ayında yurtiçinde olumsuz algılanan gelişmeler ve global likidite koşullarındaki belirsizlikler neticesinde yavaşlamıştır (Grafik 4.1.1). Diğer taraftan, bütçe performansının başarılı bir şekilde sürdürülüyor olması bekleşlerdeki bozulmayı sınırlandıran en önemli gelişme olarak öne çıkmıştır. Uluslararası likidite koşullarında Mart ayında gözlemlenmeye başlanan olumsuz trend, gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Japon Merkez Bankası, son zamanlarda gözlemlenen büyüme ve enflasyonda artış eğilimi neticesinde piyasalardaki Japon Yeni likiditesini daraltmayı hedeflediğini açıklamıştır. ABD’de sene başında kısa dönemli faiz artırımlarının yüzde 5 seviyesinde duracağı beklenirken, son dönemde açıklanan büyüme ve enflasyon verileri ışığında faiz artırımlarının sene başındaki beklentileri aşabileceği algılamaları artmıştır.

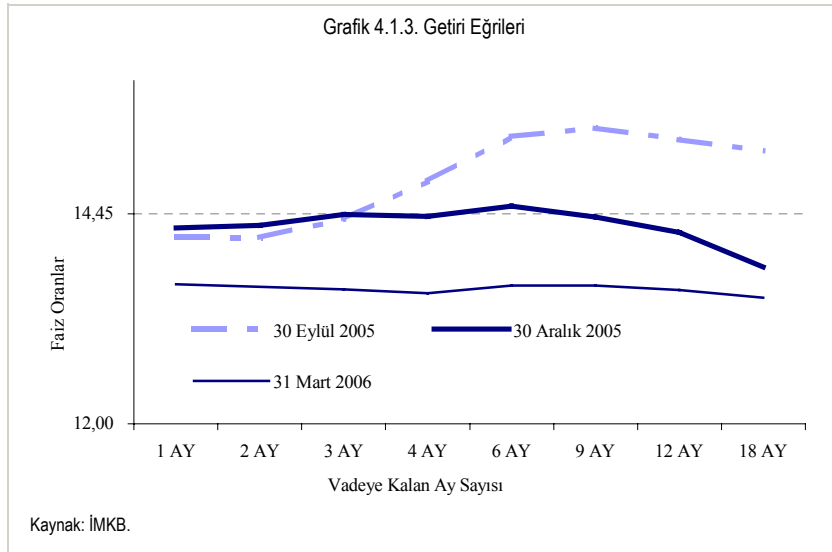


TCMB, 2006 yılında gerçekleştirdiği üç Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında yüzde 13,5 seviyesinde olan politika faizini değiştirmemiştir. 2005 yılı Ekim ayından itibaren gecelik fonlama maliyetinin altında gerçekleşmekte olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası’nda oluşan gösterge niteliğindeki faiz oranı; faiz indirimlerin

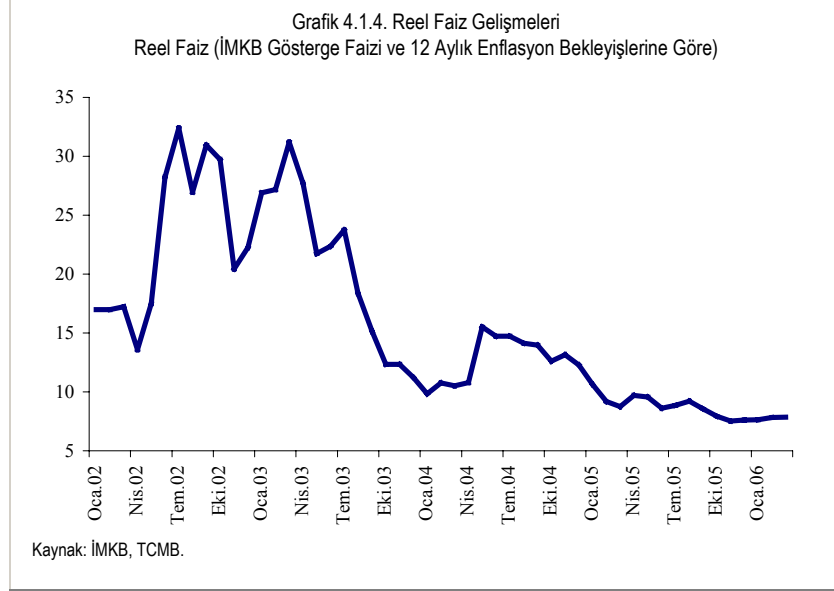
duraklaması, global likidite koşulları ve yurtiçindeki belirsizlikler neticesinde Mart ayında yükseliş göstermiştir (Grafik 4.1.2).



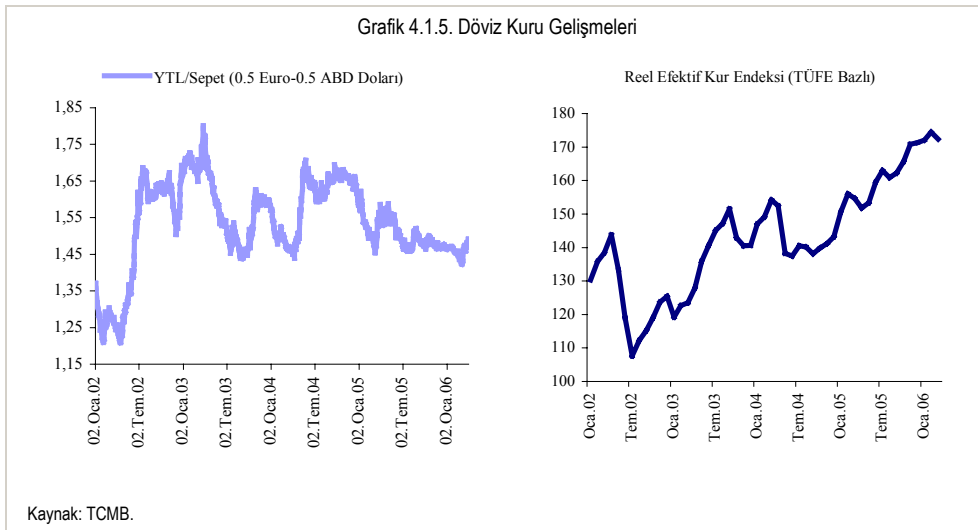
İMKB’de oluşan faizler, 2006 yılının ilk çeyreğinin sonunda geçtiğimiz yıl sonuna göre her vadede daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. (Grafik 4.1.3). Bu gelişmede, enflasyondaki düşüş eğiliminin 2006’da da devam edeceği beklentisi etkili olmuştur. Bununla beraber, getiri eğrilerinin daha uzun vadeli ucunun önceki dönemlere kıyasla daha yatay bir seyir izlemesi, iktisadi birimlerin, söz konusu dönemde, ileriye yönelik risk algılamalarında temkinli bir duruş sergilediklerini teyit etmektedir.



Gösterge kıymet faizleri ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 aylık enflasyon beklentilerinden hesaplanan reel faizler yılın ilk çeyreğinde artış eğilimi göstermemiştir (Grafik 4.1.4).

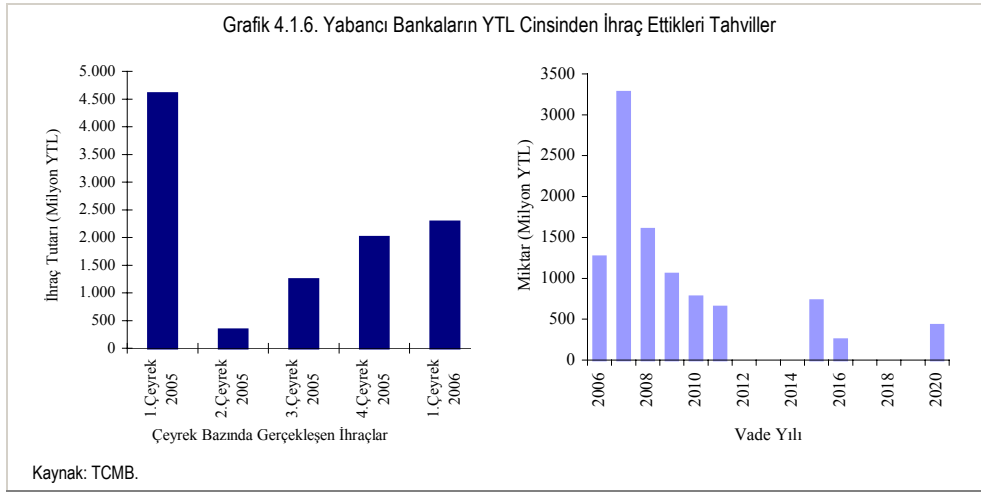


2006 yılının ilk iki ayında Yeni Türk lirasının güçlenme eğilimi devam etmiştir. Mart ayında ise risk primindeki yükseliş sonucunda Yeni Türk lirası, Euro ve ABD Doları'ndan oluşan sepet karşısında değer kaybetmiştir (Grafik 4.1.5).



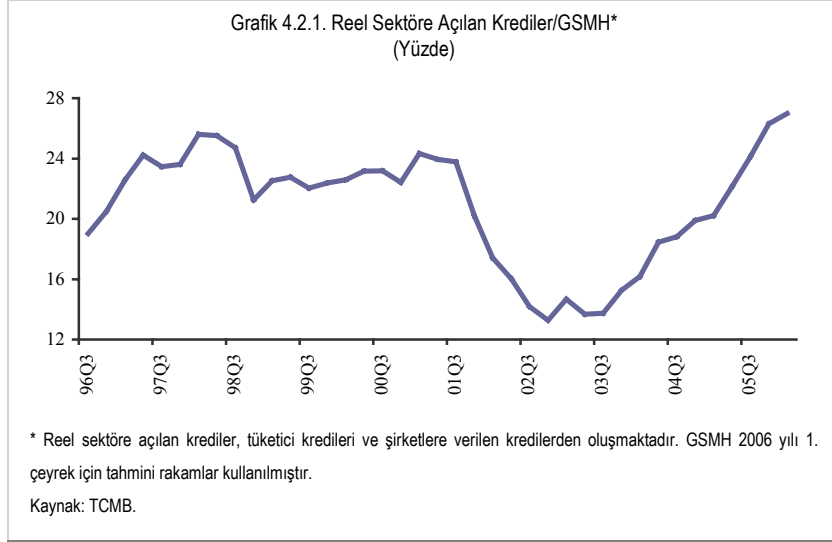


Diğer taraftan, yurtdışında Yeni Türk lirasına olan talebin göstergesi olan yabancı bankaların Yeni Türk lirası cinsinden gerçekleştirdiği tahvil ihraçları, 2006 yılının ilk çeyreğinde 2005'in son çeyreğine göre artmıştır (Grafik 4.1.6). İhraç miktarı 2006 yılının ilk çeyreğinde geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla oldukça düşük bir seviyede gerçekleşmiş olsa da, 2005 başındaki yüklü ihraçların birikmiş talebi de içerdiği düşünüldüğünde, ihraç miktarındaki istikrarın sürmekte olduğu düşünülmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğinde, mevcut kıymetlerin vade yapısında geçtiğimiz yılın son çeyreğine kıyasla önemli bir değişim gerçekleşmemiştir.

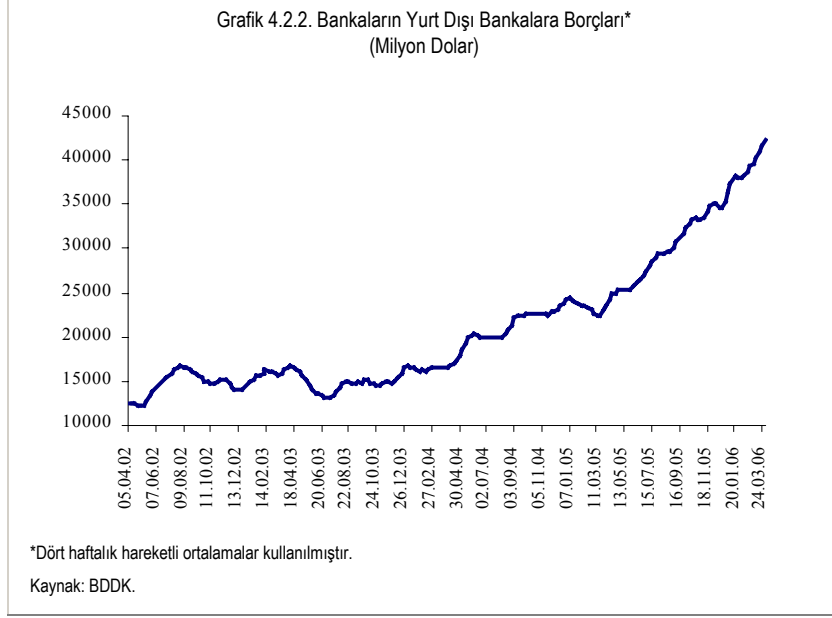


#### 4.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Finansal sistemin yeniden yapılandırılması ve makroekonomik istikrarın sağlanması ile oluşan güven ortamı bankacılık sisteminin ve bireylerin beklentilerini olumlu etkilemiş ve finansal sözleşmelerin vadelerinde uzamaya, sözleşmeye konu olan tutarlarda da artışa neden olmuştur. Bu gelişmenin bir yansıması halen sürmekte olan kredi genişlemesi olmuştur (Grafik 4.2.1). Bu süreç bir taraftan bankaların ve hane halkının taşıdığı riski artırsa da, diğer yandan ülkenin büyüme potansiyelini yükseltmekte ve finansal derinleşmeye katkıda bulunmaktadır. Böylelikle, finansal kesimin para politikası aktarım mekanizmasındaki etkinliği artmaktadır. Merkez Bankası, bu etkileri birlikte ele almakta ve öngörülerıyla tutarlı seyreden kredi gelişmelerini yakından takip etmektedir.

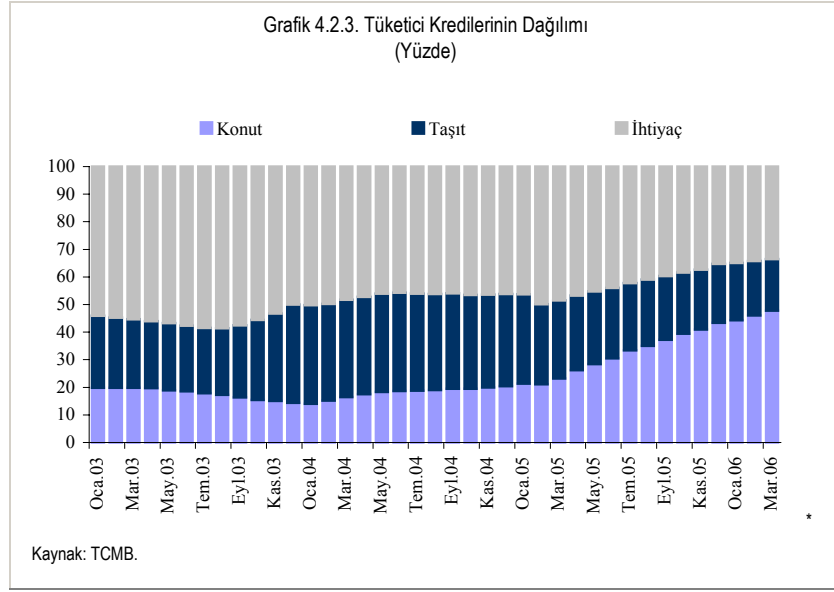


Finansal sistemde yeniden yapılandırma süreciyle başlayan ve günümüze kadar kredi arzını destekleyen bir unsur olarak süregelen likidite fazlası 2006 yılının ilk çeyreğinde de artış göstermiştir. Bu duruma yol açan başlıca unsurlar, döviz alım ihale ve müdahaleleri, satın alma ve ortaklıklarla kendini gösteren ve artış eğiliminde olan yabancı ilgisi, Hazinesinin borç çevirme oranının azalan seyri ve düşen ülke riskinin bankaların yurtdışı borçlanma imkânlarını artırması olarak sıralanabilir (Grafik 4.2.2). Bu faktörlerin mevcut eğilimlerini korumaları koşulunda, gelecek dönemde de likidite fazlasının seyrinde bir değişme olmayacağı düşünülmektedir. Ayrıca yasalaşma sürecinde olan Konut Finansmanı Kanun Tasarısının ipotek finansmanlı menkul kıymetler için ikincil piyasa oluşumuna imkân vermesi finansal sistem için yeni bir potansiyel fon kaynağı anlamına gelmekte ve finansal sistemdeki likidite fazlasının orta vadede de devam edeceği beklentisini güçlendirmektedir. Bu gelişmelerin tümü, kredilerdeki artış sürecini desteklemektedir.



Son dönem kredi gelişmelerine bakıldığında, tüketici kredilerindeki artış sürecinin devam ettiği, şirketlere verilen kredilerin ise tüketici kredilerine kıyasla daha yavaş hızda ve istikrarlı olarak arttığı görülmektedir. Taşıt ve ihtiyaç kredilerinde ise yıllık reel artış hızının istikrar kazandığı gözlenmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğinde tüketici kredileri reel olarak yüzde 17,2 oranında artmıştır. Söz konusu artışın 12,7 puanı konut kredilerinden kaynaklanmıştır (Grafik 4.2.3).

Konut kredilerinin yasalaşma sürecindeki Konut Finansmanı Kanun Tasarısı ve AB yakınsama sürecinin etkisiyle bir süre daha artmaya devam edeceği, böylelikle şu an itibarıyla yüzde 2,5 düzeyinde olan konut kredilerinin milli gelire oranının uzun vadede gelişmiş ülkeler düzeyine yakınsayacağı düşünülmektedir. Özellikle, AB sürecinin tüm aday ülkelerde konut kredilerinde artışı tetiklemiş olması bu savı desteklemektedir.



Mevcut durumda hızlı kredi genişlemesi, gerek geri ödenebilirlik ve finansal istikrar açısından, gerekse konut fiyatları üzerindeki etkisiyle fiyat istikrarı bakımından dikkatle izlenmektedir. Ülkemizde konut arzının konut talebine eşlik etmesinin, fiyatlar üzerindeki baskıyı zamanla hafifleteceği, kredilerin yeniden finansmanında Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) uygulamasının kaldırılmasının ise hane halkının kredi geri ödemelerini kolaylaştıracağı düşünülmektedir.



## 5. Kamu Maliyesi

2005 yılı bütçe sonuçları, 2006 yılı merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri ve orta vadeli bütçe hedefleri mali disiplinin sürdürülmesi yönündeki kararlılığın devam ettiğine işaret etmektedir. Bulduğumuz dönemde, sürdürülen mali disiplin paralelinde, kamu borç yönetimi, makul risk seviyelerinde borçlanma maliyetinin azaltılması anlayışıyla uygulanmaktadır. Ayrıca, kamu faiz dışı fazla politikası cari işlemler açığının sürdürülebilirliği çerçevesinde kamudan kaynaklı bir sorun olmadığına işaret etmekte ve cari işlemler dengesine ilişkin kaygıların azaltılmasında önemli bir politika aracı olmaktadır. Bununla birlikte, bütçede, kamu maliyesi alanında yürütülmekte olan reformların hayata geçirilmesi ile aşılabilecek yapısal kırılganlıkların varlığı devam etmektedir.

Süregelen maliye politikası, istikrar ortamının oluşmasına sağladığı katkının yanı sıra, daha önceki raporlarda da belirtildiği gibi, özel sektör kanallı büyümeyi de desteklemektedir. İç borç stoku artış hızının yavaşlayarak banka yükümlülüklerinin artış hızının altında seyretmesi, bankaların özel sektöre kullandırabilecekleri kredi hacmini artırarak tüketim ve yatırım harcamalarını desteklemektedir. 2006 yılı Hazine borçlanma stratejisi, 2006 yılında da iç borç artış hızındaki yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, maliye politikasının kredi arzını artırıcı yönde etkisini sürdürmesi beklenmektedir.

### 5.1. Bütçe Gelişmeleri

2006 yılında, konsolide bütçe sistemi kaldırılmış, yerine, merkezi yönetim bütçe sistemi uygulamaya konulmuştur. Ocak-Mart dönemi merkezi yönetim bütçesi olumlu performans göstermiştir. Mart ayı itibarıyla, mahalli idare ve fon payları hariç faiz dışı bütçe fazlası, vergi dışı gelirlerin yüksek seviyede gerçekleşmesinin de etkisiyle, yıl sonu hedefinin yaklaşık yüzde 28,6'sı olarak gerçekleşmiştir (Tablo 5.1.1).<sup>1</sup> Ocak ayında, Türk Telekomünikasyon A.Ş. tarafından bütçeye aktarılan 1,4 milyar Yeni Türk

<sup>1</sup> Bütçe uygulamasında, kanun hükümleri uyarınca, genel bütçe vergi gelirlerinden mahalli idarelere pay verilmektedir. Eski sistemde, genel bütçe vergi gelirleri, mahalli idare ve fonlara ayrılan paylar hariç tutularak açıklanırken 2006 yılından itibaren, yeni raporlama sistemi çerçevesinde, vergi gelirleri brüt olarak gösterilmektedir. Buna karşılık, vergi gelirlerinden ayrılan paylar mahalli idare ve fonlara transferi sırasında bütçeye harcama olarak kaydedilmektedir. Harcama kaydının transferi sırasında yapılması nedeniyle mahalli idare ve fon paylarının harcama olarak kaydedilmesi takip eden aylara kayabilmekte, bu durumda, faiz dışı bütçe dengesi mahalli idare ve fon payları hariç tutularak hesaplandığında gerilemektedir (Tablo 5.1.1).

lirası tutarındaki nakit fazlası vergi dışı gelirlerin yüksek oranda artmasına neden olan başlıca etken olmuştur.

Ocak-Mart dönemi faiz dışı bütçe dengesinin işaret ettiği olumlu performansla birlikte, sağlık harcamaları ve sosyal güvenlik kurumlarına Hazine yardımlarına ilişkin gerçekleştirmelerin yıl sonu bütçe öngörülerinde payının yüksek bir seviyede olduğu görülmektedir. 2006 yılı bütçesi, sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin GSMH'ye oranla azalacağı öngörüsü altında hazırlanmıştır. Bu çerçevede, sağlık harcamalarının kontrol altına alınması<sup>2</sup> ve prim tahsilatlarının iyileştirilmesine<sup>3</sup> yönelik önlemler getirilmiştir. Prim tahsilatlarının iyileştirilmesine ilişkin yasa Mart ayında yürürlüğe girmiştir. Bu nedenle, söz konusu yasanın önümüzdeki dönemde etkisini göstermesi beklenmektedir. Diğer taraftan, sağlık harcamalarının kontrol altına alınıp alınamayacağı ve bunun sosyal güvenlik kurumlarının harcamalarına yansımaları önümüzdeki dönemde netlik kazanacaktır.

Tablo 5.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyon YTL)

	Ocak-Mart	2006 Hedef (Milyon YTL)	2006 Hedef (GSMH içindeki pay)*	Ocak-Mart Gerçekleşmeleri/ Bütçe Hedefi (%)
<b>Harcamalar</b>	39.375	174.322	32,2	22,6
Faiz Hariç Harcama	28.093	128.062	23,7	21,9
Personel Giderleri	8.940	36.021	6,7	24,8
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	1.214	4.975	0,9	24,4
Mal ve Hizmet Alımları	2.639	17.721	3,3	14,9
Cari Transferler	13.139	49.108	9,1	26,8
Sermaye Giderleri	999	12.452	2,3	8,0
Sermaye Transferleri	320	1.834	0,3	17,4
Borç Verme	843	4.256	0,8	19,8
Yedek Ödenekler	-	1.695	0,3	0,0
Faiz Harcamaları	11.282	46.260	8,5	24,4
<b>Gelirler</b>	38.325	160.326	29,6	23,9
Genel Bütçe Gelirleri	37.788	156.214	28,9	24,2
Vergi Gelirleri	31.251	132.199	24,4	23,6
Vergi Dışı Gelirler	6.235	21.372	3,9	29,2
Sermaye Gelirleri	95	2.269	0,4	4,2
Alman Bağış ve Yardımlar	207	374	0,1	55,3
Özel Bütçe Gelirleri	475	2.963	0,5	16,0
Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	62	1.149	0,2	5,4
<b>Bütçe Dengesi</b>	(1.050)	(13.996)	-2,6	7,5
<b>Faiz Dışı Denge</b>	10.232	32.264	6,0	31,7
<b>Bütçe Dengesi (Mahalli İdare ve Fon Payları Hariç)**</b>	(2.057)	(13.996)	-2,6	14,7
<b>Faiz Dışı Denge (Mahalli İdare ve Fon Payları Hariç)**</b>	9.225	32.264	6,0	28,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

\*GSMH artışı, 2006 yılı DPT Programı'ndan alınmıştır.

\*\*Bütçede harcama olarak kaydedilmeyen mahalli idare ve fon payları faiz dışı bütçe dengesinden çıkartılarak hesaplanmıştır.

<sup>2</sup> 24 Kasım 2005 tarihli Niyet Mektubu'nda belirtildiği üzere, sağlık harcamalarının kontrol altına alınması için sosyal güvenlik kurumlarının devlet hastanelerine yapacağı toplam ödemelerin üst sınırını teşkil edecek global bütçe hazırlanmıştır.

<sup>3</sup> 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.

2006 yılında gelir ve katma değer vergisine ilişkin yasal düzenlemeler getirilmiştir. Mart ayında 2006/10138 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla tekstil, hazır giyim ve konfeksiyon sektörü ile deri ve deriden imal edilmiş ürünlerde KDV oranı indirilmiştir. Söz konusu uygulamaya bağlı olarak oluşacak gelir kaybının KDV iadelerindeki azalma ile karşılanacağı ifade edilmektedir. Bununla birlikte kurumlar vergisi çerçevesinin, vergi oranının düşürülmesi, vergi indirim ve muafiyetlerinin kademeli olarak kaldırılması suretiyle değiştirilmesi öngörülmektedir. 01.01.2006 tarihinden itibaren uygulamaya konulması tasarlanan yeni kurumlar vergisi sistemi<sup>4</sup> çerçevesinde, vergi oranının indirilmesi ile ortaya çıkacak gelir kaybının, yatırım indirimlerinin kaldırılması sonucu kısmen telafi edilmesi beklenmektedir.

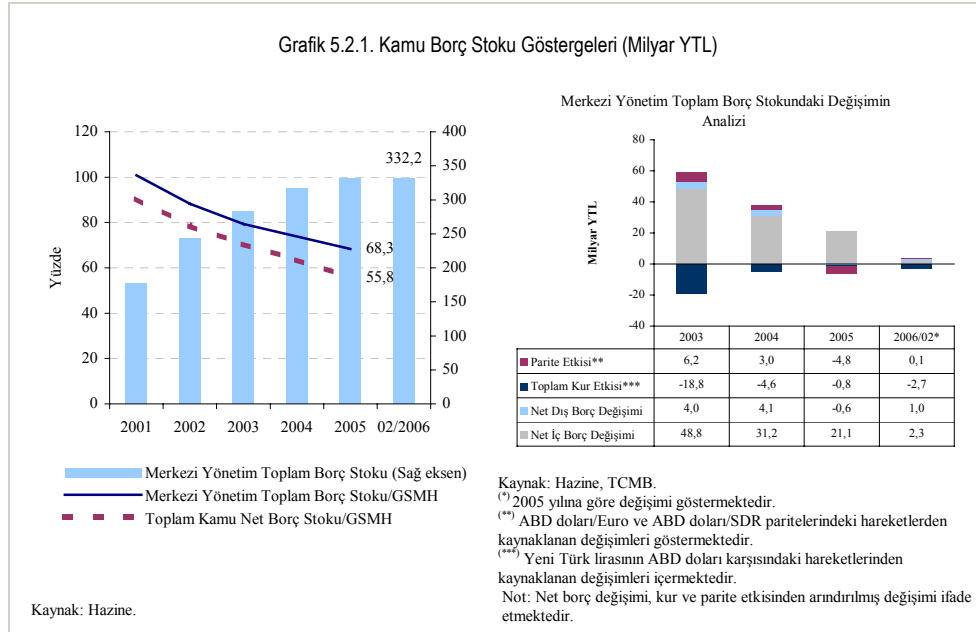
Sonuç olarak, 2006 yılı bütçesi hazırlanırken dikkate alınmayan vergi düzenlemeleri, sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin bahsi geçen önlemler vasıtasıyla kontrol altına alınamaması önümüzdeki dönemde bütçede tedbir alınması ihtiyacını gündeme getirebilecektir. Bütçe hedeflerine ulaşabilmek amacıyla, söz konusu uygulamalar neticesinde oluşabilecek açıkların dolaylı vergiler yoluyla kapatılması yıl sonu enflasyonu üzerinde bir risk faktörü oluşturmaktadır. Nitekim, dolaylı vergiler içerisinde önemli bir paya sahip olan özel tüketim vergilerinde yapılan artışların enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi geçtiğimiz dönemde de gözlenmiştir.

### ***5.2. Borç Stokundaki Gelişmeler***

2005 yılında, azalan faiz ödemeleri ve yüksek faiz dışı fazla gerçekleşmesi neticesinde borç stokunun artış hızı önemli ölçüde gerilemiş ve kamu borç stokunun GSMH'ye oranı azalma eğilimini sürdürmüştür. Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku 2006 yılı Şubat ayı itibarıyla, 2005 yılı sonuna göre sınırlı miktarda artış göstermiştir (Grafik 5.2.1).

<sup>4</sup> 08.02.2006 tarihinde TBMM'ye gönderilen Kurumlar Vergisi Kanun Tasarısı Plan ve Bütçe Komisyonu'nda bulunmakta olup hali hazırda kanunlaşmamıştır.



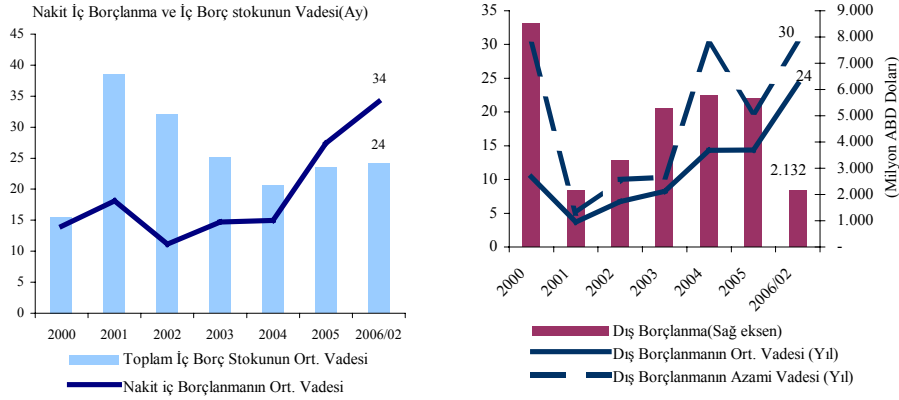


Borçlanma vadesinin uzaması, bu sayede borç servisinin zamana yayılması, borç çevirme riskini azaltmaktadır. Stratejik ölçüt uygulaması<sup>5</sup> doğrultusunda belirlenen finansman stratejisi paralelinde, 2006 yılının ilk iki aylık döneminde borç stokunun vadesini şekillendiren nakit borçlanmanın vadesi önemli ölçüde artış göstermiştir. İç borçlanmanın vadesinde gözlenen artış, ağırlıklı olarak vadesi 5 yıl olan kuponlu senetlerin ihraç edilmesi ile sağlanmıştır. Borçlanma şartlarında yaşanan bu olumlu gelişmenin nakit borç stokunun vadesine de yansıdığı görülmektedir. Nakit borç stokunun vadesi uzamasına karşın, nakit dışı borçlanma gerçekleştirilmemesi nedeniyle nakit dışı borç stokunun vadesinin yaklaşması toplam iç borç stokunun vadesindeki artışı sınırlandırmaktadır.

İç borçlanmanın yanı sıra, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmada da uzun vadeli borçlanma eğilimi devam etmiştir. 2006 yılı Ocak-Şubat döneminde ABD doları ve Euro cinsinden olmak üzere yurt dışı piyasalarda iki ayrı tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir (Grafik 5.2.2).

<sup>5</sup>Stratejik ölçüt uygulamasına göre; iç borçlanmanın vadesinin bir yılın üzerinde tutulması, 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.

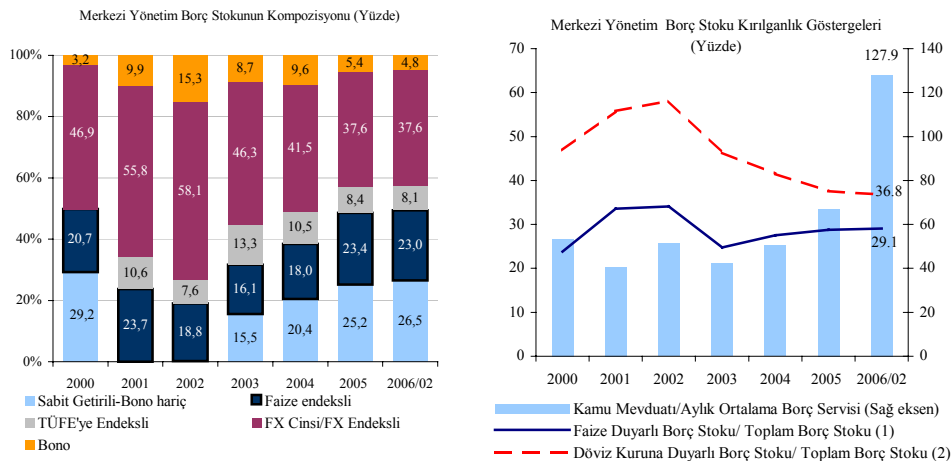
Grafik 5.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi



Kaynak: Hazine, TCMB.

2006 yılında, Şubat ayı itibarıyla, borç stoku içerisinde sabit faizli uzun vadeli senetlerin payındaki artış eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, vadesi bir yıldan altında olan iskontolu senetler ile TÜFE'ye endeksli senetlerin borç stoku içerisindeki payı azalmıştır. Ayrıca, likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde 100 seviyesinin üzerine çıkmıştır (Grafik 5.2.3).

Grafik 5.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı



Kaynak: Hazine, TCMB.

(1) Faize duyarlı borç stoku, vadesi bir yıldan kısa olan iskontolu senetleri ve değişken faizli DİBS'leri kapsamaktadır.

(2) Döviz kuruna duyarlı borç stoku, dış borç stoku ile döviz cinsi ve dövize endeksli iç borç stokunu kapsamaktadır.

Hazine'nin, 2006 yılı borçlanma programına göre, net dış borç ödeyici konumunu sürdürmesi, dövize 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 yılında her ay, 6 ayda bir kupon ödemeli olmak üzere, Yeni Türk lirası cinsi değişken ve sabit faizli Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) ihracı gerçekleştirilecektir. Söz konusu senetlerin uzun vadeli olması borç stokunun vadesindeki artış eğiliminin süreceğini göstermektedir. Ayrıca, uzun vadeli sabit faizli senet ihracının her ay düzenli olarak sürdürülecek olması, borç stoku içerisinde uzun vadeli sabit getirili senetlerin artmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

Borç stokunun sürdürülebilirliğinin sağlanması, borç stokunun karşı karşıya olduğu riskleri azaltmanın yanı sıra maliyetlerin de düşürülmesini gerektirmektedir. Bu nedenle, borçlanma stratejisi ve buna bağlı olarak borç stokunun yapısal değişimi, borç stokunun faiz ve döviz kuruna duyarlılığının yanı sıra borç çevirme riski ile maliyetler de dikkate alınarak değerlendirilmelidir. Azalan faiz ortamında, borçlanma vadesini uzatırken uygulanacak strateji maliyet ve risk ikilemini de beraberinde getirmektedir. Hazine'nin sabit faizli borçlanmaya ağırlık vermesi borçlanma maliyetindeki gerilemeyi sınırlandırmakta, öte yandan borç stokunun faize karşı duyarlılığını azaltmaktadır. Değişken faizli senetlerle borçlanmak ise maliyetleri azaltma imkanı tanırken, borç stokunun faize karşı duyarlılığının artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, maliyet ve risk arasında denge sağlanmaya çalışılırken değişken faizli senetlerin borç stoku içerisindeki payının azalma eğiliminde olmaması beklenebilir. Borçlanma stratejisi bu çerçevede değerlendirildiğinde, 2005 yılında borç stokunun risklere karşı daha sağlıklı bir yapıya kavuştuğu düşünülmektedir.

## 6. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde, temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar, bir önceki dönem Enflasyon Raporu'nda yer alan varsayımlar ile karşılaştırmalı olarak sunulmakta ve bunlarla uyumlu olarak üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri analiz edilmektedir. Bir önceki dönemde olduğu gibi, para politikasının ortalama kontrol ufkunun bir buçuk yıl olarak öngörülmesi nedeniyle, tahminler 2006 yılının geri kalan üç çeyreği ve 2007 yılının ilk üç çeyreğini içerecek şekilde sunulmaktadır. Ayrıca, enflasyon tahminlerinin aşağı veya yukarı yönlü olarak belirgin bir şekilde sapmasına yol açabilecek olası riskler irdelenmektedir.

### *6.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar*

Orta vadeli görünümü ortaya koyan ve enflasyon ile çıktı açığı tahminlerine temel oluşturan varsayımlar, “yurt içi ekonomik faaliyete ilişkin” ve “dışsal faktörlere ilişkin” varsayımlar olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Söz konusu varsayım seti, bu Rapor'un genelinde ortaya konulan detaylı analizlerin ve uzman görüşlerinin toplulaştırılmasıyla oluşturulmuştur. Bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere temel teşkil eden varsayımlar geçen üç aylık süre içinde, başta 2005 yılı son çeyreği GSMH verisi olmak üzere, bilgi setine eklenen yeni veriler ışığında güncellenmiştir.

2006 yılının ilk Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne kadar ekonomik faaliyete ilişkin olarak açıklanan veriler, TCMB'nin öngörülleri ile tutarlı bir görünüm arz etmiştir. 2005 yılının son çeyreğinde yurt içi nihai talep hızlı büyüme göstermiş ancak dış talebin katkısının negatif olması nedeniyle yurt içi mallara olan toplam talep görece olarak sınırlı kalmıştır. Buna ilaveten, büyümenin yatırım kaynaklı olması ve verimlilik artışlarının devam etmesi maliyetlerdeki artışı sınırlı tutmuş ve talep koşullarının enflasyon üzerinde belirgin bir baskı oluşturmasını engellemiştir. Bu değerlendirmeler doğrultusunda, bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere temel oluşturan reel sektör değişkenlerine ilişkin saptamalarımız, bu raporda da büyük ölçüde korunmuştur.

Yüksek büyüme oranlarına rağmen enflasyon üzerindeki baskının sınırlı olmasını sağlayan unsurlardan bir diğeri de yatırım harcamalarının GSYİH

içindeki payının artmaya devam etmesidir. Bu gelişme üretim kapasitesini yukarı çekerek talepteki artışın enflasyon üzerinde oluşturduğu baskıların sınırlı kalmasına yardımcı olmuştur. Tahminler üretilirken, yurt içi arz ve talep koşullarına ilişkin kısa vadeli görünüm bu saptamalar ışığında oluşturulmuştur.

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 güçlü konumunu koruyacağı ve enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam edeceği bir görünüm çizilmektedir. Diğer taraftan, mevcut durumda reel faizlerin, kredi artışları ve talep koşullarını baskılayacak düzeyde olmadığı düşünülmektedir. Bu bağlamda, reel faiz ve reel kur bileşenleri toplulaştırıldığında, “parasal durum” değişkenlerinin enflasyonun düşüş sürecine katkı yaptığı bir çerçeve öngörülmektedir.

2006 yılının ilk Enflasyon Raporu’nda, yılın ilk çeyreğinde enflasyondaki düşüş sürecinin duraksayacağı ancak olumsuz bir dışsal gelişme olmaması durumunda yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonun tekrar aşağı yönlü eğilim izleyeceği öngörülmüştü. Mart ayında tekstil, hazır giyim ve deri sektöründe KDV oranının yüzde 18’den 8’e düşürülmesi enflasyonun ikinci çeyrekte tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörüsünü güçlendiren bir gelişme olurken, yakın dönemde petrol fiyatlarının hızlı artışlar göstermesi söz konusu öngörünün temkinle ele alınma gerekliliğini gündeme getirmiştir. Tahminler oluşturulurken kısa vadeli görünümün çerçevesine bu bilgiler de eklenmiştir.

Enflasyon hedefine ulaşılabilirlik açısından hizmet grubu fiyat dinamiklerinin konjonktüre bağlı olarak taşıdığı kritik önem önümüzdeki dönemde de devam etmektedir. Dış ticarete konu olan sektörlerdeki görece olarak daha yüksek verimlilik artışları ve ekonominin içinden geçtiği yapısal dönüşüm sürecine bağlı olarak hizmet grubundaki enflasyon yüksek düzeylerini korumaya devam etmektedir. Tahminler üretilirken, konut sektöründe kısa vadede kapatılmayacak arz açığına bağlı olarak ilgili hizmet kalemlerinin, özellikle halihazırda yüksek seyrini sürdüren kira alt kaleminin, 2006 yılı boyunca tüketici enflasyonu üzerinde ek bir dönemsel baskı oluşturacağı ve bu baskının 2007 yılı boyunca azalarak devam edeceği bir çerçeve çizilmiştir. Sadece kira alt kalemindeki artışların 2006 yılı enflasyonuna katkısının 1 puana yaklaşacağı tahmin edilmektedir. Bu bağlamda, Ocak 2006 tarihli Enflasyon

Raporu'nda yer alan tahminlere baz oluşturan hizmet fiyatlarına ilişkin duruşumuz bu dönemde de korunmuştur. Dolayısıyla hizmetler sektörü fiyat dinamikleri yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılabilirlik açısından en kritik unsurlardan biri olmaya devam etmektedir.

Tahminlerin oluşturulma sürecinde, Euro Bölgesi'nin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makro değişkenlerine ilişkin öngörüler, uluslararası emtia fiyatlarına (ham petrol, ana metal fiyatları, vb.) dair saptamalar ve global likidite koşullarının finansal piyasalar üzerindeki olası etkilerinin detaylı analizi son derece önemli yer tutmaktadır. Dış dünyaya ilişkin varsayımlarımız, geçen üç aylık süredeki gerçekleştirmeler ve önümüzdeki döneme dair beklentiler ışığında güncellenmiştir. Euro Bölgesi'ne ilişkin varsayımlar, çok sayıda uzman tarafından üretilen farklı tahminlerin birleştirilmesiyle oluşturulan "Consensus Forecast" sonuçlarının Mart 2006 tarihli bülteninden alınmıştır. Bu tahminler doğrultusunda Euro Bölgesi büyüme rakamları bir miktar yukarı doğru revize edilmiş, Euro Bölgesi Harmonize TÜFE enflasyonunun da 2006 ve 2007 yıllarında hedeflenen yüzde 2 seviyesine yakın olacağı varsayımı korunmuştur.

Diğer taraftan, Mart ayında Avrupa Merkez Bankası'nın yaptığı 25 baz puanlık artırım ile faizlerin şu anki seviyesi yüzde 2,5 olmuştur. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırımlarına devam etme olasılığının yüksek olduğu bilgisi enflasyon tahminlerimiz oluşturulurken göz önüne alınmıştır. Euro Bölgesi'nin yanı sıra diğer gelişmiş ülkelerin para politikaları da uluslararası likidite koşullarının seyrini öngörmek açısından tahmin alma sürecinde dikkate alınmıştır.

Bir önceki Enflasyon Raporu'nda üretilen tahminlerde petrol fiyatlarının sabit kaldığı varsayılmıştı. Ancak, ham petrol fiyatları yılın ilk iki ayındaki görece istikrardan sonra son dönemde tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Petrol fiyatlarına ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı, ana senaryo altında üretilen enflasyon tahminlerinde petrol fiyatlarının şu anki düzeyinde yatay bir seyir izleyeceği varsayılmıştır. Ancak bu düzey, Ocak 2006 seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda, tahminler üretilirken petrol fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı doğru güncellenmesi söz konusu olmuştur. Ham petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki girdi maliyeti kaynaklı etkilerinin 2006 ve 2007 yılı boyunca devam edeceği tahmin edilmektedir.

Orta vadeli görünümün oluşturulmasında buraya kadar özetlenen varsayımların yanı sıra içsel ve dışsal faktörlere bağlı olarak belirlenen risk priminin 2006 ve 2007 yılları boyunca seyrine dair öngörüler de önem taşımaktadır. Zira, risk primi, döviz kuru ve uzun vadeli faizler ile etkileşimi kanalıyla enflasyon dinamikleri ve para politikası konusunda belirleyici unsurlardan biri olmaktadır. Ocak 2006 tarihli Enflasyon Raporu'nda; Avrupa Birliği müzakere sürecinde sorun yaşanmayacağı mali disiplinin, yapısal reformların ve özelleştirmelerin devam edeceği ve uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine seyredeceği bir ana senaryo altında risk primindeki düşüşün devam edeceği öngörülmüştü. Uluslararası likidite koşulları ve risk priminin yılın ilk iki ayındaki seyri, gelişmekte olan ülkeler lehine gerçekleşmiştir. Mart ayında, gerek global risk iştahındaki bozulma eğilimi gerekse Japonya Merkez Bankası'nın likidite politikasına ilişkin belirsizlik algılamaları artmış olsa da, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminler, global likiditedeki değişimin ılımlı bir şekilde gerçekleşeceği ve uluslararası likidite koşullarında ani bir değişim yaşanmayacağı öngörüsüne dayanmaktadır.

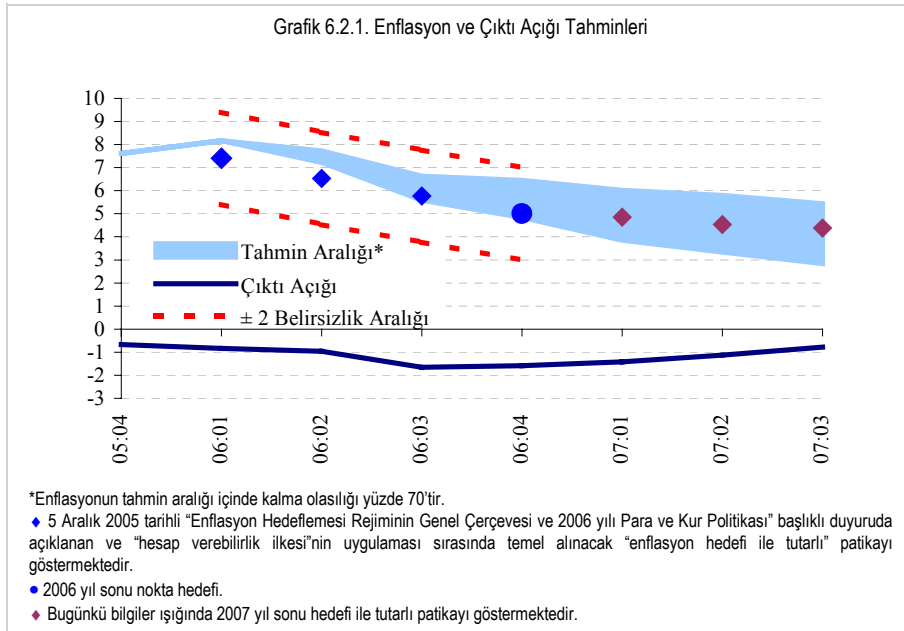
## ***6.2. Tahminlerin Yorumlanması***

Alınan kararların ekonomiyi etkilemesi belirli bir süre gerektirdiği için, para politikası bugünkü enflasyonun değil gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklanmaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası orta vadeli hedeflere vurgu yaparak, para politikasının kontrolü dışındaki unsurların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine tepki vermeyeceğini ve politika tepkisini orta vadeli bir perspektif ile oluşturacağını çeşitli raporlar ve duyurular aracılığıyla kamuoyu ile paylaşmıştır. Rapor'un bu bölümünde, söz konusu orta vadeli perspektif gözönüne alınarak 2007 yılının ilk üç çeyreğini de kapsayan bir buçuk yıllık bir zaman dilimi için tahminler üretilmiştir.

Ocak 2006 tarihli Enflasyon Raporu'nda, yılın ilk çeyreğinde enflasyondaki düşüşün geçici olarak duraksayacağı ve yüzde 8 civarında dalgalanacağı tahmin edilmekteydi. Tüketici fiyatları yıllık artış oranının, 2006 yılının Mart ayı sonu itibarıyla yüzde 8,16 olarak gerçekleşerek yılın ilk çeyreğinde öngördüğümüz gibi yukarı yönlü bir hareket kazandığı görülmektedir.

Bölüm 6.1’de detaylı bir şekilde sunulan varsayımlar ve kısa dönemli öngörüler temelinde oluşturulan baz senaryoda, Merkez Bankası’nın önümüzdeki dönemde politika faizlerini aşamalı olarak düşürdüğü bir duruş altında, enflasyonun 2006 yılı sonunda yüzde 4,8 ile 6,4 aralığında, 2007 yılının ilk dokuz aylık dönemi sonunda ise yüzde 2,9 ile 5,4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.2.1). Burada önemle vurgulanması gereken nokta, politika faizlerine ilişkin bu perspektifin bugünkü ekonomik koşullar ve varsayımlar altında orta vadeli hedeflerle tutarlı olarak türetilmiş olduğu ve kesinlikle TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığıdır. Tahminlere baz oluşturan ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde bu patika da doğal olarak değişecektir.

Bu tahminler ışığında, para politikasının ortalama kontrol ufku olarak nitelendirilen bir buçuk yıl sonrasına uzanan süreç içerisinde enflasyonun düşme eğiliminde olacağı öngörülmektedir. Bir başka ifadeyle, bugünkü bilgiler ışığında üretilen tahminlere göre, enflasyon ikinci çeyrekte itibaren tekrar aşağı yönlü bir hareket kazanacak, üçüncü çeyrekte itibaren ise bu eğilim daha da belirginleşerek yıl sonunda hedefe yakın olarak gerçekleşecektir.



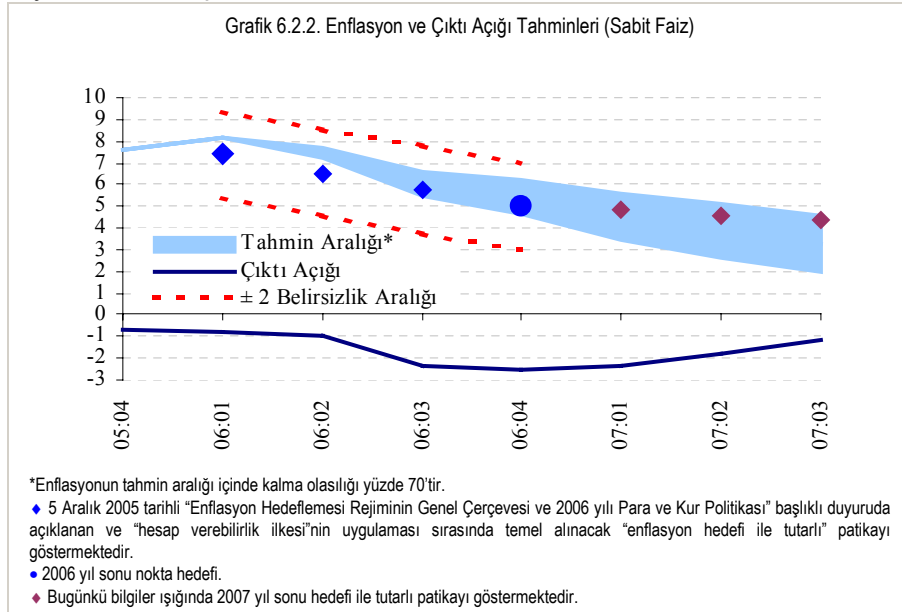
Grafik 6.2.1’de enflasyon öngörüsüne temel teşkil eden çıktı açığı tahminleri de yer almaktadır. Buna göre, çıktı açığı 2006 yılı boyunca negatif kalmaya devam edecektir. Bir başka deyişle, ekonomideki toplam talep ve



kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkı önceki yıllara oranla azalmakla birlikte 2006 yılında da sürecektir. Özet olarak, ekonominin talep ve kapasite koşullarını belirleyen değişkenlere ilişkin tahminler bir arada değerlendirildiğinde, bu koşulların 2006 yılında da enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği ancak bu desteğin geçtiğimiz yıllara kıyasla azalacağı bir çerçeve öngörülmektedir.

Sonuç olarak Rapor'un bütünündeki analizler ve üretilen tahminler bir arada değerlendirildiğinde, enflasyonun 2006 yılı sonu itibarıyla hedefin üzerinde kalma olasılığının altında kalma olasılığına kıyasla daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, bu gelişmenin daha çok uluslararası petrol ve emtia fiyatlarındaki yüksek artışlardan kaynaklandığı, söz konusu fiyatlardaki artışın sürekli olmadığı varsayımı altında üretilen orta vadeli tahminlerin hedefle uyumlu olduğu gözardı edilmemelidir. Burada tekrar vurgulanması gereken önemli bir husus, yukardaki 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 da değişeceği.

Yukarıda çerçevesi çizilen mevcut durum saptamasının, kısa vadeli görünümün ve temel değişkenlere ilişkin varsayımların aynen korunduğu fakat politika faizlerinin bugünden itibaren bir yıl boyunca sabit tutulduğu bir ana senaryo altında oluşturulan tahminler ise Grafik 6.2.2.'de sunulmaktadır.



Bir önceki senaryonun aksine, bu senaryoda, politika faizlerinin patikası orta vadeli bir yaklaşım ile elde edilmemiş, tamamen dışsal bir varsayım olarak ele alınmıştır. Söz konusu varsayım altında çıktı açığı 2006 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde negatif olmakta ve talep koşullarının enflasyondaki düşüşe yaptığı katkı artmaktadır. Böyle bir durumda üretilen projeksiyonlara göre, enflasyon bir önceki senaryoya kıyasla daha hızlı düşmekte ve 2007 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yüzde 1,9 ile 4,5 aralığında gerçekleşerek hedefle tutarlı patikanın belirgin olarak altına inme olasılığı artmaktadır.

## KUTU 6.1. ENFLASYON HEDEFLERİ REJİMİ, HESAP VEREBİLİRLİK VE IMF ŞARTLILIĞI

Hesap verebilirlik ilkesi çerçevesinde enflasyonun hedeften belirgin olarak sapması durumunda Merkez Bankası bu durumun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümet'e yazılı olarak bildirmek ve kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür. TCMB, enflasyon hedeflerini nokta hedef olarak belirlemekle birlikte, hesap verme mekanizmasının hayata geçirilebilmesi için, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikaları" başlıklı duyuru ile nokta hedefin iki puan altını ve iki puan üstünü içeren bir belirsizlik aralığının tanımlanması söz konusu olmuştur. Bu doğrultuda, 2006 yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası oluşturulmuş ve belirsizlik aralıkları ile birlikte üçer aylık olarak açıklanmıştır.

Bu patika ve etrafında belirlenen belirsizlik aralığı, hesap verebilirlik uygulamasının yanı sıra, IMF ile yapılan program çerçevesinde, üçer aylık gözden geçirmelerde kullanılacak performans kriterlerine temel oluşturacak şekilde tasarlanmıştır. Buna göre, aralıkların dışına çıkılması durumunda, söz konusu durum program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına geleceğinden, IMF yetkilileri ile görüşmelerde bulunulması öngörülmüştür. Program çerçevesinde belirlenen performans kriterlerinin diğer ayağını ise, önceki dönemlerde olduğu gibi, Net Uluslararası Rezervler (NUR)'e ilişkin alt sınır oluşturmaktadır.

Bu çerçevede, Kutu 6.1.Tablo 1, hesap verebilirlik ilkesi ve performans kriterlerinin birlikte değerlendirilmesine olanak tanımaktadır. Buna göre, 2006 yılının ilk üç aylık dönemi sonunda yıllık enflasyon oranının yüzde 8,16 olarak gerçekleşerek, yüzde 7,40 olan hedefle uyumlu patikanın üzerinde, ancak belirsizlik aralığının içinde kaldığı görülmektedir. Ayrıca, Grafik 6.2.1'de de görüldüğü gibi, 2006 yıl sonu enflasyonunun da yüzde 3 ile yüzde 7 olarak tespit edilen belirsizlik aralığının içinde kalacağı tahmin edilmektedir. NUR ise, 31 Mart 2006 itibarıyla 32,4 milyar ABD doları olmuş ve 17,2 milyar ABD doları olarak tanımlanmış olan alt sınırın üzerinde kalmıştır. Böylece program kriterleri sağlanmış olmaktadır.

Kutu 6.1. Tablo 1.  
IMF Program Şartlılığı ve İlk Üç Aylık Gerçekleşmeleri: Enflasyon ve NUR (31 Mart 2006)

	<i>Kriter</i>	<i>Gerçekleşme</i>
<i>Enflasyon</i>	5,4 - 9,4 <sup>(1)</sup>	8,16
<i>NUR</i>	17,2 <sup>(2)</sup>	32,4

(1) Hedefle tutarlı patika etrafındaki belirsizlik aralığı; yıllık (yüzde).

(2) Alt sınır, milyar ABD doları

### 6.3. Risk Unsurları

Petrol fiyatlarının seyrindeki belirsizlikler ve uluslararası likidite koşullarındaki olası değişmeler, önümüzdeki dönemde enflasyon hedefinden sapmaya neden olabilecek *dış kaynaklı* temel riskler olarak değerlendirilmektedir.

Bu temel risklerden petrol fiyatlarına ilişkin projeksiyonlar konjonktüre bağlı olarak sık sık değiştiği için, bu fiyatların seyri enflasyon tahmini üretilirken en önemli belirsizlik kaynağı olarak görülmektedir. 2006 yılının ilk Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerde petrol fiyatlarının, o günkü düzeylerinde yatay bir seyir izleyeceği varsayılmıştı. Buna karşın, petrol fiyatlarının yakın dönemde oldukça yüksek seviyelere ulaştığı gözlenmektedir. Önümüzdeki dönemde bu yükseliş eğilimi devam ettiği takdirde petrol fiyatlarının 2006 yılı enflasyonu üzerindeki etkilerinin çok daha belirgin olacağı düşünülmektedir.

Petrol fiyatlarındaki artışlar, bugüne kadar, sadece petrol ürünlerini doğrudan girdi olarak kullanan sektörlerde belirgin fiyat artışlarına yol açmıştır. Buna karşın, son dönemde gözlenen yüksek düzeylerdeki artışların devam etmesi durumunda enflasyon bekleyişlerinin de olumsuz etkilenmesi ve bunun doğal sonucu olarak da ekonominin genelinde fiyatlama davranışlarında değişikliğe gidilmesi söz konusu olabilecektir. Nitekim, geçtiğimiz üç aylık dönemde enflasyon bekleyişlerindeki azalma eğiliminin duraksadığı gözlenmekte, bu da petrol fiyatlarındaki artışların ikincil etkileri konusunun daha dikkatle izlenmesi gerektiğine işaret etmektedir. Petrol fiyatlarındaki artış eğiliminin devam etmesi ve ikincil etkilerin daha da belirginleşmesi durumunda, hiç kuşkusuz, Merkez Bankası gereken tepkiyi verecektir.

Petrol fiyatlarının yanı sıra, global likidite ve global risk iştahındaki belirsizlikler de önümüzdeki dönem tahminlerinde belirgin olarak sapma potansiyeli yaratmaktadır. Mart ayı içinde gerek global risk iştahındaki bozulma eğilimi gerekse Japonya Merkez Bankası'nın para politikasına ilişkin belirsizlik algılamaları artmış olsa da, sonrasındaki gelişmeler ışığında global likiditeki değişimin ılımlı bir şekilde gerçekleşeceği ve uluslararası likidite koşullarındaki değişimin ani olmayacağı öngörüsü korunmuştur. Ne var ki, bu yönden gelebilecek bir şokun ekonomiyi olumsuz yönde etkileyeceği ve hedeflere ulaşılabilirliği güçleştireceği de gözardı edilmemelidir. Böylesi bir

gelişmenin ortaya çıkması halinde, öncelikle enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyumlu olması amaçlanacaktır. Bu doğrultuda, politika tepkisi zamana yayılarak, dış kaynaklı şokların ekonomi üzerindeki etkisinin fiyat istikrarına zarar vermeden yumuşatılması sağlanmış olacaktır.

Yukarıda bahsedilen dış kaynaklı risklerin yanı sıra, 2006 yılı enflasyon hedefine ulaşılabilmesi açısından bazı hizmet kalemlerinin fiyat artışlarındaki katılık da bir risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Konut sektöründe kısa vadede kapatılmayacak arz açığına bağlı olarak ilgili hizmet kalemlerinin, özellikle halihazırda seyrini oldukça yüksek seviyelerde sürdüren kira alt kaleminin, 2006 yılı boyunca enflasyon üzerinde ek bir dönemsel etki oluşturacağı tahmin edilmektedir. Bu gelişmenin, daha çok yapısal ve geçiş dönemine özgü unsurlardan kaynaklandığı ve bir süre daha devam edeceği, ancak bu aşamada para politikası tepkisini gerektirmediği düşünülmektedir.

Merkez Bankası, önümüzdeki dönemde de enflasyon görünümüne ilişkin saptamalarını şeffaf bir şekilde açıklayacak ve orta vadede enflasyon hedefine ulaşılabilmesi için izlenecek para politikası konusunda kamuoyunu bilgilendirmeye devam edecektir.

## GRAFİKLER

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	
Grafik 1.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	4
<b>2. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	
Grafik 2.1.1. Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu	7
Grafik 2.1.2. İlk Çeyrek Enflasyonuna Alt Kalem Katkıları	8
Grafik 2.1.3. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları	11
Grafik 2.1.4. TÜFE ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (E* ve D*)	12
Grafik 2.1.5. İmalat Sanayi Fiyatları ve Döviz Kuru Sepeti	12
Grafik 2.1.6. ÜFE ve Petrol Ürünleri Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	12
Grafik 2.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentisi	14
Kutu 2.1 Grafik 1. Yurt Dışı ve Yurt İçi Altın Fiyatları	15
Kutu 2.1 Grafik 2. Altın Fiyatlarının Yıllık TÜFE Enflasyonundaki Katkı Payı	16
<b>3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ</b>	
Grafik 3.1.1. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	19
Grafik 3.1.2. Çıktı Açığı	22
Grafik 3.1.3. Yatırım Harcamaları ve Uzun Vadeli Dış Kredi Kullanımı	23
Grafik 3.1.4. Düzenli Özel Sektör İstihdamı ve Gıda Tüketim Harcamaları	24
Grafik 3.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	25
Grafik 3.2.2. İthalat ve İhracat	26
Grafik 3.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Birim Reel Ücret Endeksi	29
Kutu III.1. Grafik 1 Dış Ticarete Konu Olan ve Olmayan Sektörlerdeki Verimlilik Farkları ve Göreli Fiyatlar	33
<b>4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER</b>	
Grafik 4.1.1. Risk Primi Göstergeleri	35
Grafik 4.1.2. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	36
Grafik 4.1.3. Getiri Eğrileri	36
Grafik 4.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri	37
Grafik 4.1.5. Döviz Kuru Gelişmeleri	37
Grafik 4.1.6. Yabancı Bankaların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	38
Grafik 4.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler/GSMH	39
Grafik 4.2.2. Bankaların Yurt Dışı Bankalara Borçları	40
Grafik 4.2.3. Tüketici Kredilerinin Dağılımı	41
<b>5. KAMU MALİYESİ</b>	
Grafik 5.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	46
Grafik 5.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	47
Grafik 5.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	47
<b>6. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	
Grafik 6.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	53
Grafik 6.2.2. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri (Sabit Faiz)	54

## TABLULAR

<b>2. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	
Tablo 2.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	10
Tablo 2.1.2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	11
Tablo 2.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	14
Kutu 2.1 Tablo 1. Yurt Dışı ve Yurt İçi Altın Fiyatları	15
Kutu 2.1 Tablo 2. Farklı Altın Fiyat Senaryoları	16
Kutu 2.1 Tablo 3. Alt Kalemler Bazında Altın Talebi	17
<b>3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ</b>	
Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	20
Tablo 3.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	28
Tablo 3.3.2. Hammadde Fiyatlarına İlişkin Göstergeler	30
<b>5. KAMU MALİYESİ</b>	
Tablo 5.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	44
<b>6. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	
Kutu 6.1. Tablo 1. IMF Program Şartlılığı İlk Üç Aylık Gerçekleşmeleri ve NUR (31 Mart 2006)	56

## KISALTMALAR

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>DPT</b>	Devlet Planlama Teşkilatı
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>IEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<b>IFS</b>	Uluslararası Finansal İstatistikler
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi Yönelim Anketi
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KKDF</b>	Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu
<b>NUR</b>	Net Uluslararası Rezervler
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
<b>ÖKTG</b>	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PPK</b>	Para Politikası Kurulu
<b>TBMM</b>	Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TEFE</b>	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>ÜFE</b>	Üretici Fiyatları Endeksi
<b>YTL</b>	Yeni Türk lirası