



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

2009-IV



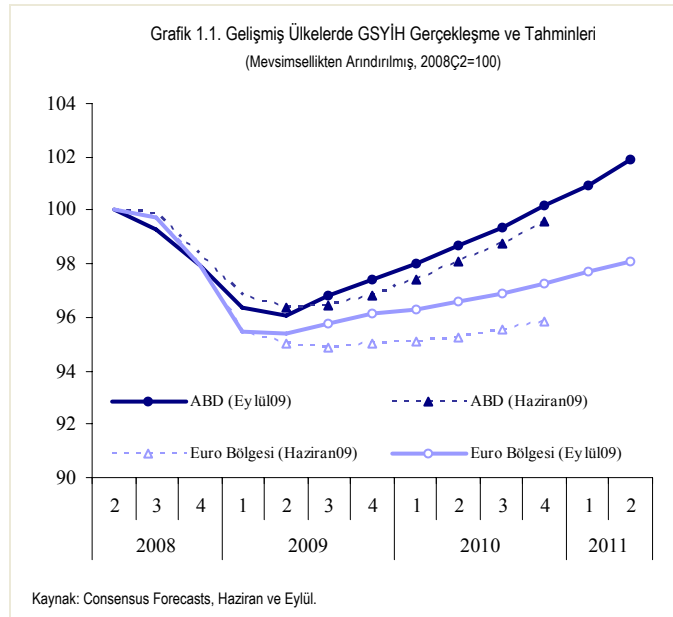
## İÇİNDEKİLER

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Para Politikası Gelişmeleri	3
1.3. Enflasyon Görünümü	5
1.4. Riskler ve Para Politikası	9
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>13</b>
2.1. Küresel Büyüme	14
2.2. Emtia Fiyatları	18
2.3. Küresel Enflasyon	20
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	20
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	23
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>33</b>
3.1. Enflasyon	33
3.2. Beklentiler	41
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>45</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	46
4.2. Dış Talep	52
4.3. Çıktı Açığı	57
4.4. İş Gücü Piyasası	60
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>73</b>
5.1. Finansal Piyasalar	73
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	81
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>87</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	89
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	92
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>97</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	97
7.2. Orta Vadeli Görünüm	102
7.3. Riskler ve Para Politikası	103



## 1. Genel Değerlendirme

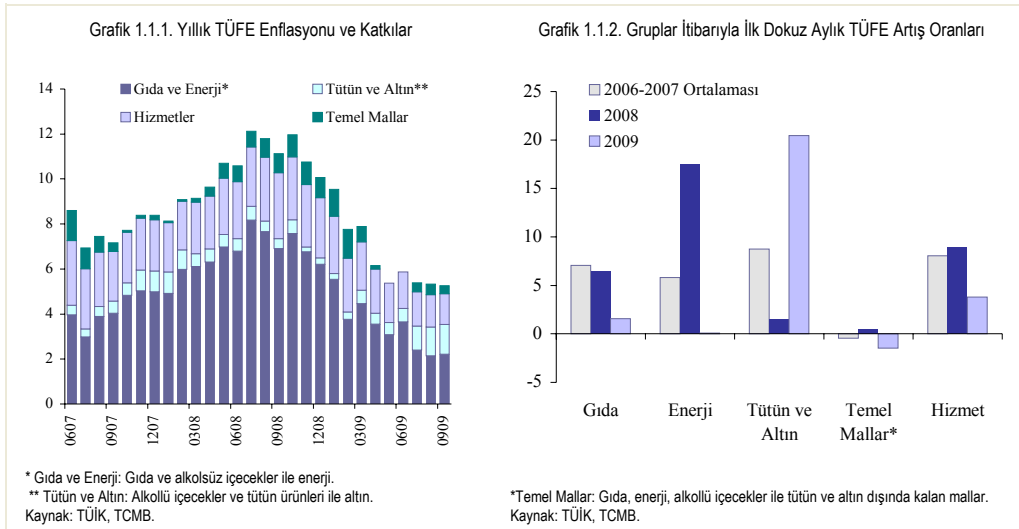
Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Bu dönemde, finansal sisteme ve iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler toparlanma sürecinin başladığına işaret ederken, küresel büyüme hızına ilişkin tahminler uzun bir aradan sonra ilk kez yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, küresel iktisadi faaliyete dair öncü göstergelerdeki iyileşmenin yeterince güçlü olmaması, kredi piyasalarındaki sorunların kısmen sürmesi ve işsizlik oranlarının artmaya devam etmesi kriz sonrası toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağına işaret etmektedir (Grafik 1.1).



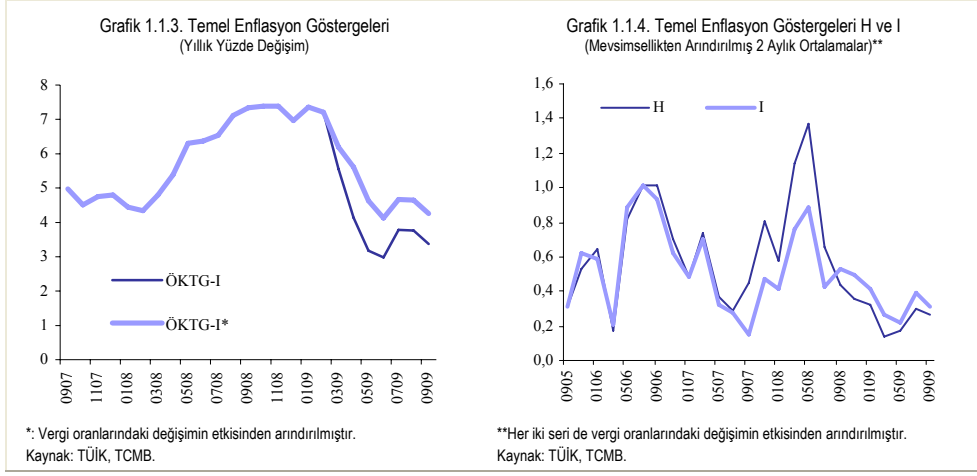
### 1.1. Enflasyon Gelişmeleri

Kriz sonrası hızla daralan dış talep ve sıkılaştan finansal koşulların yanı sıra artan ihtiyati tasarruf eğiliminin etkisiyle iktisadi faaliyette belirgin bir gerileme yaşanmıştır. Toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen keskin düşüş, bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu çerçevede, emtia fiyatlarının seyrinden doğrudan etkilenen enerji ve işlenmiş gıda gibi alt kalemlerin enflasyonunda keskin bir düşüş görülmüş, talep koşullarına

duyarlı temel mal ve hizmet fiyatlarının artış hızında da kademeli bir yavaşlama gözlenmiştir (Grafik 1.1.2). Yılın üçüncü çeyreğinde, kamu mali dengesini sağlamaya yönelik vergi ayarlamaları fiyatlar üzerinde yukarı yönlü etkide bulunsa da, ana eğilimdeki düşük seyre bağlı olarak tüketici fiyatları yıllık artış oranındaki gerileme sürmüştür. Böylelikle, son bir yıl içinde enflasyon 5,9 puan düşerek, Eylül ayı itibarıyla yüzde 5,27 seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.1.1).

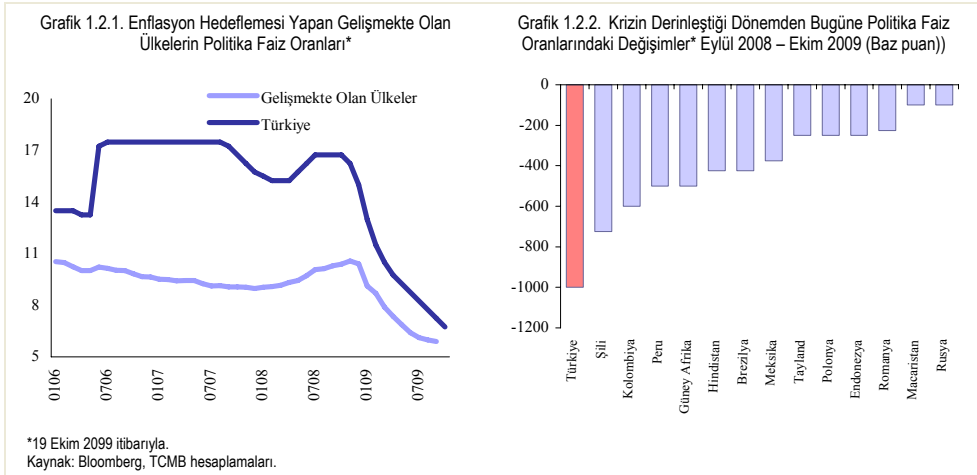


Küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olması beklense de, yılın üçüncü çeyreğinde krizin geride kaldığına ilişkin algılamaların güçlenmesi, küresel finans piyasalarındaki iyimserliği destekleyerek risk iştahının artmasına yol açmıştır. Böylece, portföy hareketleri kanalıyla gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri gözlenmiştir. Bu süreçte Türk lirasının da gelişmiş ülke para birimleri karşısında değerlendirme eğilimine girmesi, ithalat fiyatlarındaki artışların birim maliyet üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri de düşük seyrini korumuştur. Eylül ayı itibarıyla, enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altını dışlayan temel fiyat göstergesinin (H endeksi) yıllık enflasyonu yüzde 2,44, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan endeksin (I endeksi) yıllık enflasyonu ise yüzde 3,37 düzeyindedir. İktisadi faaliyeti canlandırmak amacıyla gerçekleştirilen vergi indirimleri temel enflasyon göstergelerinin bu düşük seviyelerinde pay sahibi olsa da, vergi etkilerinden arındırılmış veriler de enflasyonun ana eğiliminin düşük düzeydeki seyrini koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 1.1.3 ve 1.1.4).



## 1.2. Para Politikası Gelişmeleri

Küresel krizin derinleştiği 2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede Para Politikası Kurulu (Kurul), yılın üçüncü çeyreğinde de faizleri düşürmeye devam etmiş, 2008 yılının Kasım ayından bu yana politika faizlerinde yapılan indirim 1000 baz puanına ulaşmıştır. Böylece TCMB, gelişmekte olan ülkeler arasında küresel krizin derinleştiği dönemden bu güne en fazla faiz indirimine giden merkez bankası olmuştur (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2).



Faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana enflasyona ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin TCMB'nin öngörülerini teyid etmesi para politikası kararlarının beklentiler üzerindeki etkisini güçlendirmiş, piyasa faizleri kademeli olarak gerileyerek tarihteki en düşük düzeylerine inmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, TCMB'nin faiz indirimlerinin ve risk primindeki iyileşmenin etkisiyle piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Politika faizlerindeki indirimlerin yanı sıra, TCMB'nin etkin iletişim politikası ve beklenti yönetimi de orta-uzun vadeli piyasa faizlerindeki düşüşte önemli rol oynamıştır. Özellikle, Temmuz ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda para politikasına dair orta vadeli somut bir perspektif sunulması piyasa faizlerindeki düşüşü hızlandıran bir gelişme olmuştur.

2008 yılı Kasım ayından itibaren sürdürülen faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin de desteği ile yılın son çeyreğine doğru kredi piyasasında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır. Nitekim, uzun bir süredir para politikası kararlarına tepkisi sınırlı kalan tüketici kredisi faizleri bu dönemde belirgin bir düşüş eğilimi göstermiştir. Ayrıca, Ekim ayında TCMB kredi koşullarındaki sıkılığı daha da azaltmak ve böylelikle faiz indirimlerinin etkisini güçlendirmek amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında indirime gitmiştir. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde kredilerde toparlanma eğiliminin devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen sıkı olması, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir.

Bu gelişmeler doğrultusunda Kurul, Ekim ayı toplantısı sonrası yaptığı açıklamada, istihdam verilerindeki ve kredi piyasasındaki kısmi iyileşmeyi dikkate alarak, veri ve gelişmelere bağlı olarak bir sonraki toplantıda faiz indirimlerinde yavaşlamanın gündeme alınabileceğini belirtmiştir. Bununla birlikte Kurul, küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olması ve toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle, para politikasının aşağı yönlü esnekliğinin uzun bir süre korunması gerektiğini yinelemiştir.

### ***1.3. Enflasyon Görünümü***

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) bir önceki çeyreğe göre hızlı bir artış sergilemiş ve böylece iktisadi faaliyette 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren süregelen daralma eğilimi sona ermiştir. Anılan dönemde mali tedbirlerin etkisiyle yurt içi tüketim talebinde hızlı bir artış gözlenirken dış talep zayıf seyrini sürdürmüştür. Stok eritme sürecinin devamı üretim faaliyetlerini ve kaynak kullanımını, dolayısıyla dönemlik bazda gözlenen hızlı büyümenin enflasyon üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Buna ek olarak, iş gücü piyasasında belirgin bir iyileşme görülmemesi ekonomideki talep yetersizliğini besleyen bir unsur olmuştur. Bu çerçevede, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan veriler, mali tedbirlerin yurt içi talep üzerindeki olumlu etkisinin azalmakta olduğuna ve tüketim talebinin ikinci çeyrekte sergilediği kayda değer yükselişten sonra daha zayıf bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Bu dönemde özel sektör yatırımlarında ikinci çeyreğe kıyasla toparlanma beklense de, kapasite kullanımındaki düşük seviyelerin ve halen yüksek seyreden talep belirsizliğinin yatırımları sınırlamaya devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, toplam nihai yurt içi talepte ikinci çeyrekte gözlenen hızlı artışın üçüncü çeyrekte yerini nispeten yatay bir seyre bırakacağı tahmin edilmektedir.

Kapasite kullanım oranları ve kişi başına çalışılan saat göstergeleri ekonomideki kaynak kullanımının düşük düzeylerde seyrettiğine işaret etmektedir. Mevcut atıl kapasitenin yatırım ve istihdam imkanlarını sınırlamaya devam edeceği öngörüsü altında, yakın dönemde istihdam verilerinde gözlenen iyileşmenin hızlı bir toparlanmaya dönüşmesi beklenmemekte, işsizlik oranlarının uzunca bir dönem yüksek düzeylerini koruyacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, birim iş gücü maliyeti ve yurt içi talebe ilişkin görünümün enflasyona düşüş yönünde verdiği desteği sürdürmesi beklenmektedir.



Küresel likidite koşullarının ve risk algılamalarının iyileşmesiyle Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bugüne kredi koşullarındaki sıkılığın azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinden itibaren kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemeye başlayacağı, orta vadede ise para politikasının etkilerinin daha da belirgin hissedileceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, kamunun artan iç borçlanma gereksiniminin, küresel ekonomide süregelen sorunların ve halen yüksek seyreden işsizlik oranlarının kredi genişlemesini sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.

Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetteki kademeli toparlanma eğiliminin süreceği ve son çeyrekte itibaren yıllık bazda pozitif büyüme oranlarının görülmeye başlayacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, ekonomideki kaynak kullanımının bir müddet daha uzun dönem ortalamalarının altında seyredeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminlerimiz güncellenirken toplam arz ve talep dengesinin enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının, bir önceki döneme kıyasla azalmakla birlikte, 2012 yılı ortalarına kadar devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.

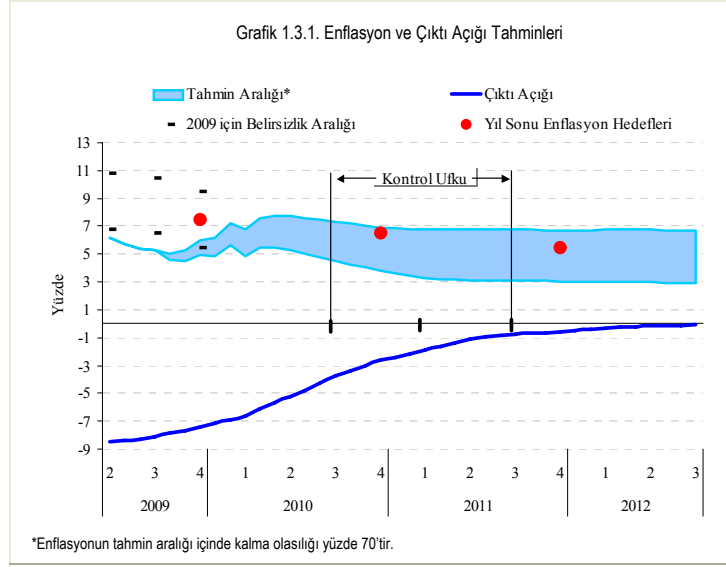
Küresel büyümenin halen yavaş olması beklenmekle birlikte, toparlanma sürecine girildiği algılamasının güçlenmesiyle emtia fiyatlarında başlayan yukarı yönlü hareketlenme üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Bu gelişmeye paralel olarak, petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2009 yılı için 60 ABD doları olarak belirlenen varsayımın üzerinde seyretmiştir. Petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlarımız güncellenirken Ekim ayının ilk yarısı boyunca vadeli piyasada oluşan fiyatların ortalaması temel alınmıştır. Bu çerçevede, petrol fiyatları varsayımı 2009 yıl sonu için 60 ABD dolarından 70 ABD dolarına, 2010 yıl sonu için 70 ABD dolarından 75 ABD dolarına, 2011 ve sonrası için ise 70 ABD dolarından 80 ABD dolarına güncellenmiştir. Orta vadeli tahminler üretilirken, dünya ekonomisindeki yavaş ve kademeli toparlanmaya paralel olarak ithal girdi maliyetlerinin de petrol fiyatlarında olduğu gibi sınırlı artışlar göstereceği varsayılmıştır.

Temmuz Enflasyon Raporu'nda gıda grubunda yıllık fiyat artış oranının 2009 yıl sonunda yüzde 7,5, sonraki yıllar için ise yüzde 6 olarak gerçekleşeceği bir çerçeve esas alınmıştır. Geçen süre zarfında beklenenden olumlu bir seyir izleyen işlenmemiş gıda fiyatları nedeniyle 2009 yıl sonu için gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin öngörümüz yüzde 5,8 seviyesine çekilirken, sonraki yıllar için yüzde 6 oranındaki yıllık artış oranı varsayımı korunmuştur.

Sonuç olarak kısa vadeli tahminlerimiz açısından önemli olan iki değişkenden petrol fiyatları yukarı yönlü güncellenirken gıda fiyatları belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. Gıda fiyatlarının Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) içindeki ağırlığının yüksek olması, kısa dönemli enflasyon tahminlerimizin aşağı yönlü güncellenmesini beraberinde getirmiş, bu doğrultuda 2009 yıl sonu enflasyon tahminimiz de yüzde 5,9'dan yüzde 5,5'e indirilmiştir.

Orta vadeli tahminlerimiz güncellenirken, küresel ölçekte faizlerin uzun süre düşük düzeylerde kaldığı bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikası tarafında ise Orta Vadeli Program'da (OVP) öngörülen tutarlı çerçevenin mali disiplini daha da sağlamlaştıracak düzenlemelerle desteklenerek hayata geçirileceği varsayılmıştır. Bu bağlamda, maliye politikasının genişletici etkisinin 2010 yılında azalarak devam edeceği, 2011 yılından itibaren ise kademeli bir mali sıkılaşmaya gidileceği öngörülmüştür. Ayrıca, OVP'deki projeksiyonlar doğrultusunda borcun milli gelire oranındaki yükselişin 2011 yılından itibaren kademeli olarak tersine döndüğü, bu doğrultuda tahmin ufku boyunca risk priminde önemli bir değişim olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.

Bu çerçevede, politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha düşerek 2010 yılı sonuna kadar sabit kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yıl sonunda yüzde 5,0 ile 6,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,5), 2010 yıl sonunda ise yüzde 3,9 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun, 2011 yıl sonunda yüzde 4,9, 2012 yılı üçüncü çeyreğinde ise yüzde 4,8 düzeyine gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, beklenenden daha olumlu seyreden gıda fiyatları 2009 yıl sonu tahminini aşağı çekerken, küresel iktisadi faaliyet ve petrol fiyatlarındaki varsayımların yukarı yönlü güncellenmesinin orta vadede bu etkiyi telafi etmesiyle 2010 ve 2011 tahminlerimizde önemli bir değişiklik olmamıştır.

Güncellenen tahminler, politika faizinin oldukça uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması durumunda dahi, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin kısa sürede ortadan kalkmayacağını göstermektedir. Küresel krizin fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin belirginleştiği 2009 yılının ilk yarısı, enflasyon açısından oldukça düşük bir baz oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğilimi düşük düzeylerde seyretse dahi, bahsi geçen baz etkisi nedeniyle, yıllık enflasyonun 2010 yılının ortalarına kadar dönem dönem dalgalanarak yükseliş eğilimi gösterebileceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1). Bütçe dengesi gözetilerek yapılan vergi ve fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin ortadan kalkmasıyla birlikte, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren enflasyonun tekrar kademeli bir düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 5 düzeylerinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. İktisadi birimlerin fiyatlama davranışlarını oluştururken orta vadeli sözleşme ve planlamalarında bu değerleri referans alması, enflasyon katılığını azaltmak suretiyle iktisadi faaliyetteki toparlanmayı destekleyecektir.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

#### ***1.4. Riskler ve Para Politikası***

Son dönemde açıklanan veriler en kötünün geride kaldığını teyid etse de, küresel ekonomideki sorunlar henüz tam olarak giderilmiş değildir. Kredi piyasalarındaki sıkılığın devam etmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seyretmesi küresel iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel büyümenin tekrar kesintiye uğraması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizlerinde ek bir indirim süreci söz konusu olabilecektir.

Yaşanan krizin ve buna karşı uygulanan politikaların yakın tarihte bir örneğinin bulunmaması, enflasyon ve para politikasının görünümüne ilişkin risk oluşturmaktadır. Küresel ölçekte alınan para politikası önlemlerinin iktisadi faaliyet ve diğer temel değişkenler üzerindeki etkisini tarihsel deneyimlere bakarak kestirmek mümkün değildir. Ülkemizde kriz sonrası uygulanan para politikalarının niceliksel genişleme biçiminde olmaması bu riskleri azaltsa da, Kasım 2008 döneminden bugüne gerçekleştirilen 1000 baz puanlık faiz indiriminin etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkacağı göz ardı edilmemelidir. Diğer bir ifadeyle, baz senaryoda uzun süre faiz artırımını öngörülmemesine rağmen, uygulanan politikaların etkilerinin dikkatle takip edilmesi ve bu raporda çizilen çerçevenin dışında beklenmeyen bir gelişme gözlenmesi durumunda gelişmenin niteliğine göre gereken tedbirlerin gecikmeksizin alınması önem taşımaktadır.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin kredi riskindeki nispi iyileşme sonucunda bu ülkelere sermaye akımlarının güçlenmeye devam etmesi de olası bir senaryodur. Küresel ölçekte parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarda ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmaktadır. Ekonomimizde halen kaynak kullanımının düşük düzeyde olması ve ithal girdi fiyatlarını aşağı yönde etkileyecek maliyet şoklarının

nihai ürün fiyatlarına yansıma eğiliminin güçlü olması nedeniyle, sermaye girişlerinin hızlanması durumunda kısa vadede enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskler artabilecektir. Böyle bir durumla karşılaşılması halinde politika faizleri geçici olarak baz senaryoda öngörülene kıyasla daha düşük seviyelere çekilebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. OVP’de öngörülen tutarlı çerçeve mali disiplini sağlamlaştıracak düzenlemelerle desteklenerek daha da güçlendirildiği takdirde, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeyi destekleyecektir. Programda yer alan hedeflerin uygulamada da hayata geçirilmesi halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

Küresel ölçekte bütçe açıklarının hızla yükselmesi, uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Rapor’da orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümü oluşturulurken küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaş ve kademeli bir seyir izlediği, tasarruf oranlarının uzun süre yüksek seviyelerde kaldığı ve dünya ülkelerinde faiz oranlarının düşük düzeylerde seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, küresel krize karşı alınan mali tedbirler sonucu özellikle gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının yüksek boyutlara ulaşması ve bu politikalardan çıkış stratejisinin henüz netleşmemiş olması, orta vadede küresel piyasa faiz oranlarına ilişkin yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Kuşkusuz, sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle ayrışan ekonomiler, bu tür risklerin yansımalarına karşı daha dayanıklı olacaktır. Bu çerçevede, içinde bulunduğumuz konjunktürde mali disiplinin önemi bir kez daha vurgulanmalıdır.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının olası seyri önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Küresel ölçekte kamu otoritelerinin aldığı dengeleyici tedbirler sonucu bollaşan kısa vadeli likidite, gelişmekte olan ülke para birimlerinin yanında emtia fiyatlarını da spekülative hareketlere maruz bırakabilmektedir. Dolayısıyla, küresel toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı bir senaryo esas alındığında dahi, petrol ve diğer emtia fiyatlarına ilişkin temkinli olunması gerekmektedir. Mevcut durumda ülkemizde talep koşullarının halen zayıf olması, yukarı yönlü maliyet

şoklarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır. Bu nedenle TCMB, özellikle yurt içi kaynak kullanımının düşük seyretmeye devam edeceği kısa vadede, küresel emtia fiyatlarındaki kısa vadeli dalgalanmalara tepki vermeyecektir. Emtia fiyatlarında gözlenen artışın küresel büyümedeki kalıcı ve güçlü bir toparlanmadan kaynaklanan enflasyonist bir eğilime dönüşmesi durumunda ise, para politikası enflasyonu orta vadeli hedeflerle uyumlu tutacak şekilde gereken tedbirleri alacaktır.

TCMB, küresel krizin yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak için üzerine düşeni yapmaktadır. Küresel risklere karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir, fakat bu tek başına yeterli değildir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, beklenti yönetiminin etkinleştirilerek para politikası kararlarının olumlu etkilerinin desteklenmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar önemini korumaktadır.



## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2009 yılının son çeyreğine girilirken, Büyük Buhan'dan günümüze dek yaşanan en ağır krizin etkilerinin hafiflemeye başladığı ve küresel ekonomide kademeli bir toparlanma sürecine girildiği görülmektedir. Beklentilerden olumlu gerçekleşen ikinci çeyrek büyüme rakamları ve üçüncü çeyreğe ilişkin öncü göstergelerin olumlu seyri, en kötü dönemin geride kaldığı algılamasını güçlendirmiştir. Bu gelişmeler, risk iştahındaki artışı destekleyerek, yılın üçüncü çeyreğinde finansal piyasaların güçlü bir performans sergilemesini sağlamıştır.

Öncü göstergeler, 2009 yılı ikinci yarısından itibaren tekrar büyüme gözlenebileceğine işaret etmektedir. Bu büyümenin hangi ölçüde stoklama ve mali teşvik paketleri gibi geçici faktörlerden kaynaklandığının tespit edilmesinin güçlüğü, toparlanmanın sürekliliği konusunda net bir yargıya varılabilmesini zorlaştırmakta ve iktisadi birimlerin büyüme tahminlerinin birbirinden önemli ölçüde farklılaşmasına neden olmaktadır. Başta Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund – IMF) olmak üzere uluslararası kuruluşlar, tarihsel olarak, varlık piyasalarında çöküşle tetiklenen krizlerden çıkışların daha yavaş ve daha uzun sürdüğünü vurgulayarak büyümenin uzun süre düşük seviyelerde seyretmesini beklemektedir.<sup>1</sup> Nitekim, şu ana kadar gözlenen istihdam kayıpları ve kredi piyasalarında yaşanan sorunlar bu görüşü destekler niteliktedir.

Son yıllarda küresel büyümenin itici gücü olan ABD tüketiminin eski seviyelerine dönüp dönemeyeceği de küresel büyümenin seyrinde belirleyici olacaktır. ABD hanehalkının kriz öncesi dönemde borçluluk oranlarında gerçekleşen artış ve emek piyasalarının neden olduğu belirsizliklerin tasarruf oranlarında artışa neden olarak tüketimi sınırlamaya devam etmesi muhtemel görünmektedir. Diğer taraftan, krizle birlikte bankacılık sektörünün maruz kaldığı zararların önemli bir kısmının henüz realize olmaması ve gerek hanehalkı gerekse firmaların borçlarında geri ödenmeme oranlarının yüksekliği, kredi koşullarındaki sıkılığın tam olarak giderilememesine neden olmaktadır. Kredi piyasasındaki sorunların yanı sıra atıl kapasite oranlarının yüksekliği de yatırım harcamalarının ertelenmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede, ABD

<sup>1</sup> IMF, World Economic Outlook, Nisan.



ekonomisinin öngörülebilir bir gelecekte kriz öncesi büyüme seviyelerine istikrarlı olarak geri dönmesi mümkün görünmemektedir.

Küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü riskler devam etmektedir. Bunlardan ilki, G-20 toplantılarında da vurgulandığı gibi, gelişmiş ülkelerin özel kesim talebinde kalıcı bir iyileşme olmadan mali ve parasal teşvik politikalarının terk edilmesidir. Diğer bir risk unsuru ise emtia fiyatlarının olası seyridir. Başta ham petrol olmak üzere, emtia fiyatlarının ekonomik toparlanma ile birlikte tırmanışa geçmesi mümkün görünmektedir. Küresel ölçekte uygulanan parasal genişlemenin yol açtığı likidite bolluğu ve getiri arayışında olan spekülative sermayenin bir kısmının emtia piyasalarına yönelme olasılığı, fiyatlar üzerinde dalgalanma yaratabilecek önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Söz konusu senaryonun gerçekleşmesi ve süreklilik kazanması, büyümeyi olumsuz etkileyebileceği gibi küresel ölçekte enflasyon üzerinde baskı oluşturabilecektir.

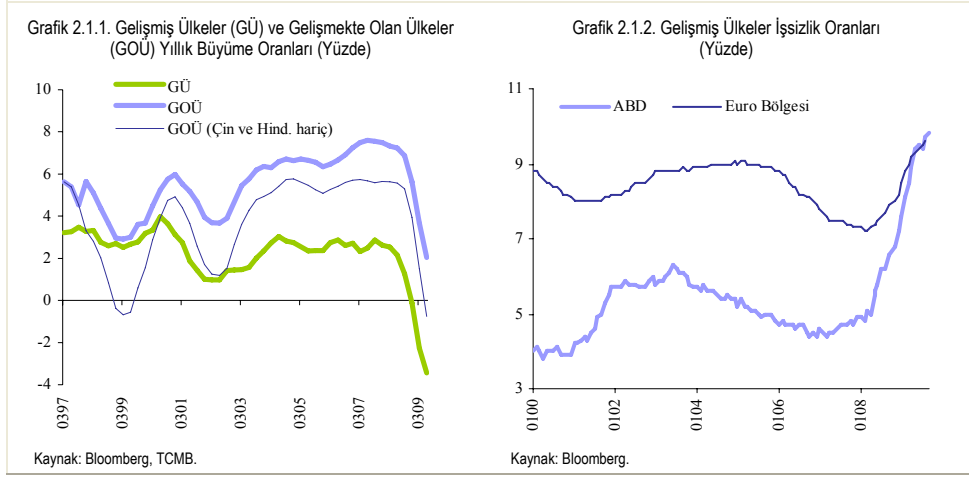
Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmeye başladığı görülmektedir. Bununla birlikte, büyümenin sürdürülebilirliği konusundaki endişeler devam etmekte, küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı öngörülmektedir. Bu kapsamda, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler üretilirken, küresel iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiş, ancak dış talebin zayıf seyrini uzunca bir müddet koruduğu bir görünüm esas alınmaya devam edilmiştir.

### **2.1. Küresel Büyüme**

Gelişmiş ülkelere ait bileşik büyüme endeksi, 2009 yılının ikinci çeyreğinde yıllık büyüme oranının yüzde -3,4'e gerilediğini göstermektedir.<sup>2</sup> Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında da gerilemenin devam ettiği gözlenmiştir. Çin ve Hindistan dışarıda bırakıldığında, gelişmekte olan ülkeler büyüme bileşik endeksi yılın ikinci çeyreğinde yüzde -0,8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1).

---

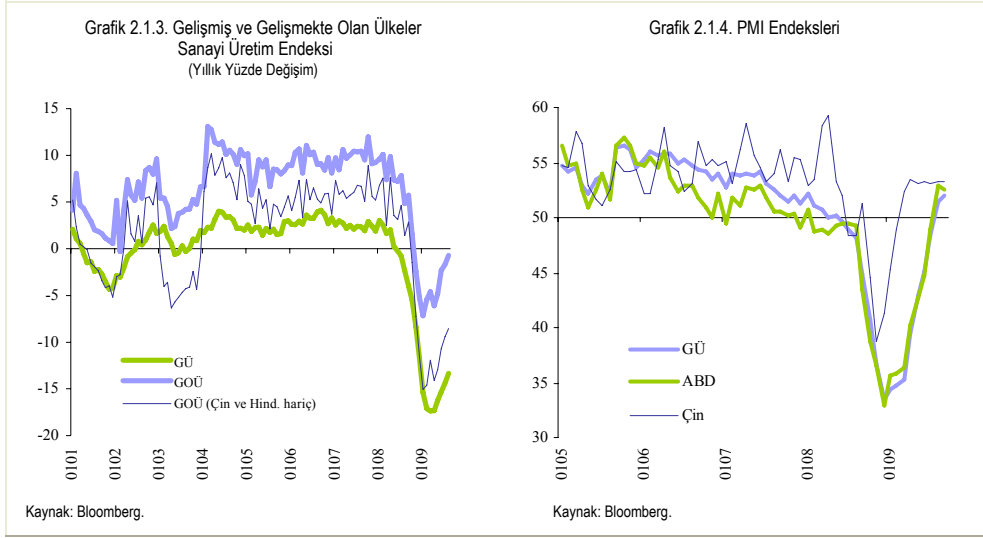
<sup>2</sup> Büyüme rakamları dört çeyreklik birikimli milli gelir verileri üzerinden hesaplanmıştır. Türkiye için büyüme rakamları aynı yöntemle hesaplandığında, 2009 yılı ikinci çeyrek sonu itibarıyla yıllık büyüme oranının yüzde -6,5 düzeyinde olduğu görülmektedir.



Büyüme gelişmeleri daha yüksek frekanslı verilerle incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 6,5 oranında daralan dünya ekonomisinin, yılın ikinci çeyreğinde yüzde 3,0 oranında büyüdüğü dikkat çekmektedir.<sup>3</sup> Büyümenin yılın ikinci yarısında, kamu harcamalarının ve stok birikiminin pozitif katkısıyla, hızlanması beklenmekle birlikte büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin önemli belirsizlikler bulunmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki iç talebin düşük seyredeceği beklentisi göz önüne alındığında, sadece kamu harcamalarını artırarak sürdürülebilir bir büyümenin elde edilmesi mümkün görünmemektedir. Bunun yanı sıra, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gözlenen işsizlik oranlarındaki artış da büyüme eğiliminin gücüne ilişkin risk oluşturmaktadır. İşsizlik oranı ABD’de Eylül ayında yüzde 9,8’e, Euro bölgesinde ise Ağustos ayında yüzde 9,6’ya yükselmiştir (Grafik 2.1.2). ABD’de haftalık olarak açıklanan ilk işsizlik sigortası başvurusu verileri, istihdam kayıplarının yavaşlayarak da olsa devam edeceğine işaret etmektedir. İş gücü piyasasının olumsuz seyri hane halkının ihtiyati tasarruf eğilimini artırarak tüketim harcamalarının ertelenmesine neden olmakta ve toparlanmanın hızına ilişkin kaygıları canlı tutmaktadır.

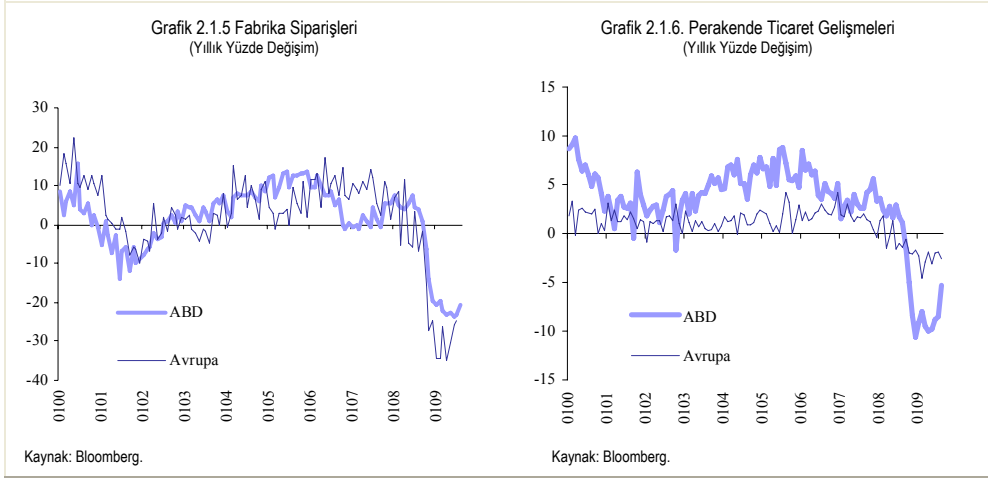
Gelişmiş ülkelerin sanayi üretim endeksleri incelendiğinde, Ağustos ayı itibarıyla yıllık gerileme hızının yavaşladığı gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler sanayi üretim endeksinde ise bu eğilim daha güçlü bir şekilde gözlenmektedir. Söz konusu endeksin yıllık değişimi yüzde -0,7 seviyesine kadar yükselmiştir. Ancak, Çin ve Hindistan dışarıda bırakıldığında yıllık değişim yüzde -8,5 olarak ölçülmektedir (Grafik 2.1.3).

<sup>3</sup> IMF, World Economic Outlook, Ekim.



2008 yılı başından itibaren sert bir gerileme eğiliminde olan Gelişmiş Ülkeler Satın Alma Yöneticileri Endeksi (Purchasing Managers Index - PMI), 2009 yılının Eylül ayında 50 olan nötr seviyenin üzerine çıkarak 51,4 değerine ulaşmıştır. Kapsamlı mali teşvik paketleri sayesinde, daha erken toparlanmaya başlayan Çin'in PMI endeksi Mart ayında nötr seviyenin üzerine çıkmış ve istikrarlı bir şekilde bu seviyenin üzerinde kalmıştır (Grafik 2.1.4).

PMI'daki gelişmelere paralel olarak, öncü gösterge niteliği taşıyan ABD fabrika siparişleri ve perakende ticaret hacmi serileri de toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 2.1.5 ve 2.1.6). Fabrika siparişleri Temmuz ve Ağustos ayları ortalaması, yılın ikinci çeyrek ortalamasına kıyasla, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, yüzde 2,0 seviyesinde bir artışa işaret etmektedir. Önemli teşviklerin verildiği ulaşım araçları hariç bakıldığında ise artış oranı yüzde 1,5 seviyesine gerilemektedir. Dayanıklı mal siparişleri ve PMI serisinin yeni siparişler alt kalemleri de benzer eğilimler sergileyerek yılın ikinci yarısına ilişkin büyüme tahminlerini desteklemektedir.



Yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyete ilişkin göstergelerdeki toparlanmanın belirginleşmesiyle, gerek IMF gerekse Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD) küresel büyüme tahminlerini yukarı yönlü güncellemişlerdir (Tablo 2.1.1). Söz konusu tahminlere göre, Euro bölgesindeki toparlanmanın ABD'ye kıyasla daha sınırlı ve gecikmeli olması beklenmektedir. Yukarı yönlü güncellemeye rağmen tahminler küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı görüşünü teyid etmektedir.

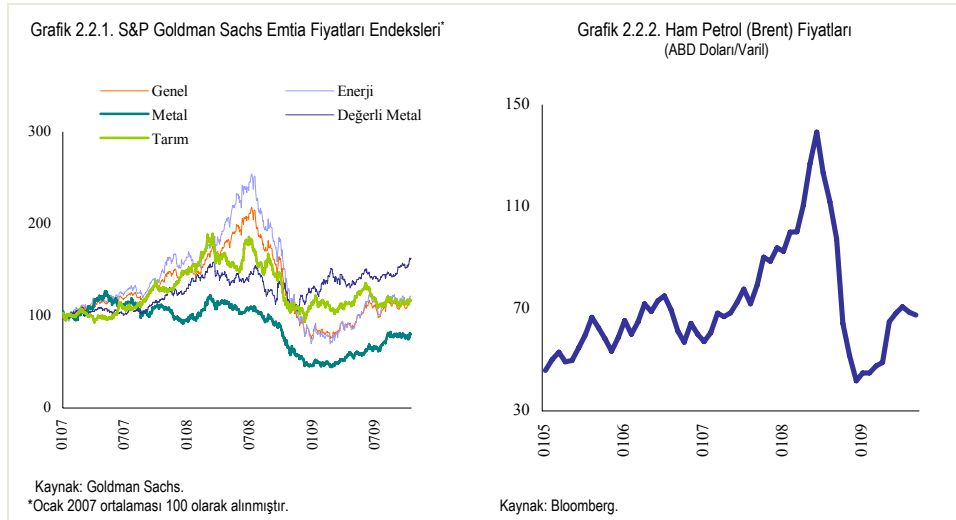
Tablo 2.1.1. Yıllık Büyüme Tahminleri

	2009		2010	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
<b>IMF</b>				
Dünya	-1,4	-1,1	2,5	3,1
Gelişmiş Ülkeler	-3,8	-3,4	0,6	1,3
ABD	-2,6	-2,7	0,8	1,5
Euro Bölgesi	-4,8	-4,2	-0,3	0,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	1,5	1,7	4,7	5,1
<b>OECD</b>				
Tüm OECD	-4,1	-3,7	0,7	-
ABD	-2,8	-2,8	0,9	-
Euro Bölgesi	-4,8	-3,9	0,0	-
<b>Consensus Economics</b>				
Dünya	-2,3	-2,3	2,6	2,7
ABD	-2,6	-2,5	2,4	2,6
Euro Bölgesi	-3,9	-3,9	1,0	1,1

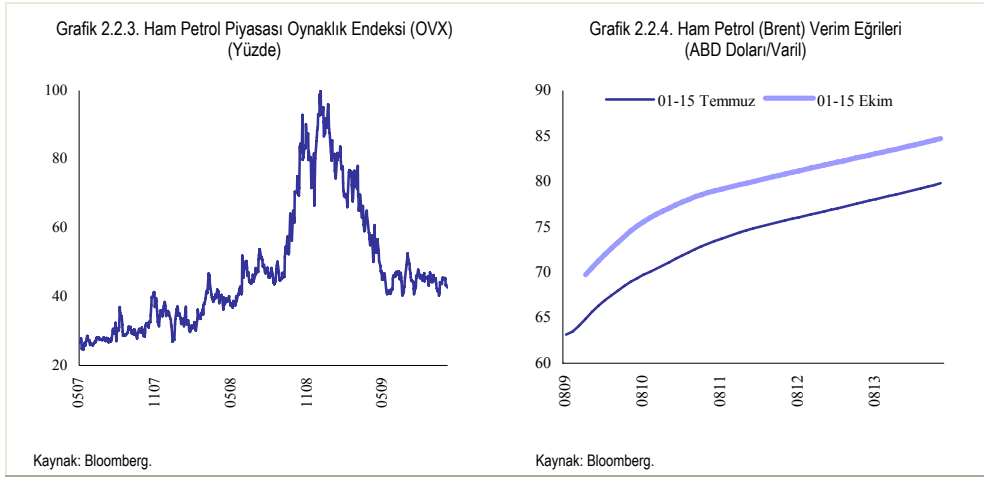
Kaynak: IMF World Economic Outlook, Temmuz ve IMF World Economic Outlook Update, Ekim.  
OECD Economic Outlook, Haziran ve OECD Economic Outlook, Eylül.  
Consensus Forecasts, Eylül ve Ekim.

## 2.2. Emtia Fiyatları

Küresel ekonomideki toparlanmaya ilişkin beklentiler, Çin'in emtia talebi ve ABD dolarının seyrine ilişkin belirsizlikler üçüncü çeyrekte de emtia fiyatlarını etkileyen önemli unsurlar olmuştur. Çin'in stoklama davranışının üçüncü çeyrek başlarında da devam etmesi sonucunda metal fiyatları artış gösterirken, ilerleyen dönemde küresel toparlanmanın kademeli olarak gerçekleşeceğine ilişkin beklentilerin güçlenmesi ile metal fiyatlarında sınırlı da olsa düşüş gerçekleşmiştir. Tahıl fiyatları ikinci çeyrekteki yükselişinin ardından, olumlu üretim beklentileri nedeniyle üçüncü çeyrekte azalış göstermiştir. Altın ise ABD dolarının ve söz konusu ülke enflasyonunun seyrine ilişkin belirsizliklerden etkilenmiş ve tarihi zirve değerlerine yükselmiştir. Öte yandan petrol fiyatları, düşük talep ve yüksek stok miktarlarına karşın ABD dolarındaki değer kaybı ve Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nün (Organization of the Petroleum Exporting Countries - OPEC) kota indirimlerinin yarattığı baskı nedeniyle sınırlı şekilde yükselmiştir. Bu gelişmeler ışığında emtia fiyatları endeksi üçüncü çeyrekte önceki çeyreğe göre yüzde 9,2 oranında artış gösterirken, baz etkisi nedeniyle bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 38,1 daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. Emtia fiyatları endeksinin alt endeksleri olan enerji, endüstriyel metaller ve değerli metaller alt endeksleri bir önceki çeyreğe göre sırasıyla yüzde 12,5, yüzde 24,5 ve yüzde 4,6 artış gösterirken, tarım fiyatları alt endeksi yüzde 5,9 düşmüştür (Grafik 2.2.1 ve 2.2.2).



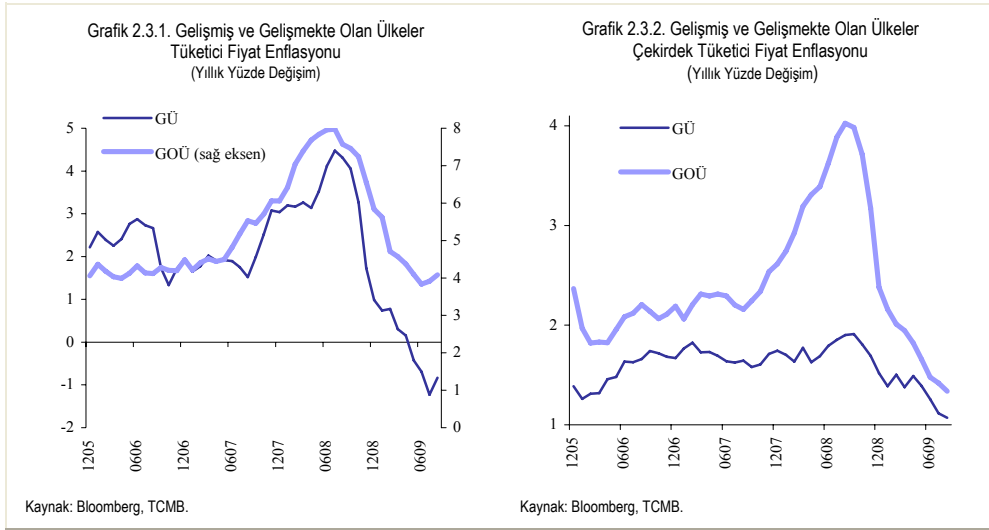
Yılın üçüncü çeyreğinde petrol fiyatları oynaklık endeksi yatay bir seyir izlemiş, üç ay öncesine kıyasla belirgin bir değişiklik sergilememiştir (Grafik 2.2.3). Son üç aylık dönemde getiri eğrisinin eğiminde önemli bir değişim gözlenmezken, spot piyasa gelişmelerine paralel olarak fiyatlar tüm vadelerde yükselmiştir (Grafik 2.2.4). Bu çerçevede, Rapor'un son kısmında yer alan tahminler oluşturulurken petrol fiyatları için Temmuz Enflasyon Raporu'nda yer alan varsayımlara kıyasla daha yüksek bir patika esas alınmıştır.



OPEC yetkililerinin ham petrolün varil fiyatı için 70-80 ABD doları aralığını makul seviye olarak gördüklerini belirtmeleri ve bazı üye ülkelerin kota üstü üretim yapmaları petrol fiyatlarını sınırlamasına rağmen, önemli risk unsurları mevcuttur. Uluslararası Enerji Ajansı (International Energy Agency-IEA) verileri 2009 yılının son çeyreğinden başlayarak, OPEC'in üretim kotalarını sabit tuttuğu varsayımıyla, arz-talep dengesinin talep lehine bozulacağını yansıtmaktadır. Diğer taraftan, OPEC'in yılda iki kez olağan toplantı gerçekleştirmesi ve arz yönlü kararların gecikmeli alınabilmesi, fiyatlarda ani hareketlerin gerçekleşmesini olası kılmaktadır. Ayrıca, üretici olmayan yatırımcıların emtia piyasalarına yeniden yönelmesi de stoklama davranışını destekleyerek spot fiyatların yükselmesine neden olabilecektir. Dolayısıyla, küresel toparlanmanın yavaş olacağına ilişkin güçlü beklentilere rağmen, bahsedilen risk faktörleri petrol ve diğer emtia fiyatlarına ilişkin temkinli olunmasını gerekli kılmaktadır.

### 2.3. Küresel Enflasyon

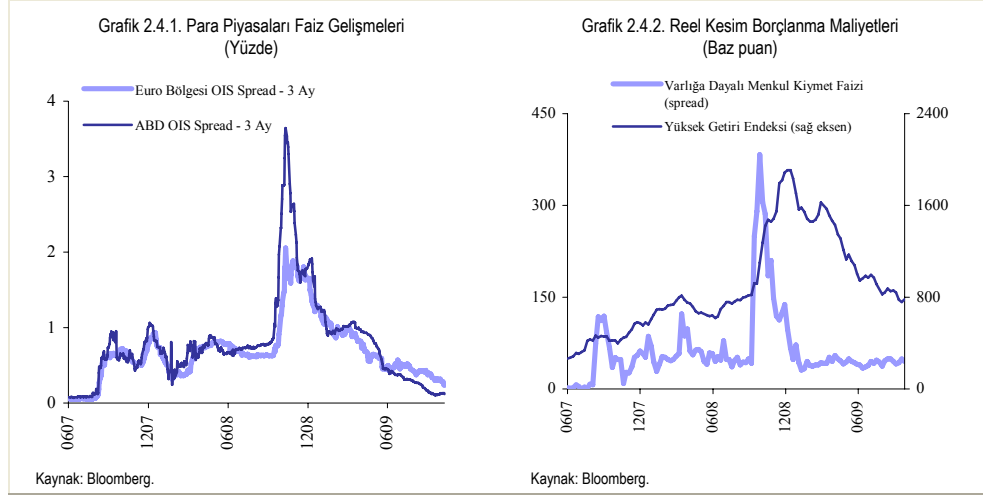
2008 yılının ikinci yarısından itibaren talep ve maliyet koşullarının yarattığı aşağı yönlü baskı sonucu hızlı bir düşüş sergileyen küresel enflasyon, bir önceki yılın yüksek bazının ortadan kalkmaya başlamasıyla birlikte 2009 yılının Ağustos ayında sınırlı bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.3.1). Bununla beraber, çekirdek enflasyon verileri gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke enflasyonlarının ana eğiliminin aşağı yönlü olduğunu göstermektedir (Grafik 2.3.2). Yakın döneme ilişkin aylık enflasyon verileri ise, yaşanan ağır krizle birlikte gündeme gelen deflasyon endişelerine rağmen, enflasyonun ana eğiliminin pozitif bölgede kalmaya devam ettiğine işaret etmektedir (Kutu 2.1). Ayrıca, gerek tüketici fiyatlarına endeksli hazine tahvilleriyle nominal tahvillerin getiri farklarından elde edilen enflasyon telafisi verileri, gerekse Consensus Forecasts verileri enflasyon beklentilerinin iyi çıpalandığını yansıtmaktadır.



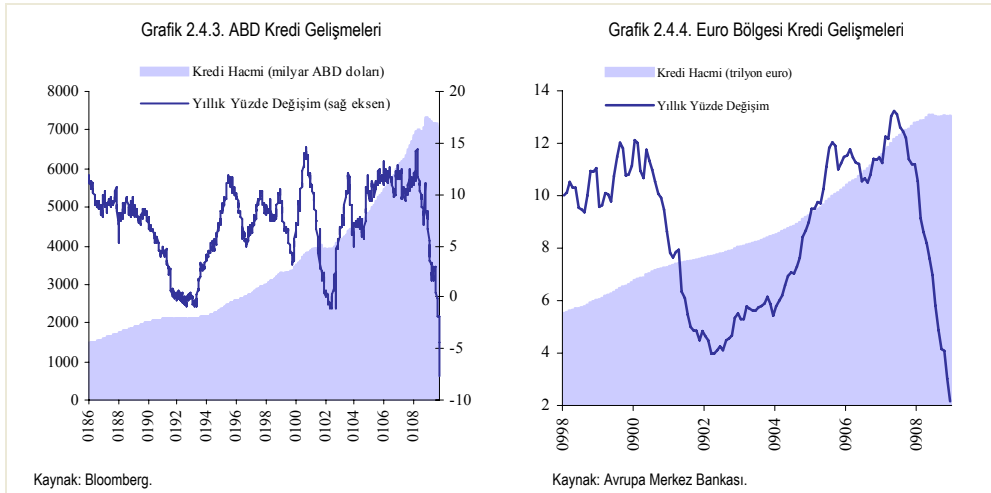
### 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

2009 yılı üçüncü çeyreği, uygulanan genişletici parasal tedbirlerin, bankalara sağlanan kamu garantilerinin, güçlendirilen banka sermaye yapılarının ve küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma beklentilerinin risk algılamalarındaki iyileşmeyi desteklemesiyle, piyasa faiz oranlarında kısmen de olsa gerilemenin gözlemlendiği bir dönem olmuştur (Grafik 2.4.1). Özellikle yüksek riskli firmaların kriz döneminde hızla artan borçlanma maliyetleri ikinci çeyrekte olduğu gibi düşmeye devam ederken, borç veren açısından daha

güvenli bir borçlanma aracı olan varlığa dayalı ticari menkul kıymet faiz oranları yatay seyirini korumuştur (Grafik 2.4.2).



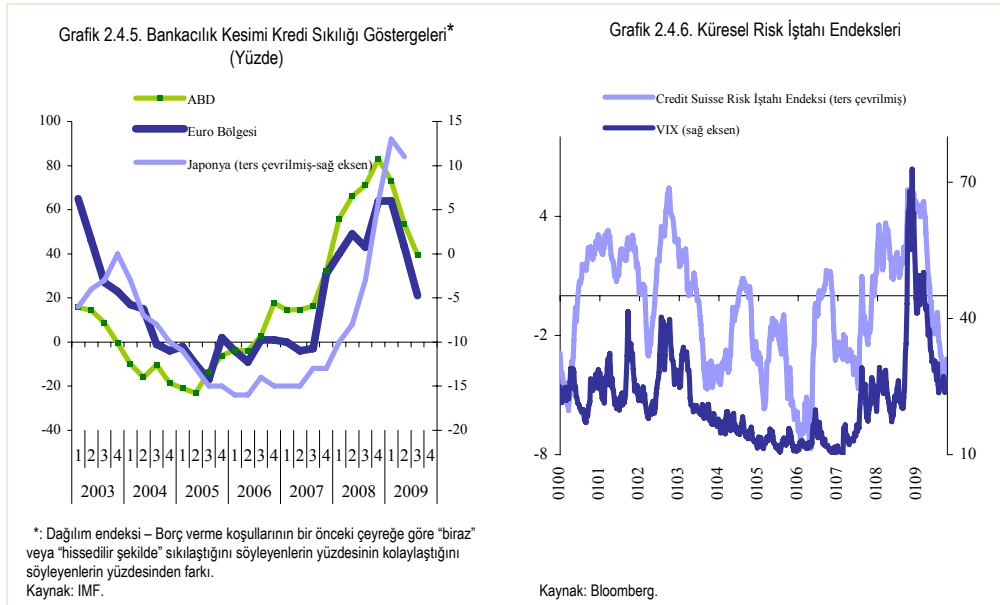
Üçüncü çeyrek, her ne kadar piyasa faizlerinin gerilediği ve yatırım maliyetlerinin düştüğü bir dönem olsa da, kredi koşullarında devam eden sıkılık, zayıf kredi talebi ile birlikte kredi genişlemesine engel teşkil etmektedir. Nitekim, ABD ve Euro bölgesi kredi gelişmeleri incelendiğinde, kredi stokunun ABD'de krizin başlangıcından itibaren daralmaya devam ettiği, Euro bölgesinde ise yataylaştığı gözlenmektedir (Grafik 2.4.3 ve 2.4.4). 30 Eylül tarihi itibarıyla, ABD mevduat bankaları toplam kredi stokunun bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 7,7 ile tarihi bir azalış göstermesi dikkat çekicidir.



Temmuz 2009 tarihli ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) Kredi Gelişmeleri Anketleri, kredi koşullarında bir önceki çeyrekte yaşanan kısmi iyileşmeye rağmen sıkılığın devam etmesinin

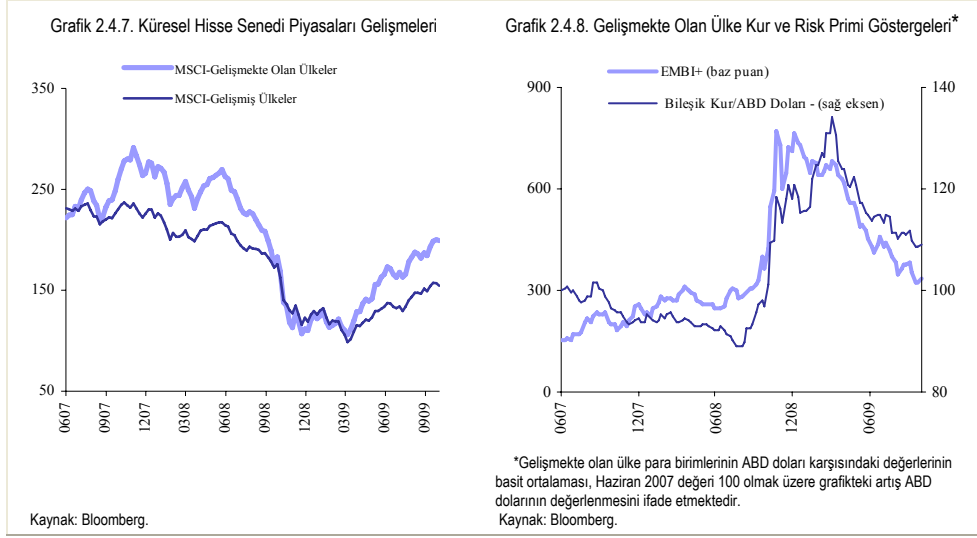


beklediğini, kredi talebinde ise bir artış beklenmediğini ortaya koymaktadır. Bankalar, sıkı kredi koşullarına sebep olarak ekonomik görünümdeki belirsizliği, zayıf kredi talebine sebep olarak ise firmaların düşen sermaye ve stok yatırımlarına bağlı olarak azalan finansman ihtiyaçlarını göstermişlerdir (Grafik 2.4.5). Bunlara ek olarak, IMF tarafından yayımlanan Ekim 2009 tarihli Küresel Finansal İstikrar Raporu tahminlerine göre, şu ana kadar 1,3 trilyon ABD doları zarar yazmış olan; ağırlığını ABD, Euro bölgesi ve İngiltere bankalarının oluşturduğu bankaların 1,5 trilyon ABD doları daha zarar yazmaları beklenmektedir. Uluslararası bankacılık sektöründe önemli hacim tutan bu bankaların gelecek dönemde de varlıklarını satarak borçlarını kapatmak suretiyle ters kaldıraç etkisi yaratmaları, dolayısıyla kredi arzında sıkılığa sebep olmaları beklenmektedir.



Ekonomik aktivitede beklenenden hızlı bir toparlanmanın gerçekleşmesi ve en kötünün geride kalmakta olduğu algılamasının güçlenmesi ile yılın ikinci çeyreğinde olumlu bir seyir izleyen küresel risk algılamaları, üçüncü çeyrekte sınırlı da olsa iyileşmeye devam etmiştir (Grafik 2.4.6).

Parasal ve mali destek paketleri neticesinde piyasaya sürülen yüksek miktarlı ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artış ve gelişmiş ülke devlet tahvillerinin getirilerinin düşük düzeylerde seyretmesi, riski ve dolayısıyla getirisi görece yüksek olan gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmıştır (Grafik 2.4.7).



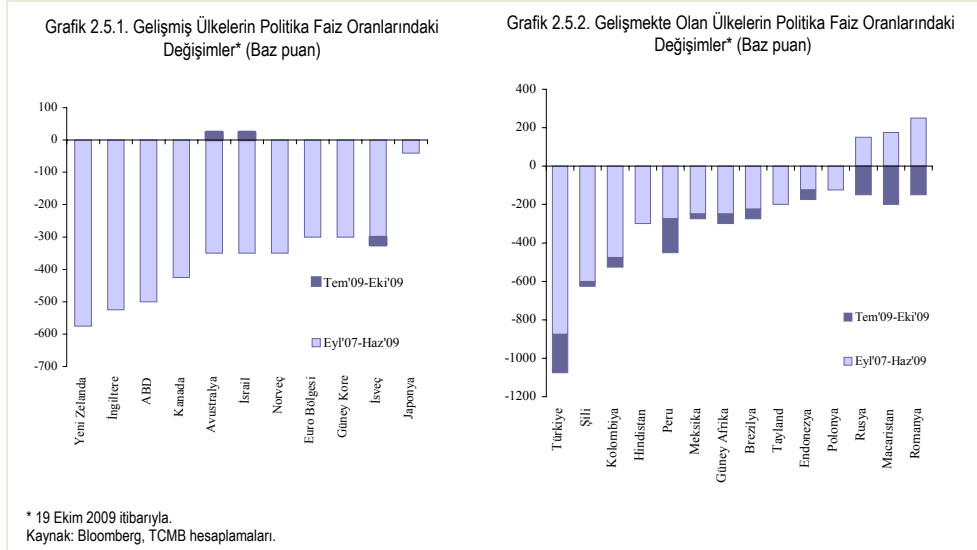
Uluslararası Finans Enstitüsü'nün Ekim 2009 tarihli raporuna göre gelişmekte olan ülkelere yönelen net sermaye akımının, 2009 yılı ilk çeyreğindeki azalışa rağmen, ikinci çeyrekte itibaren yükselen risk iştahına paralel bir artış göstererek yıl sonunda 349 milyar ABD doları, 2010 yıl sonu itibarıyla da 672 milyar ABD doları olması beklenmektedir (Kutu 2.2). Nitekim, 2009 yılı ikinci çeyreğinde sermaye akımlarının olumluya dönmesine paralel olarak gelişmekte olan ülke para birimlerinin ABD doları karşısında değerlendirildiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.8).

2010 yılı için benzer bir öngörü Ekim 2009 tarihinde IMF tarafından yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm raporunda da yer almaktadır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin, 2009 yılında önemli ölçüde daralmasına rağmen, küresel büyüme oranlarındaki mevcut olumlu seyre paralel olarak 2010 yılı içerisinde artış göstermesi beklenmektedir. Rapor'da küresel büyümede yaşanacak bir kesintinin bu eğilimi tersine çevirebileceği de vurgulanmaktadır.

## 2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Gelişmiş ülke merkez bankalarında 2009 yılının ikinci çeyreğinde büyük oranda hız kesmeye başlamış olan faiz indirim süreci, yılın üçüncü çeyreği itibarıyla sona ermiştir. Fed ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) faiz oranlarını en son Aralık 2008'de düşürerek gelişmiş ülkeler içerisinde faiz indirim sürecini en erken sonlandıran bankalar olmuştur. İngiltere Merkez Bankası

(BoE) yılın ilk çeyreğinin sonunda faiz indirim sürecinin sonuna gelirken, ECB ve Kanada Merkez Bankası ise yılın ikinci çeyreğinde de faiz indirmeye devam etmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde ise, İsveç'in Temmuz ayında yaptığı 25 baz puanlık faiz indirimi dışında, hiç bir gelişmiş ülke merkez bankasının faiz indirimine gitmediği görülmektedir (Grafik 2.5.1).

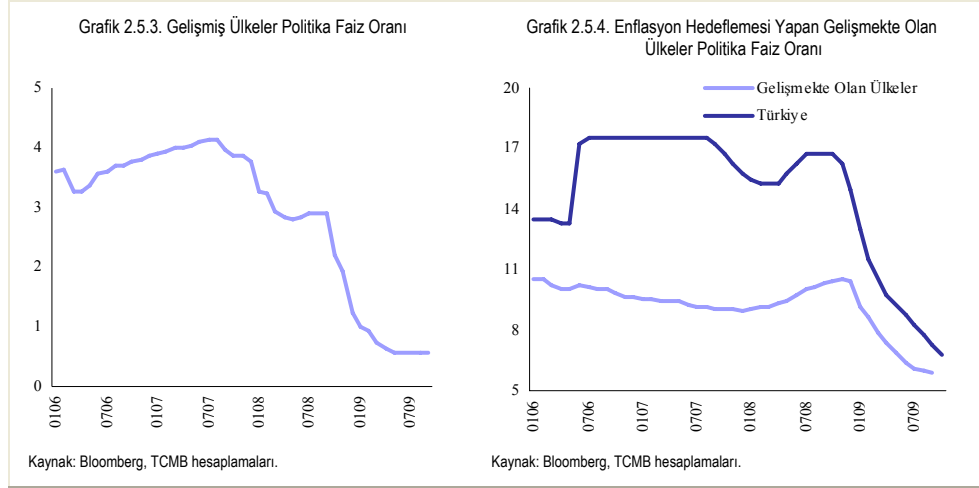


Gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin 2010 yılı sonlarına kadar sabit tutulması beklentisine karşın, İsrail Merkez Bankası 24 Ağustos tarihli toplantısında, Avustralya Merkez Bankası da 6 Ekim tarihli toplantısında 25 baz puanlık artışa gitmişlerdir (Grafik 2.5.1). Faiz kararının ardından yapılan açıklamada İsrail, Temmuz ayı Tüketici Fiyatları enflasyonunun 0,8 - 0,9 aralığında olan beklentilerin üzerinde gerçekleştiğini, ekonomik aktivitesindeki daralmanın sonuna geldiğini ve yukarı yönlü bir büyüme patikasına geçildiğini belirtmiştir. Benzer şekilde, Avustralya, işsizlikteki artışın beklenenden daha düşük gerçekleştiğini ve önemli ticaret ortakları olan Asya ülkelerinin hızlı büyümeye devam ettiklerini vurgulamıştır. Her iki ülke de, 12 ay sonrasında ilişkin enflasyon beklentilerinin hedeflerin üst sınırına yaklaşmasına ve yukarı yönlü güncellenen büyüme beklentilerine dikkat çekerek faiz artışlarına devam edeceklerinin sinyallerini vermiştir.

Geçtiğimiz çeyrek içinde para politikasının seyri gelişmiş ülke merkez bankalarında benzer eğilimler sergilerken, gelişmekte olan ülke merkez bankalarında farklılıklar göstermiştir. Üçüncü çeyrekte, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla daha az sayıda gelişmekte olan ülke merkez bankasının faiz indirimlerine azalan miktarlarla devam ettiği

gözlenmiştir. Bu dönemde, özellikle kriz sürecinde finansal piyasalarının kırılganlığından ötürü para politikası uygulama alanları sınırlı olmuş; Macaristan, Romanya, Rusya gibi ülkeler gecikmeli biçimde politika faizlerini indirmişlerdir (Grafik 2.5.2). Öte yandan, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Güney Afrika gibi ülkelerde ise faiz indirim sürecinin sonuna gelindiğinin ve önümüzdeki yıl içinde faiz artırılacağına sinyalleri verilmektedir. Benzer şekilde Brezilya, ekonomik aktivitesindeki toparlanmaya bağlı olarak 2010 yılı başlarından itibaren para politikasını sıkılaştırmaya başlaması beklenen ülkeler arasında yer almaktadır.

Bu gelişmeler ışığında, geçtiğimiz üç aylık dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarında faiz indirim sürecinin sonuna gelinmiş ve bileşik politika faiz oranı yılın ikinci çeyreğindeki seviyesini koruyarak yüzde 0,56 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.3). Gelişmekte olan ülke merkez bankalarında ise geçtiğimiz çeyrekte faiz indirimleri oldukça azalmış, ancak henüz bu sürecin sonuna gelinmemiştir. Enflasyon hedeflemesi yapan gelişmekte olan ülkelerin bileşik endeksi yılın ikinci çeyreğine göre 50 baz puan gerilemiş ve bileşik faiz yüzde 5,89 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.4).



Özetle, son dönemde küresel ekonomiye ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyete dair en kötü dönemin geride kaldığına işaret etse de, küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olması ve istihdam koşullarındaki olumsuz seyir, toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam etmesine neden olmaktadır.

Kutu

2.1

ABD VE EURO BÖLGESİNDE DEFLASYON RİSKİ

Küresel finansal kriz sonrası hızla daralan iktisadi faaliyet ve gerileyen emtia fiyatları enflasyonda hızlı bir düşüşü de beraberinde getirmiştir. ABD ve Euro bölgesinde TÜFE bazlı enflasyon oranlarının yıllık bazda negatif değerlere ulaşması ve bu değerlerde süreklilik arz etmesi (ABD'de 7, Euro bölgesinde 4 ay üst üste negatif değerler almıştır) deflasyon endişelerini gündeme getirmiştir. Japonya'nın deflasyon sürecindeki başlangıç koşulları ile günümüzde yaşanan krizin başlangıç koşullarının benzerlikler göstermesi<sup>4</sup> mevcut kaygıları daha da artırmıştır. Bu çerçevede Kutu'da, ABD ve Euro bölgesindeki deflasyon riski, Japonya örneği ile karşılaştırılarak incelenecektir.

Deflasyon, en basit tanımıyla fiyatlar genel seviyesindeki "geniş ölçekli" ve "sürekli" azalma eğilimi olarak ifade edilmektedir.<sup>5</sup> Özellikle düşük enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü gelişmiş ekonomilerde belirli mal gruplarının fiyatları çeşitli sebeplerle (verimlilik artışı, teknolojik gelişme, maliyet koşullarında iyileşme, görece talep azalması) düşebilir. Ancak, bu sektörlerdeki fiyat düşüşleri genele yayılmadığı ve süreklilik kazanmadığı sürece deflasyon süreci olarak tanımlanamamaktadır.

Yukarıdaki tanımlamadan hareketle, ABD ve Euro bölgesinin temel fiyat endeksinde gözlenen düşüşlerin ne ölçüde deflasyon riski oluşturduğunun incelenmesi amacıyla, bu Kutu'da yayılma endeksi, çekirdek enflasyon ve mevsimsel etkilerden arındırılmış endeksler gibi göstergeler kullanılarak içinde bulunduğumuz dönem Japonya'da yaşanan deflasyonist süreç ile karşılaştırılmaktadır.

Fiyat seviyesindeki azalma eğiliminin genele ne kadar yayıldığını ölçmek, dolayısıyla deflasyon riski açısından bilgi elde etmek amacıyla, öncelikle ABD ve Euro bölgesi TÜFE endeksleri içinde yer alan alt kalemler kullanılarak yayılma endeksi hesaplanmıştır.<sup>6</sup> Ayrıca, söz konusu ülkelerin yayılma endeksi uzun süredir deflasyon yaşayan Japonya'nın yayılma endeksi ile karşılaştırılmıştır (Grafik 1, Grafik 2 ve Grafik 3).

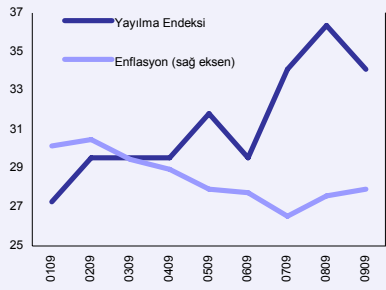
<sup>4</sup> Japonya'da 1980'li yıllarda emlak ve hisse senedi fiyatlarında gözlenen yüksek artışlar, 1990'lı yılların başında yerini keskin düşüşlere bırakmıştır. Yaşanan aşırı düzeltme sürecinde bankacılık sektörü olumsuz etkilenmiş ve toplam kredilerde yüksek oranlı daralmalar ile birlikte tüketim ve yatırım oranları düşmüştür. Ayrıca, politika faiz oranları gelişmelere tepki olarak sıfır seviyesine düşürülmüş ve uzun süre bu seviyede tutulmuştur.

<sup>5</sup> Daha detaylı bilgi için: Bernanke, B. 2002, "Deflation: Making Sure It Doesn't Happen Here", konuşma metni, The Federal Reserve Board.

<sup>6</sup> Yayılma endeksi, TÜFE içinde fiyatları düşen veya sabit kalan malların TÜFE içindeki toplam mal sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Örneğin, endeksin 10 değerini alması toplam mal gruplarının yüzde 10'unun fiyatlarının yıllık bazda sabit kaldığı veya düştüğü, yüzde 90'ının fiyatlarının ise arttığı anlamına gelmektedir. Yayılma endeksi hesaplanırken Japonya için 145, ABD için 70, Euro için 91 alt kalem kullanılmıştır.

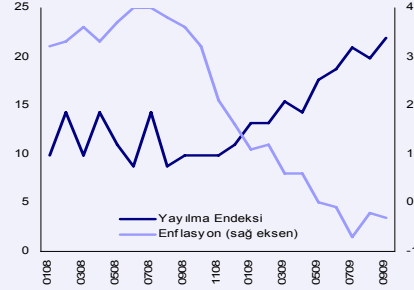
Buna göre, ABD ve Euro bölgesinde enflasyonun son dönemde sürekli negatif değerler almasına rağmen, yayılma endeksinin halen çok düşük olduğu gözlenmektedir. Japonya yayılma endeksi ile karşılaştırıldığında, söz konusu ülkelerdeki fiyatlar genel seviyesindeki düşüş eğiliminin sadece belirli mal grupları ile sınırlı olduğu ve genele yayılmadığı dikkati çekmektedir. Nitekim, enflasyonun etkisinin en ağır hissedildiği 2000'li yıllarda Japonya'nın yayılma endeksi değeri 60-80 aralığında değişirken, ABD için bu oran son dönemde artış eğilimi göstermesine rağmen, 30-40 aralığında seyretmektedir. Diğer taraftan, Euro bölgesi için yayılma endeksinin çok daha düşük olduğu dikkat çekmektedir.

Grafik 1. ABD Yayılma Endeksi ve TÜFE Yıllık Enflasyonu (Yüzde)



Kaynak: Bureau of Labour Statistics, TCMB hesaplamaları.

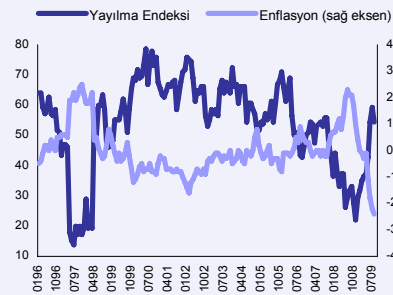
Grafik 2. Euro Bölgesi Yayılma Endeksi ve TÜFE Yıllık Enflasyonu (Yüzde)



Kaynak: Eurostat, TCMB hesaplamaları.

Çekirdek enflasyon verileri de enflasyonun ana eğilimini göstermesi açısından deflasyon riski ile ilgili önemli bilgiler sunabilmektedir. Genel enflasyon eğilimini etkileyen geçici faktörleri (gıda ve enerji fiyatları) dışarıda bırakan çekirdek enflasyon verileri, ABD ve Euro bölgesi enflasyonlarının ana eğiliminin aşağı yönlü olduğunu göstermesine rağmen, sıfır değerinin üzerinde yer almaktadır (Grafik 4). Japonya'nın çekirdek enflasyon değerleri 2000'li yıllardan günümüze sürekli negatif değerler almıştır. Bu doğrultuda, çekirdek enflasyon verileri de yakın dönemde söz konusu ülkeler için deflasyon riskine işaret etmemektedir. Bununla birlikte, çekirdek enflasyonun yıllık bazda azalmaya devam etmesi, son dönem eğilimlerine daha yüksek frekanslı verilerle bakmayı gerektirmektedir.

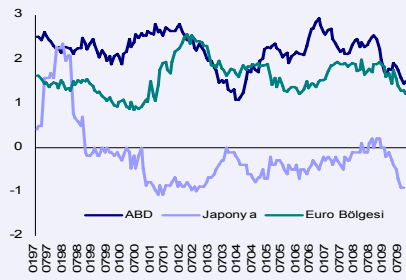
Grafik 3. Japonya Yayılma Endeksi ve TÜFE Yıllık Enflasyonu (Yüzde)



Kaynak: Japonya İstatistik Ofisi, TCMB hesaplamaları.

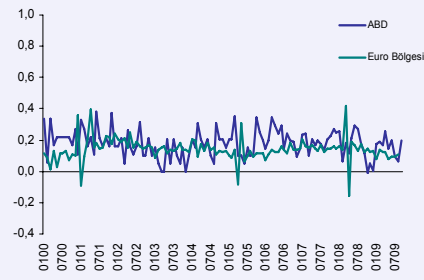
Bu çerçevede mevsimsel etkilerden arındırılmış çekirdek fiyat endekslerinin aylık değişimleri Grafik 5'te incelenmiştir. Buna göre, ABD ve Euro bölgesi verileri incelendiğinde yakın dönemde enflasyonun düşük bir seyir izlediği görülmekle birlikte, fiyat düzeylerinde sürekli bir azalma eğilimi gözlenmemektedir.

Grafik 4. Çekirdek Enflasyon  
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: Bureau of Labour Statistics, Eurostat, Japonya İstatistik Ofisi.

Grafik 5. Mevsimsellikten Arındırılmış Çekirdek Enflasyon  
(Bir Önceki Aya Göre Yüzde Değişim)



Kaynak: Bureau of Labour Statistics, Eurostat, Japonya İstatistik Ofisi.

Özetle, bu göstergeler ışığında ABD ve Euro bölgesi için henüz belirgin bir deflasyonist eğilim göze çarpmamaktadır. Söz konusu ülkelerin küresel krize karşı uyguladıkları para ve maliye politikası tedbirlerini hızlı ve esnek bir şekilde devreye sokmaları ve söz konusu önlemler çerçevesinde küresel bazda eşgüdümü hareket edebilmeleri deflasyon riskini azaltan unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır.

**Kutu**  
**2.2****GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE SERMAYE AKIMLARI:  
IIF 2009-2010 TAHMİNLERİ**

Küresel finansal krizin yarattığı belirsizlik ortamı, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren uluslararası sermaye akımlarının önemli oranda azalmasına neden olmuştur. Son dönemlerde ise, krizin geride kaldığına ilişkin algılamaların güçlenmesi küresel finans piyasalarındaki iyimserliği destekleyerek risk iştahının artmasına yol açmıştır. Küresel ölçekte parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarda ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler ışığında, 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında artış gerçekleşmiş, yılın üçüncü çeyreğinde ise girişler hız kazanmıştır. Önümüzdeki dönemde enflasyon ve para politikasının görünümü açısından, sermaye akımlarının yönü ve büyüklüğü, gerek ithal girdi maliyetleri gerekse risk primi kanalıyla, önemli göstergelerden biri olacaktır. Uluslararası Finans Enstitüsü (Institute of International Finance - IIF) tarafından yayımlanan 3 Ekim 2009 tarihli "Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları" raporunda başlıca 30 gelişmekte olan ülke (GOÜ) için 2009 yılında sermaye akımlarındaki gelişmeler ve 2010 öngörülleri tartışılmaktadır. Bu kutuda söz konusu raporun kısa bir özeti sunulmaktadır.

Sermaye hareketlerinin yönünün iktisadi büyüme döngüsüne paralel şekillendiği gözlenmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının tarihsel olarak en düşük seviyelerde seyretmesinin yanı sıra, küresel büyümenin GOÜ'ler öncülüğünde gerçekleşmesi ve bu ülkelerin geçmiş kriz dönemlerindeki kadar riskli algılanmaması sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesinde belirleyici olmuştur. Bu değerlendirmeler ışığında GOÜ'lere özel sermaye girişlerinin, 2008 yılında 649 milyar ABD dolarından 2009'da 349 milyar ABD dolarına gerileyeceği, 2010 yılında ise hızlanarak 672 milyar ABD dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir (Tablo 1.a). GOÜ'lere resmi sermaye akımlarının (IMF dahil) ise 2009 yılında artarak 64 milyar ABD doları olması beklenmektedir.



Tablo 1. Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Akımları  
(Milyar ABD Doları)

1.a. Türlerine Göre					1.b. Bölgelere Göre				
	2007	2008	2009*	2010*		2007	2008	2009*	2010*
<i>Cari İşlemler Hesabı</i>	529,4	540,9	371,5	334,3	<i>Cari İşlemler Hesabı</i>	529,4	540,9	371,5	334,3
<b>Özel Akımlar</b>	<b>1252,2</b>	<b>649,1</b>	<b>348,6</b>	<b>671,8</b>	<b>Özel Akımlar</b>	<b>1252,2</b>	<b>649,1</b>	<b>348,6</b>	<b>671,8</b>
Doğrudan	499,8	512,5	343,0	459,4	Latin Amerika	228,9	132,4	99,8	150,9
Portföy	102,1	-81,7	82,2	74,1	Geliş. olan Avrupa	445,7	270,1	20,4	179,3
Banka kredileri	431,4	102,7	-82,7	48,5	Afrika + Ortadoğu	155,4	75,3	37,4	68,7
Banka-dışı krediler	218,8	115,6	6,2	89,7	Geliş. olan Asya	422,2	171,2	191,1	272,9
<b>Resmi Akımlar</b>	<b>42,9</b>	<b>55,5</b>	<b>63,6</b>	<b>43,4</b>	<b>Resmi Akımlar</b>	<b>42,9</b>	<b>55,5</b>	<b>63,6</b>	<b>43,4</b>

\*Tahmin.  
Kaynak: IIF.

Benzer şekilde, resesyon dönemlerinde doğrudan yatırım eğiliminde de sert düşüşler gözlenmektedir. Diğer taraftan, 2008 yılının son çeyreğinde derinleşen küresel kriz son 60 yılın en derin resesyonu olarak kabul edilmesine rağmen, 2009 yılının ilk çeyreğine ilişkin öncü veriler doğrudan yatırımlardaki düşüşün nispeten sınırlı kaldığına işaret etmektedir (Tablo 1.a). 2008 yılında 513 milyar ABD doları olan GOÜ'lere doğrudan yatırımların 2009 yılında 343 milyar ABD dolarına gerileyeceği tahmin edilmektedir. 2010 yılında ise GOÜ'lere doğrudan yatırımların yeniden artış eğilimine girerek 459 milyar ABD dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir. Söz konusu tahminler, küresel büyümenin öncüsü olarak kabul edilen GOÜ'lere yatırım isteğindeki ve kârlılık oranlarındaki toparlanmaya dayanmaktadır.

Öte yandan, 2008 yılında 82 milyar ABD doları çıkış olan GOÜ'lere yönelik portföy yatırımlarının 2009 yılı genelinde aynı tutarda giriş göstermesi beklenmektedir. Portföy girişlerinin Şubat ayında pozitifte döndüğü ve yıl içinde artış eğiliminde olduğu gözlenmiştir.

Bankalar tarafından GOÜ'lere açılan kredilerin 2009 yılında net bazda negatif olduğu, bankacılık dışı özel sektör tarafından açılan kredilerin ise düşük de olsa net bazda sermaye girişine yol açtığı tahmin edilmektedir. Bankaların kredi açma konusundaki isteksizlikleri, bilanço küçültme eğilimlerine dayandırılmaktadır. Bankaların sermaye yeterlilik oranlarının önemli oranda gerilediği kriz ortamı, GOÜ'lere kredi verme konusunda temkinli olmalarına yol açmaktadır. Bankacılık dışı kesimde ise bahsedilen kısıtlamalar daha az olduğundan söz konusu kesimin GOÜ'lere 2009'da net kredi sağlayıcı olacakları tahmin edilmektedir.

Sermaye akımlarında 2009 yılında yaşanan ve 2010 yılı için öngörülen artış eğiliminin GOÜ'ler arasında farklılık gösterdiği dikkat çekmektedir (Tablo 1.b). 2009 yılında toplam sermaye girişinde başta gelişmekte olan Avrupa ülkeleri olmak üzere genellikle düşüş görülürken, gelişmekte olan Asya ülkelerinde artış olmuştur. Bu gelişmede bölgede 2008 yılına kıyasla portföy yatırımlarındaki hızlı toparlanma belirleyici olmuştur. 2010 yılında, gelişmekte olan Avrupa ülkelerine sermaye girişleri artmaya devam etse de 2008 yılı seviyesinin altında kalmakta, Asya ülkeleri ise 2008 yılına kıyasla daha hızlı bir artış sergileyerek toplam sermaye akımlarında en yüksek payı almaktadır.

Türkiye'nin yer aldığı gelişmekte olan Avrupa ülkeleri, krizden en olumsuz etkilenen ülke grubu olmuştur. 2007 yılında 446 milyar ABD dolarına kadar yükselen net sermaye akımları 2009 yılında 20 milyar ABD dolarına kadar düşmüştür (Tablo 2). Buna bağlı olarak, 2009 yılında tahmin edilen 64 milyar ABD dolarlık resmi akımların 39 milyar ABD dolarlık kısmının bu ülke grubuna yöneldiği tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerine doğrudan yatırımların 2008 yılında 133 milyar ABD dolarından 2009 yılında 69 milyar ABD dolarına gerilediği tahmin edilmektedir. Bu durum Türkiye'ye doğrudan yatırımlardaki gelişmeye paralellik arz etmektedir. 2010 yılında ise bölge ülkelerine doğrudan yatırımların kısmen artarak 102 milyar ABD dolarına ulaşması beklenmektedir. 2008 yılından sonra kısmi toparlanma gösteren portföy yatırımlarının ise 2010 yılında 11 milyar ABD doları olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bölge ülkelerinin 2009 yılında dış kredilerde önemli oranda net geri ödeyici konumdan, 2010 yılında nispeten düşük miktarda net kredi kullanıcısı konumuna geçmeleri beklenmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye'nin de içinde bulunduğu GOÜ'lere olan küresel sermaye akımlarının, önümüzdeki dönemde kademeli bir toparlanma eğilimine gireceği, ancak öngörülebilir bir gelecekte 2007 yılında ulaştığı seviyenin altında kalmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, bankacılık sistemi sağlam ve mali disipline önem veren ülkelerin bu akımlardan daha fazla pay alabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Tablo 2. Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerine Sermaye Akımları (Milyar ABD Doları)

	2007	2008	2009*	2010*
<i>Cari İşlemler Hesabı</i>	-29,6	-26,5	-2,7	-14,5
<b>Özel Akımlar</b>	<b>445,7</b>	<b>270,1</b>	<b>20,4</b>	<b>179,3</b>
Doğrudan	124,3	133,2	68,9	101,9
Portföy	19,9	-13,9	5,9	11,0
Banka kredileri	171,3	83,0	-47,3	28,2
Banka-dışı krediler	130,2	67,7	-7,2	38,3
<b>Resmi Akımlar</b>	<b>4,2</b>	<b>20,9</b>	<b>39,4</b>	<b>16,8</b>

\* Tahmin.  
Kaynak: IIF.

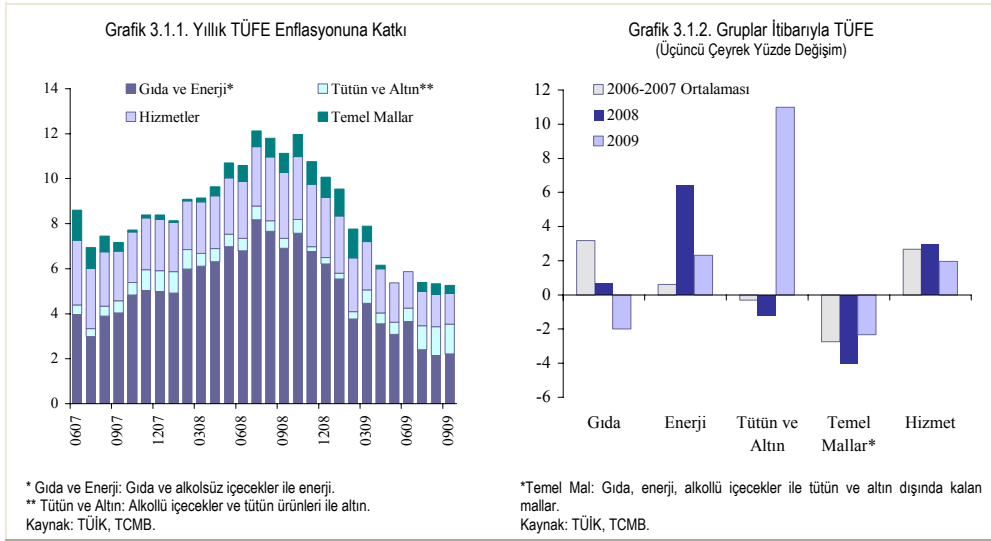


## 3. Enflasyon Gelişmeleri

### 3.1. Enflasyon

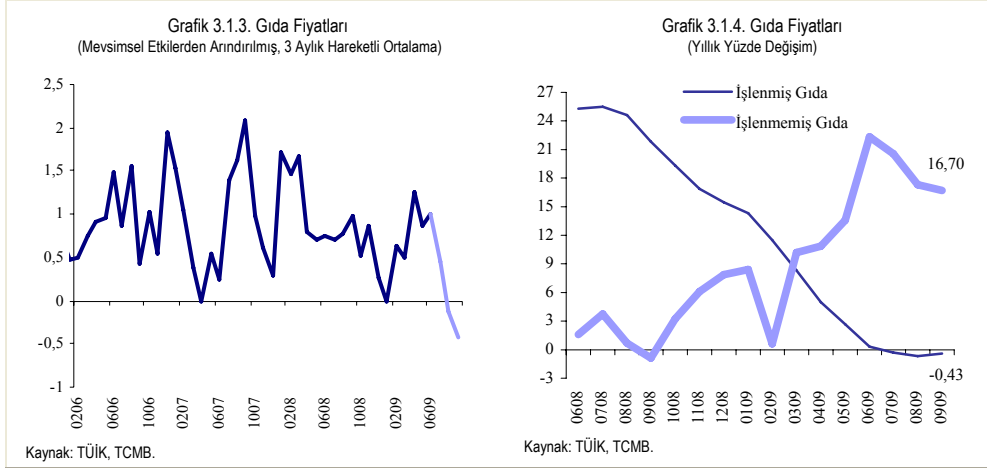
2009 yılı üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 0,34 oranında artmış, yıllık tüketici enflasyonu ikinci çeyreğe kıyasla 0,46 puan azalarak yüzde 5,27 seviyesine gerilemiştir. Bu dönemde, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkilerinin sürmesi ile enflasyonun ana eğilimi düşük seyrini korumuştur.

Yılın üçüncü çeyreğinde, gıda grubu yıllık enflasyonu belirgin oranda gerilerken, enerji ile hizmet grupları yıllık enflasyonlarındaki azalış eğilimi sürmüştür. Diğer taraftan, dayanıklı mal, tütün ve altın kalemlerinin yıllık enflasyona yaptığı katkı ise yükselmiştir (Grafik 3.1.1).



Üçüncü çeyrek iktisadi faaliyetteki daralmanın enflasyondaki yavaşlamayı desteklemeye devam ettiği bir dönem olmuştur. Bu dönemde, kamu mali dengesini sağlamaya yönelik vergi artırımları fiyatlar üzerinde yukarı yönlü etki yapsa da, tüketici fiyatları yıllık artış oranındaki gerileme sürmüştür. Alınan tedbirler kapsamında, Temmuz ayında tütün ve akaryakıt ürünleri fiyatları üzerindeki maktu vergi tutarları ve bazı mali hizmetlerin ücretleri yükseltilmiştir (Grafik 3.1.2). Söz konusu tedbirler tüketici fiyatları enflasyonu üzerinde toplamda yaklaşık 0,9 puanlık bir etki oluşturmuştur. Bunun yanı sıra, dayanıklı tüketim malı vergi oranlarındaki indirimlerin kademeli olarak geri alınması da üçüncü çeyrekte tüketici fiyatları

gelişmelerinde öne çıkan bir diğer unsur olmuş, söz konusu etkilerle anılan dönemde temel mal fiyatlarındaki azalış geçmiş yılların altında kalmıştır (Grafik 3.1.2).



Mevsimsel etkilerden arındırılmış gıda fiyatları üçüncü çeyrekte geçmiş yıllardaki artış eğiliminden farklı olarak azalış göstermiştir (Grafik 3.1.3). Buna bağlı olarak, bu grupta yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 2,89 puan azalarak yüzde 6,79'a gerilemiştir. Yılın ilk yarısında yüksek bir oranda artış kaydeden işlenmemiş gıda fiyatları, bu dönemde mevsimsel ortalamaların üzerinde azalan meyve ve sebze fiyatlarının etkisiyle gerileyerek bu gelişmede temel belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.4). Öte yandan, et fiyatları yüksek oranda artış kaydederek bu iyileşmeyi sınırlamıştır.

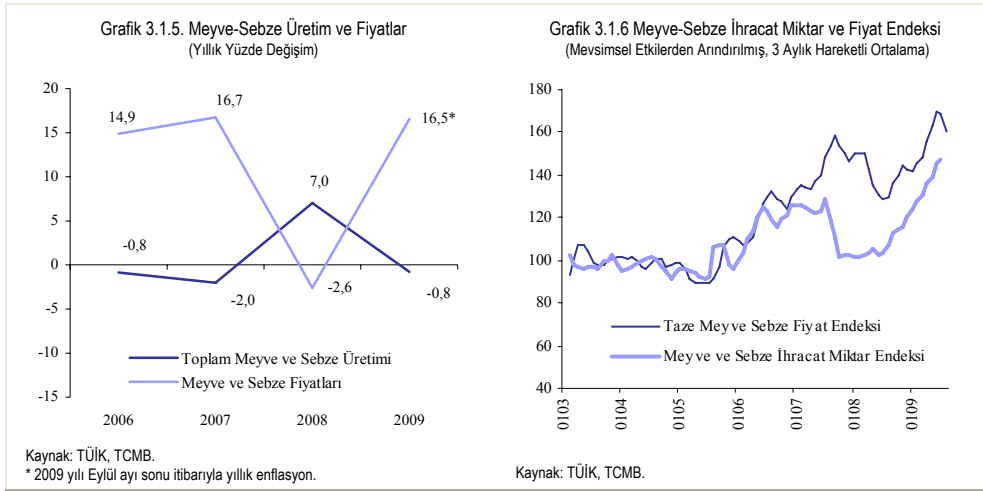
Tablo 3.1.1. 2009 Yılı Bitkisel Üretim İlk Tahminleri  
(Seçilmiş Ürünler)

	Üretim (Ton)		Değişim (Yüzde)
	2008	2009	
1. Sebzeler	27 214 317	26 908 299	-1,1
2. Meyveler	15 681 566	15 644 889	-0,2
3. Tahıllar	29 287 281	33 380 279	14,0
Buğday	17 782 000	20 520 000	15,4
Mısır (dane)	4 274 000	4 250 000	-0,6
Arpa	5 923 000	7 200 000	21,6
4. Yağlı tohumlar	1 233 992	1 349 667	9,4
Ayçiçeği	992 000	1 050 000	5,8
5. Şeker pancarı	15 488 332	16 400 000	5,9
6. Pamuk (kütü)	1 820 000	1 884 039	3,5

Kaynak: TÜİK.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) bitkisel üretim ilk tahminlerine göre, 2009 yılında sebze üretiminin yüzde 1,1 oranında azalması, meyve üretiminin ise bir önceki yıl düzeyinde olması beklenmektedir (Tablo 3.1.1). Bu çerçevede, meyve ve sebzelerde arz koşulları bu yıl olumlu bir

görünümüne işaret etmemektedir. Buna ek olarak, meyve-sebze ihracat miktarının da bir önceki yıla kıyasla güçlü bir yükseliş eğilimi sergilemesi, içinde bulunduğumuz yılda işlenmemiş gıda fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artışları açıklar niteliktedir (Grafik 3.1.5 ve 3.1.6).



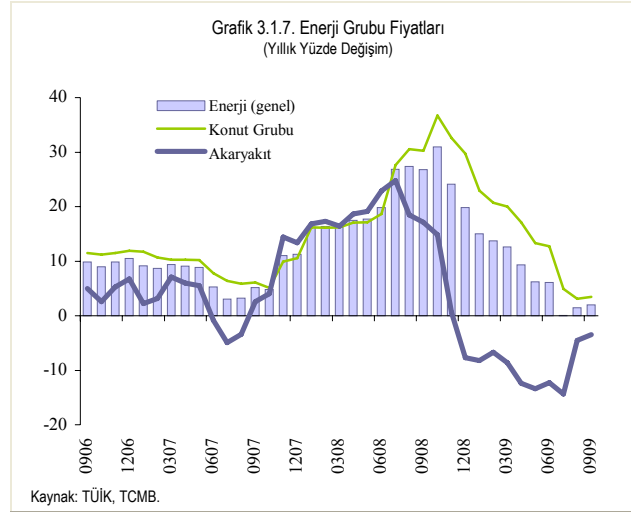
Üçüncü çeyrekte işlenmiş gıda fiyatlarında da olumlu bir görünüm gözlenmiştir. Bu grupta yıllık enflasyon yavaşlama eğilimini sürdürmüş, fiyatlar bu dönemde endeks tarihinde ilk kez bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla gerilemiştir (Grafik 3.1.4). Bu gelişmede, grup fiyatlarına girdi teşkil eden tahıl ile yağlı bitkilerin üretim ve ithalat fiyatlarındaki olumlu gelişmelerin etkisi hissedilmiştir (Tablo 3.1.1). Bunun yanında, toplam talep gelişmeleri de yıllık enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde baz etkisi nedeniyle işlenmiş gıda grubunun yıllık enflasyonunda sınırlı bir artış gözlenebilecektir.

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

	2008			2009		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>TÜFE</b>	<b>0,78</b>	<b>3,03</b>	<b>10,06</b>	<b>1,05</b>	<b>0,77</b>	<b>0,34</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>0,05</b>	<b>3,61</b>	<b>9,93</b>	<b>1,22</b>	<b>0,60</b>	<b>-0,22</b>
Enerji	6,41	1,91	19,81	-0,28	-1,90	2,32
İşlenmemiş Gıda	-0,29	12,45	7,87	13,29	-3,68	-4,90
İşlenmiş Gıda	1,37	-0,20	15,46	-0,93	0,09	0,61
Enerji ve Gıda dışı Mallar	-3,52	3,04	3,75	-1,89	4,21	0,17
Dayanıklı Mallar	-2,34	2,45	5,54	-0,27	-2,76	2,70
Dayanıklı Mallar (Altın Fiy. Hariç)	-1,80	0,61	3,19	-2,49	-2,23	2,83
Yarı Dayanıklı Mallar	0,01	3,42	11,54	-3,46	4,55	-1,65
Dayanaksız Mallar	0,74	4,07	9,99	5,21	-1,22	0,04
<b>2. Hizmetler</b>	<b>2,94</b>	<b>1,39</b>	<b>10,46</b>	<b>0,53</b>	<b>1,27</b>	<b>1,96</b>
Kira	3,58	2,25	11,85	1,51	1,14	1,43
Lokanta ve Oteller	2,77	2,34	13,44	1,88	1,19	1,73
Ulaştırma Hizmetleri	4,35	1,54	16,89	-1,29	1,43	1,15
Diğer Hizmetler	2,29	0,49	6,40	0,13	1,31	2,57

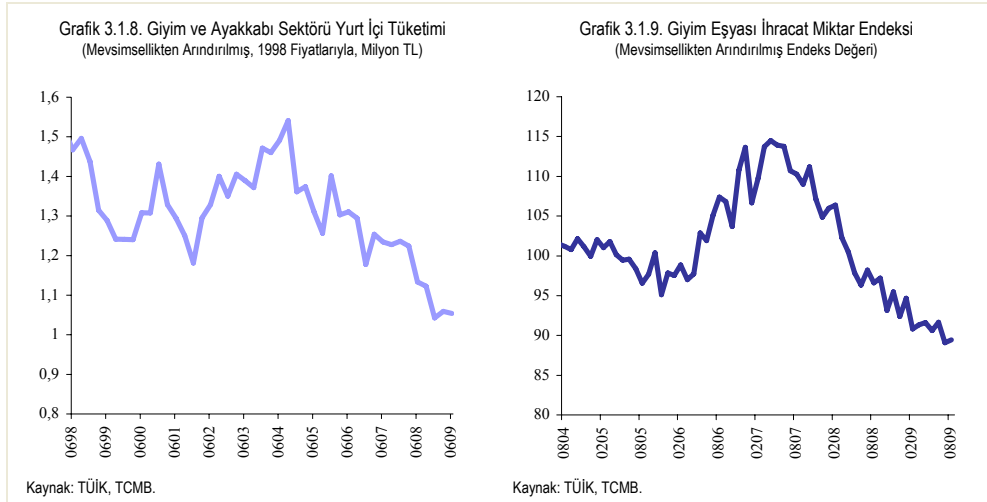
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Enerji fiyatları 2009 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 2,32 oranında artmıştır (Tablo 3.1.2). Bu dönemde birçok ilde su tarifeleri yükseltilmiş, tüp gaz fiyatlarında belirgin artışlar gözlenmiştir. Ayrıca, bir önceki çeyrekte 60 ABD doları seviyesinde seyreden ortalama petrol fiyatlarının üçüncü çeyrekte 70 ABD doları seviyesine yükselmesi ve Temmuz ayında akaryakıt ürünlerindeki Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) maktu tutarının yükseltilmesi sonucunda, akaryakıt fiyatları yüzde 3,34 oranında artmıştır. Bu çeyrekte fiyatlarda gözlenen artışa rağmen, enerji grubu yıllık enflasyonu bir önceki yıldaki yüksek baz nedeniyle gerilemesini sürdürmüştür ve yüzde 2,01 olmuştur (Grafik 3.1.7).



Temmuz ayında tütün ürünlerinden alınan maktu vergi tutarında artışa gidilmiştir. Bu kapsamda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 12,81 oranında artış kaydetmiş ve bu artış yıllık tüketici enflasyonuna yaklaşık 0,6 puan katkı yapmıştır.

Temel mallarda (gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar) yıllık enflasyon, vergi oranlarındaki indirimlerin kademeli olarak geri alınması sonucunda artan dayanıklı mal fiyatlarının etkisi ile yükselmiştir. Bu grupta yıllık enflasyonun yılın son çeyreğinde de söz konusu vergi etkileri ile artmaya devam edeceği, ancak grup fiyatlarının ana eğiliminde bu etki dışında ek bir ivmelenme olmayacağı tahmin edilmektedir.



Giyim ve ayakkabı sektörü yurt içi tüketimi birinci çeyrekteki zayıf görünümünü ikinci çeyrekte de korumuştur (Grafik 3.1.8). Üçüncü çeyrekte giyim eşyası ihracat miktar endeksinin aşağı yönlü eğilimini sürdürmesi dış talep koşullarında da bir iyileşme olmadığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.9). Toplam talep koşullarının mevcut görünümü altında, giyim fiyatlarının enflasyonun yavaşlama sürecine verdiği desteğin devam edeceği tahmin edilmektedir.

2009 yılı içinde dayanıklı tüketim malları fiyatlarının seyrinde vergi değişimlerinin etkisi belirleyici olmuştur (Kutu 3.1). Yılın ilk iki çeyreğinde ÖTV ve Katma Değer Vergisi (KDV) oranlarında yapılan geçici indirimlerin etkisiyle azalan dayanıklı mal (altın hariç) fiyatları, yılın üçüncü çeyreğinde söz konusu indirimlerin kısmen geri alınmasının da etkisiyle yüzde 2,83 oranında artış kaydetmiştir (Tablo 3.1.3). Geline nokta da vergi değişimlerinin dayanıklı mal grubu fiyatlarına önemli ölçüde yansıdığı görülmektedir. ÖTV ve KDV indirimlerinin 1 Ekim 2009 tarihinde yürürlükten tamamen kalkmasıyla dayanıklı mal grubu fiyatları yılın son çeyreğinde dikkate değer bir oranda artacaktır.

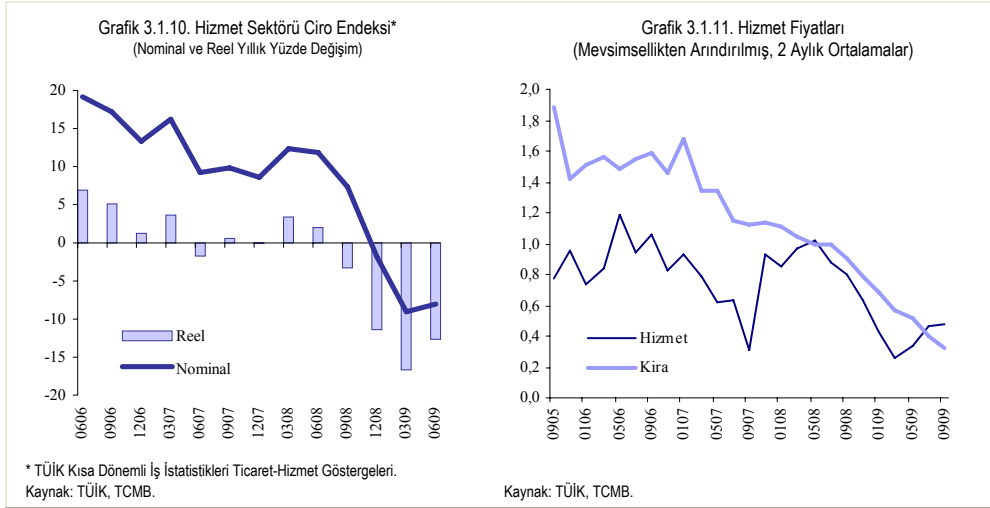
Tablo 3.1.3. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2008			2009		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>-1,80</b>	<b>0,61</b>	<b>3,19</b>	<b>-2,49</b>	<b>-2,23</b>	<b>2,83</b>
Mobilya	-1,27	-1,31	9,17	-3,17	-7,61	1,03
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	0,12	6,04	8,13	-4,26	-2,54	3,53
Otomobil	-3,63	-2,30	-2,56	-1,36	-0,11	3,20
Diğer Dayanıklı Mallar	1,02	2,27	4,29	0,36	0,20	1,81

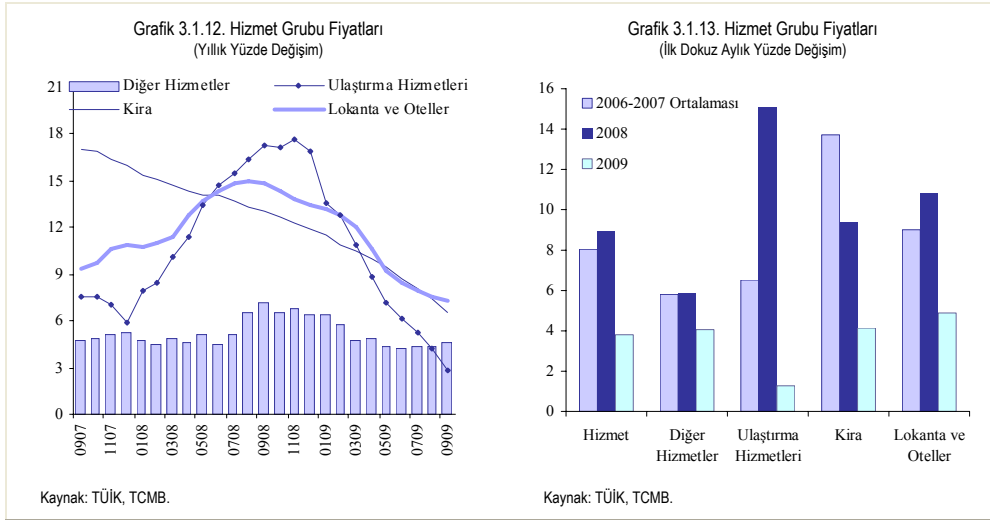
Kaynak: TÜİK, TCMB.



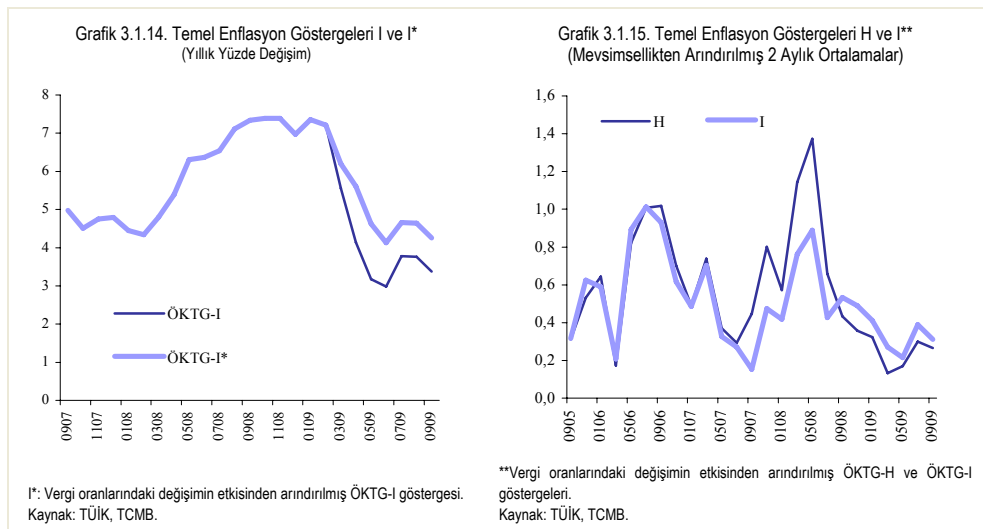
Hizmet sektörüne ilişkin iç talep göstergeleri yılın ilk yarısında zayıf seyrini sürdürmüştür (Grafik 3.1.10). İktisadi faaliyetteki bu görünüme paralel olarak, arz şoklarının önceki yılda oluşturduğu yüksek bazın kademeli olarak ortadan kalkmasının da etkisiyle, hizmet grubu yıllık fiyat artış hızı yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlama eğilimine devam etmiştir. Bu grupta fiyatlar yılın ilk dokuz ayında yüzde 3,81 oranında artarken, yıllık enflasyon da 2008 sonuna kıyasla 5,21 puan gerileyerek yüzde 5,26 olmuştur. Yılın son çeyreğinde, hizmet sektörünün kademeli olarak toparlanma eğilimine gireceği, ancak fiyatların artış hızının ılımlı seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir.

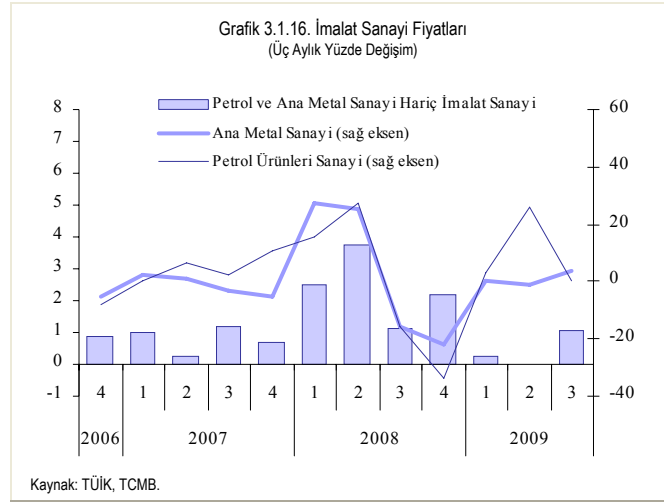


Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler hizmet grubunda enflasyonun ana eğiliminin tarihsel olarak düşük düzeylerde olduğuna işaret etmektedir (Grafik 3.1.11). Grup enflasyonundaki yavaşlama eğiliminin temel alt grupların tümünde hakim olduğu ve yılın ilk dokuz ayı itibarıyla fiyat artış oranlarının önceki yıllara kıyasla daha düşük gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.12, Grafik 3.1.13). Özellikle, kiranın mevsimsel etkilerden arındırılmış aylık artış hızındaki yavaşlama kesintisiz olarak sürmüştü ve bu alt grupta yıllık enflasyon yüzde 6,48 seviyesine inmiştir. Benzer yavaşlama eğilimi lokanta-oteller ile ulaştırma hizmetleri fiyatlarında da görülmüş, üçüncü çeyrek sonu itibarıyla bu iki grupta yıllık enflasyon oranları endeks tarihindeki en düşük düzeylere gerilemiştir.

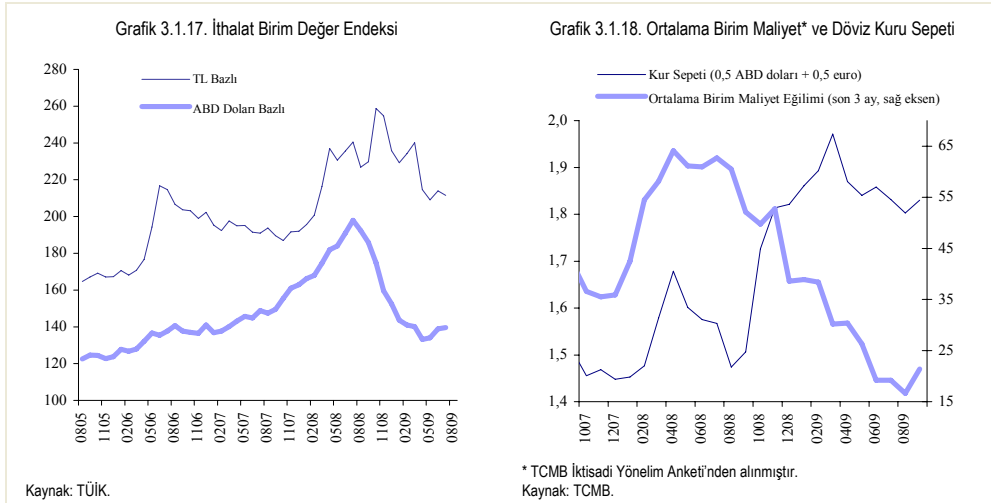


Üçüncü çeyrekte enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altını dışlayan temel fiyat göstergesinin (H endeksi) yıllık enflasyonu yüzde 2,44'e, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan endeksin (I endeksi) yıllık enflasyonu ise yüzde 3,37'ye yükselmiştir (Grafik 3.1.14). Giyim grubunda mevsimsel azalışların bir önceki yıla kıyasla sınırlı kalması ve dayanıklı mallarda vergi indirimlerinin kısmen geri alınması bu gelişmede belirleyici olmuştur. Ancak, vergiden ve mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler, enflasyonun ana eğiliminin bu dönemde de düşük düzeydeki seyrini koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 3.1.15). Önümüzdeki dönemde, geçici vergi indirimlerinin yürürlükten kalkması sonucunda göstergelerin sınırlı da olsa yükseleceği not edilmelidir.





2009 yılının üçüncü çeyreğinde üretici fiyatları yüzde 0,32 ile sınırlı bir artış göstermiştir. Bu dönemde, ana metal imalatı fiyatları uluslararası metal fiyatlarındaki artışların etkisiyle yükselirken, petrol ürünleri imalatı fiyatları bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir değişim göstermemiştir. Petrol ve ana metal sanayi hariç imalat sanayi fiyatları ise gıda imalatı fiyatlarındaki artışın etkisiyle yükselmiştir (Grafik 3.1.16). Söz konusu gelişmede, dış talep ve arz gelişmeleri sonucunda artan et fiyatları ile uluslararası piyasada da yükselen şeker fiyatları belirleyici olmuştur.

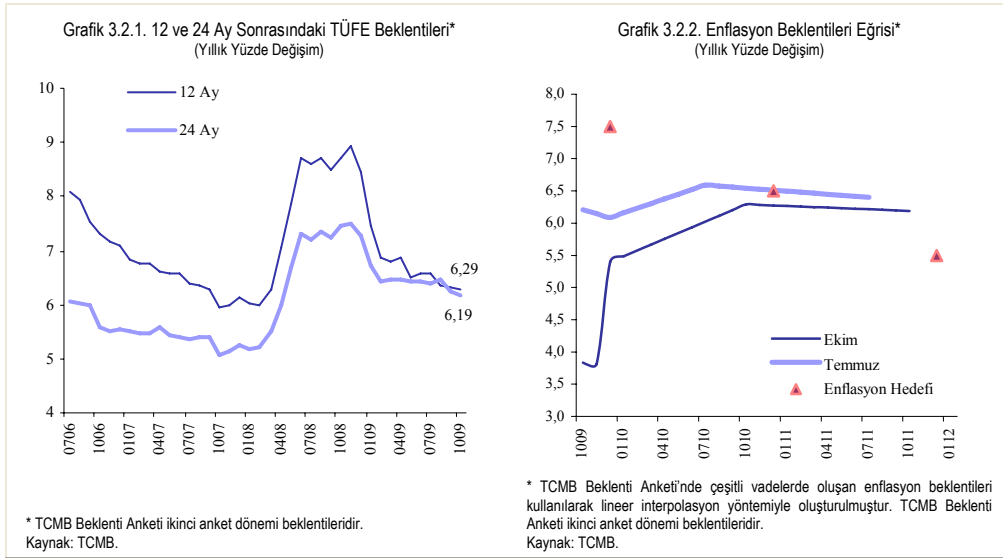


İthalat fiyatları bu çeyrekte ABD doları bazında sınırlı bir artış gösterirken, Türk lirası bazında görece yatay bir seyir izlemiştir. Böylelikle, bu dönemde ithalat fiyatlarından kaynaklanan belirgin bir maliyet baskısı gözlenmemiştir (Grafik 3.1.17). Bu doğrultuda, anılan dönemde ortalama birim maliyet eğilimi düşük düzeylerde kalmaya devam etmiştir (Grafik

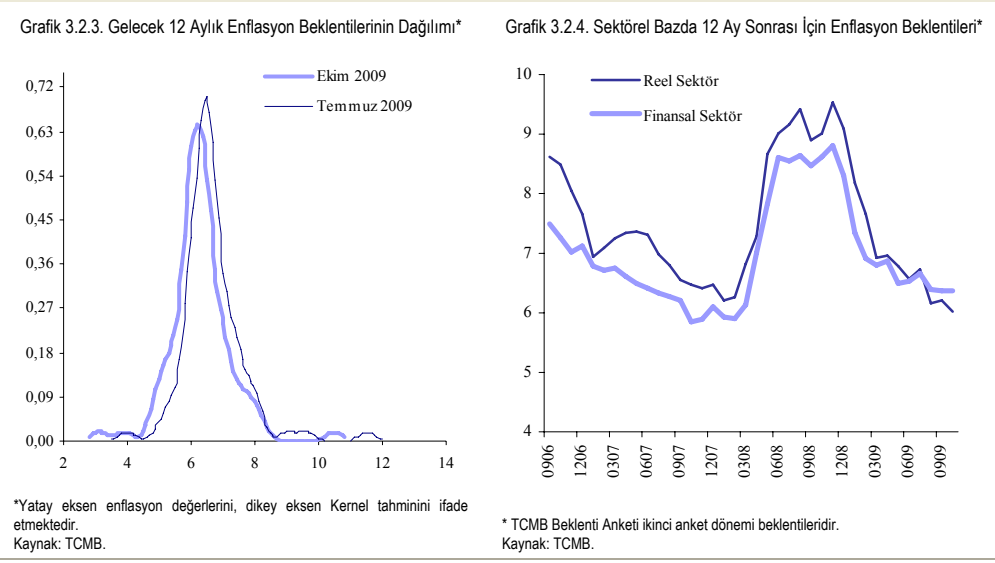
3.1.18). Özetle, üçüncü çeyrekte, petrol hariç imalat sanayi fiyatları ikinci çeyreğe kıyasla bir miktar yükselse de, üretici fiyatlarından kaynaklanan belirgin bir maliyet baskısı gözlenmemiştir.

### 3.2. Beklentiler

İkinci çeyrekte yatay seyreden orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde tekrar gerileme eğilimi göstermiştir. Bu dönemde, enflasyon beklentileri her vadede aşağı yönlü bir hareket sergilerken, vade uzadıkça düşüşün nispeten daha sınırlı olduğu ve beklenti eğrisinin giderek yataylaştığı görülmektedir (Grafik 3.2.1 ve Grafik 3.2.2).



Mevcut durumda 2009 yıl sonu için beklentiler yüzde 5,40 ile hedefin belirgin olarak altındadır. Orta vadeli hedeflerle uyumlu enflasyon patikası ile beklenti eğrisi kıyaslandığında, 2010 yıl sonu için ima edilen ortalama enflasyon beklentisinin hedefin altında olduğu, 2011 yılının geneli için oluşan beklentilerin ise yüzde 5,5 ile uyumlu patikanın üzerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 3.2.2). Katılımcıların beklentileri arasındaki uyumda ise son üç ay içinde belirgin bir değişim görülmemektedir (Grafik 3.2.3).



Son olarak, finansal ve reel sektör ayrımında bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde her iki sektörün beklentilerinin paralel bir seyir izlediği ve bir yıl sonrası için oluşan beklentilerdeki aşağı yönlü hareketin devam ettiği görülmektedir (Grafik 3.2.4).

Kutu  
3.1DAYANIKLI TÜKETİM MALI FİYATLARI 2009 YILI SEYRİ:  
VERGİ DÜZENLEMELERİNİN ETKİSİ

Dayanıklı tüketim malları fiyatlarının 2009 yılındaki seyrinde geçici vergi düzenlemelerinin etkisi önemli bir rol oynamıştır. Bu kutuda, ilgili vergi düzenlemelerine ve bunların dayanıklı tüketim mali fiyatları ile temel enflasyon göstergeleri üzerinde yol açtığı dalgalanmalara değinilmektedir.

2008 yılının son çeyreğinde küresel ekonomik krizin yurt içi iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin belirginleşmesiyle, dayanıklı tüketim mali üreten sektörler keskin bir daralma eğilimine girmiştir. Bu dönemde, TL oldukça yüksek bir oranda değer kaybetmiş, ancak, gerek ithalat fiyatlarında gerekse toplam talepteki keskin gerilemenin sonucunda döviz kurundan fiyatlara olan geçişkenlik etkisi geçmiş dönemlere kıyasla daha düşük düzeylerde kalmıştır. Sonuç olarak, dayanıklı tüketim malları (altın hariç) yıllık enflasyonu 2008 yılı son çeyreğinde bir miktar yükseliş kaydetmiştir (Grafik 1).

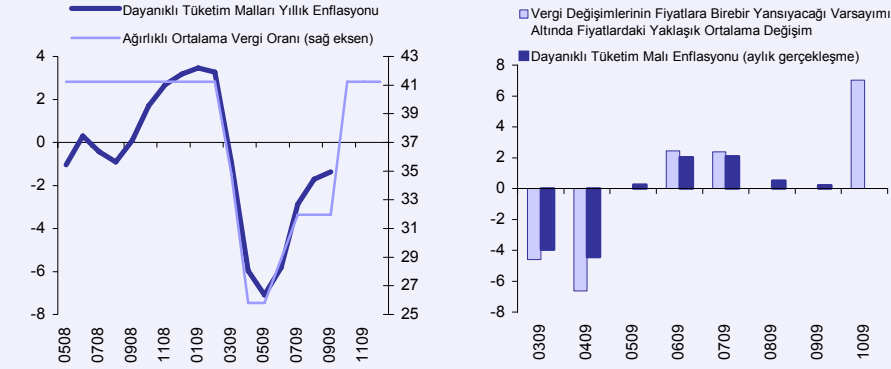
2009 yılı Mart ayında, daralan iç talebi yeniden canlandırmak amacıyla maliye politikası devreye sokulmuştur. Bu çerçevede 16 Mart 2009 tarihinde yapılan ilk düzenleme, bazı dayanıklı mallarda Özel Tüketim Vergisi oranlarının 3 ay süre ile geçici olarak indirilmesini kapsamıştır.<sup>1</sup> Bunu 30 Mart 2009 tarihinde belirli alt gruplarda Katma Değer Vergisi oranlarının indirilmesi izlemiştir. 16 Haziran 2009 tarihinde ise, bazı ürünlerde vergi oranlarının eski seviyesine çekilmesi, bazılarında ise indirimlerin 30 Eylül 2009 tarihine kadar kısmen devam ettirilmesi kararlaştırılmıştır. Söz konusu vergi değişimlerinden yola çıkılarak, Grafik 1'de dayanıklı tüketim malları üzerindeki ağırlıklı ortalama vergi oranı türetilmiştir.<sup>2</sup>

Söz konusu düzenlemelerin fiyatlara birebir yansıdığı varsayımı altında, vergi oranı değişimleri dayanıklı tüketim malları fiyatlarını Mart ve Nisan aylarında azaltıcı, Haziran, Temmuz ve Ekim aylarında ise artırıcı yönde etkilemektedir.

<sup>1</sup> İlgili vergi düzenlemelerine ilişkin daha kapsamlı bilgi için bkz. Enflasyon Raporu 2009 - III, Kutu 3.1.

<sup>2</sup> Hesaplamalar tüketici fiyat endeksindeki tüm dayanıklı tüketim mallarını kapsamamakta, geçici vergi değişimi olan mobilya, beyaz eşya ve ev aletleri, görsel-işitsel ekipmanlar, otomobil ve bilgisayar-bilişim araçları gruplarını içermektedir. Bununla birlikte, söz konusu gruplar dayanıklı tüketim mallarının oldukça büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Hesaplamalarda, vergi düzenlemelerinin mevcut haliyle süregeldiği ve fiyatlara birebir yansıdığı varsayımı yapılmıştır. Gerçekleşmeler yansıtılma oranına göre farklılık gösterecektir.

Grafik 1. Dayanıklı Tüketim Malları Üzerindeki Ağırlıklı Ortalama Vergi Oranı ve Enflasyon Gelişmeleri (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1'de vergi oranlarındaki değişimlerin fiyatların yakın dönem seyirinde etkili olduğu ve değişimlerin dayanıklı mal grubu fiyatlarına büyük oranda yansıdığı görülmektedir. Vergi indirimlerinin 1 Ekim 2009 tarihinde yürürlükten tamamen kalkması ile birlikte dayanıklı mal grubunda yıllık enflasyon son çeyrekte yükseliş kaydedebilecektir. Yükselişin miktarı dayanıklı tüketim mali talebinin seyrine de bağlı olacaktır.

Dayanıklı tüketim mallarının temel (çekirdek) fiyat endeksi I içindeki ağırlığının yüzde 19 olduğu göz önüne alındığında, Ekim ayında temel enflasyon göstergesinde vergi ayarlamasından kaynaklanan bir artış görülebilecektir. TCMB bünyesinde yapılan tahminler, Ekim ayında dayanıklı tüketim mallarındaki fiyat artışlarının yüzde 3,5 civarında olacağına işaret ederken, tek başına bu etkinin I temel fiyat göstergesi ile ölçülen aylık enflasyon üzerindeki yansımalarının yaklaşık 0,7 puan olacağı tahmin edilmektedir. Sonuç olarak, enflasyonun ana eğiliminin takip edilmesi açısından Ekim ayı verilerine vergi etkisinden arındırılarak bakılması önem taşımaktadır.

## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

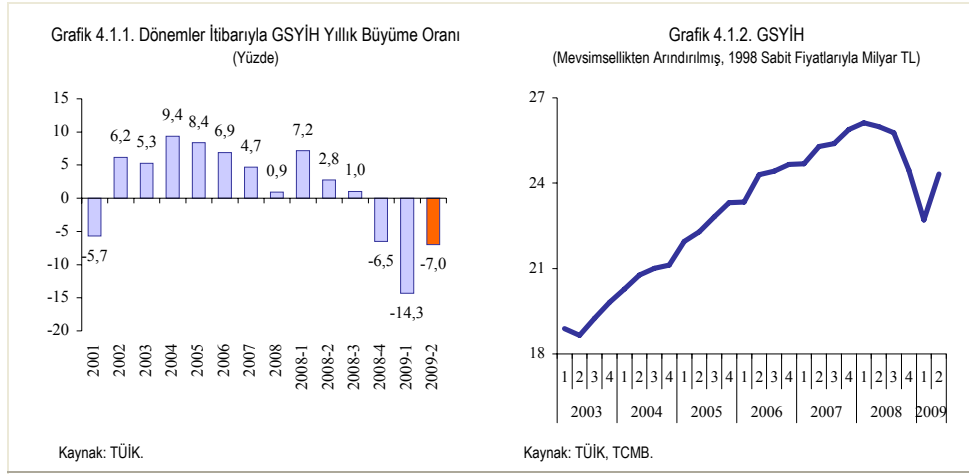
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Anılan dönemde büyük ölçüde mali tedbirlerin etkisiyle yurt içi talepte toparlanma gözlenirken dış talep zayıf seyrini sürdürmüştür. Bu çerçevede, GSYİH dönemlik bazda hızlı bir artış sergilemiş ve iktisadi faaliyette 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren süregelen daralma eğilimi sona ermiştir. Harcama kompozisyonu, vergi indirimleri kapsamı dışında kalan mal gruplarına yönelik talepte ciddi bir iyileşme olmadığına işaret etmiş, dolayısıyla iç talepteki toparlanmanın belirli mal grupları ile sınırlı kalacağı yönündeki geçmiş öngörülerimizi teyid etmiştir. Stok eritme sürecinin devamı üretim faaliyetlerini ve kaynak kullanımını, dolayısıyla da dönemlik bazda gözlenen hızlı büyümenin enflasyon üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Buna ek olarak, iş gücü piyasasında belirgin bir iyileşme görülmemesi ekonomideki talep yetersizliğini besleyen bir unsur olmuştur. Bu çerçevede, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan veriler, mali tedbirlerin yurt içi talep üzerindeki olumlu etkisinin azalmakta olduğuna ve tüketim talebinin ikinci çeyrekte sergilediği kayda değer yükselişten sonra daha zayıf bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Buna karşılık, Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı günden bu yana dış talep görünümünde kısmi bir iyileşme gözlenmektedir. Ayrıca, gerek politika faizlerindeki indirimlerin gecikmeli etkileri gerekse küresel risk algılamalarındaki görece düzelmeye birlikte kredi talebini özendirici koşullar oluşmaya başlamaktadır. Ancak, küresel toparlanma hızında hâlen ılımlı bir düzeye işaret eden orta vade görünümü iktisadi faaliyette yavaş ve kademeli toparlanma öngörüsünü desteklemektedir (Kutu 4.1). Bu görünümün işsizlik oranlarındaki düşüşü geciktireceği ve kredi talebini sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Kaynak kullanımındaki zayıf seyrin yatırım ve istihdam imkânlarını sınırlayacağı ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönündeki desteğini orta vadede sürdüreceği öngörülmektedir.

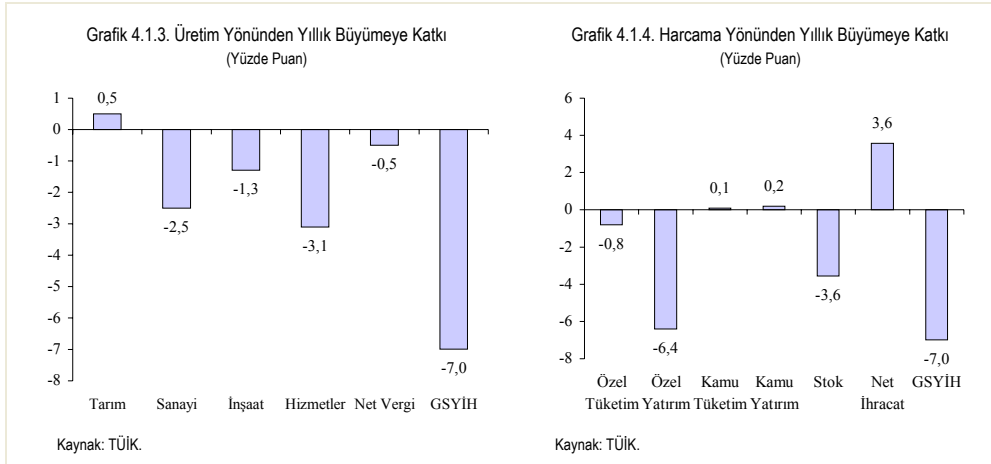


#### 4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2009 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 7 oranında gerilemiştir (Grafik 4.1.1). 2009 yılı ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan veriler ile birlikte 2008 yılı büyümesi bir önceki bültende açıklanan yüzde 1,1'den yüzde 0,9'a, 2009 yılı ilk çeyrek daralması ise yüzde 13,8'den yüzde 14,3'e güncellenmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH ilk çeyreğe kıyasla belirgin bir artış göstermiş, böylelikle iktisadi faaliyette 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen daralma eğilimi sona ermiştir (Grafik 4.1.2).



2009 yılı ikinci üç aylık döneminde milli gelir gelişmeleri üretim yönünden incelendiğinde, tarım-dışı sektörlerde katma değerlerin yıllık bazda gerilediği gözlenmiştir. İkinci çeyrekte sanayi üretiminin yüzde 15,3 oranında daralmasına karşın, sanayi sektörü katma değerindeki düşüş yüzde 8,7 olmak üzere daha sınırlı kalmıştır. Sanayi sektörü ile yakından ilişkili olan, toptan-perakende ticaret ile ulaştırma-haberleşme sektörlerinde görülen hızlı daralmayla birlikte hizmetler sektörü katma değeri yüzde 6,3 oranında gerilemiştir. Büyümeye 3,1 puanlık olumsuz katkı yapan hizmet sektörü alt kalemleri incelendiğinde, toptan-perakende ticaret ile ulaştırma-haberleşme hizmetlerinin toplam 3,8 puan olumsuz katkı yaptığı görülmektedir. Buna karşılık, mali kuruluşlar katma değeri 0,7 puan ile büyümeye en yüksek katkı yapan hizmet sektörü bileşeni olma özelliğini sürdürmüştür (Grafik 4.1.3).



GSYİH gelişmeleri harcamalar yönüyle incelendiğinde, özel tüketim talebinin yıllık büyüme yaptığı olumsuz katkının önceki iki çeyreğe kıyasla belirgin şekilde sınırlandığı görülmektedir. Özel kesim yatırım harcamaları olumsuz seyrini yılın ikinci çeyreğinde devam ettirmiş ve büyüme en olumsuz katkı yapan talep bileşeni olmuştur. Kamu harcamalarının katkısı önceki iki çeyreğe kıyasla azalırken, net dış talep büyüme olumlu katkısını azalarak da olsa sürdürmüştür (Grafik 4.1.4).

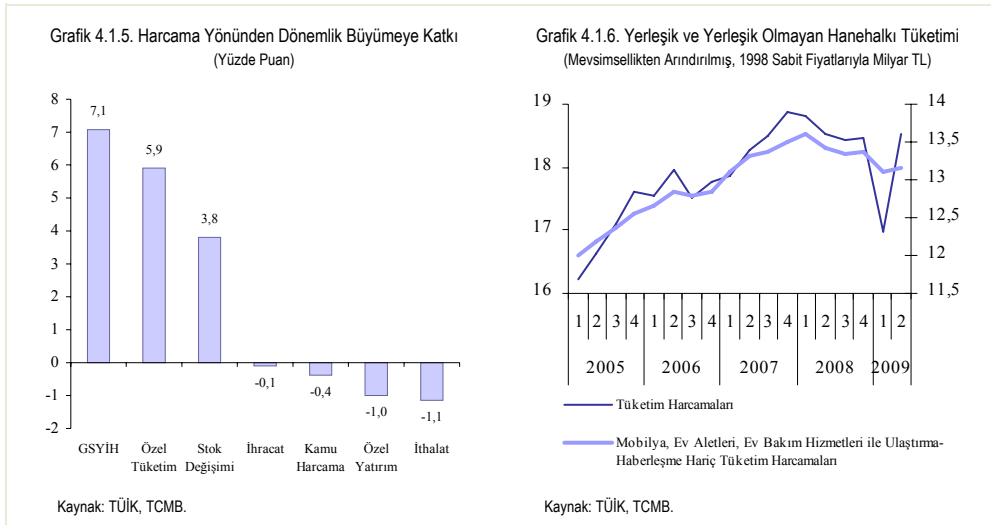
Yerleşik ve yerleşik olmayan hanehalkı tüketim talebi alt kalemleri incelendiğinde, vergi indirimlerine konu olan mal gruplarının yıllık değişimindeki iyileşme dikkat çekmektedir. Uzun bir süredir yıllık bazda gerileyen mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri yılın ikinci çeyreğinde yıllık yüzde 2,7 oranında artmıştır. Önceki iki çeyrekte mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri ile birlikte tüketimdeki daralmanın temel belirleyicisi olan ulaştırma-haberleşme harcamalarındaki yıllık düşüş oranı yılın ikinci çeyreğinde yüzde 3 ile sınırlı kalmıştır (Tablo 4.1.1).

Tablo 4.1.1. Yerleşik ve Yerleşik Olmayan Hanehalkı Tüketimi (Yıllık Yüzde Değişim)

	2007	2008				Yıllık	2009		
	Yıllık	I	II	III	IV		I	II	Altı Ay
Yerleşik ve Yerleşik Olm. Hanehalkı Tüketimi	3,9	6,5	1,4	-1,0	-3,8	0,6	-10,2	-0,6	-5,4
Gıda, İçki ve Tütün	2,0	5,6	2,1	1,4	0,9	2,4	-3,6	2,9	-0,2
Giyim ve Ayakkabı	-2,2	-0,3	-10,0	-7,3	-15,0	-7,6	-17,0	-7,1	-12,7
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	2,5	0,4	-4,4	-9,5	-16,5	-7,5	-23,4	2,7	-9,9
Ulaştırma-Haberleşme	2,8	22,3	10,0	3,5	-14,7	4,3	-21,0	-3,0	-11,9
Lokanta ve Oteller	2,1	2,2	1,5	-7,7	2,0	-2,3	3,0	1,9	2,5

Kaynak: TÜİK, TCMB.

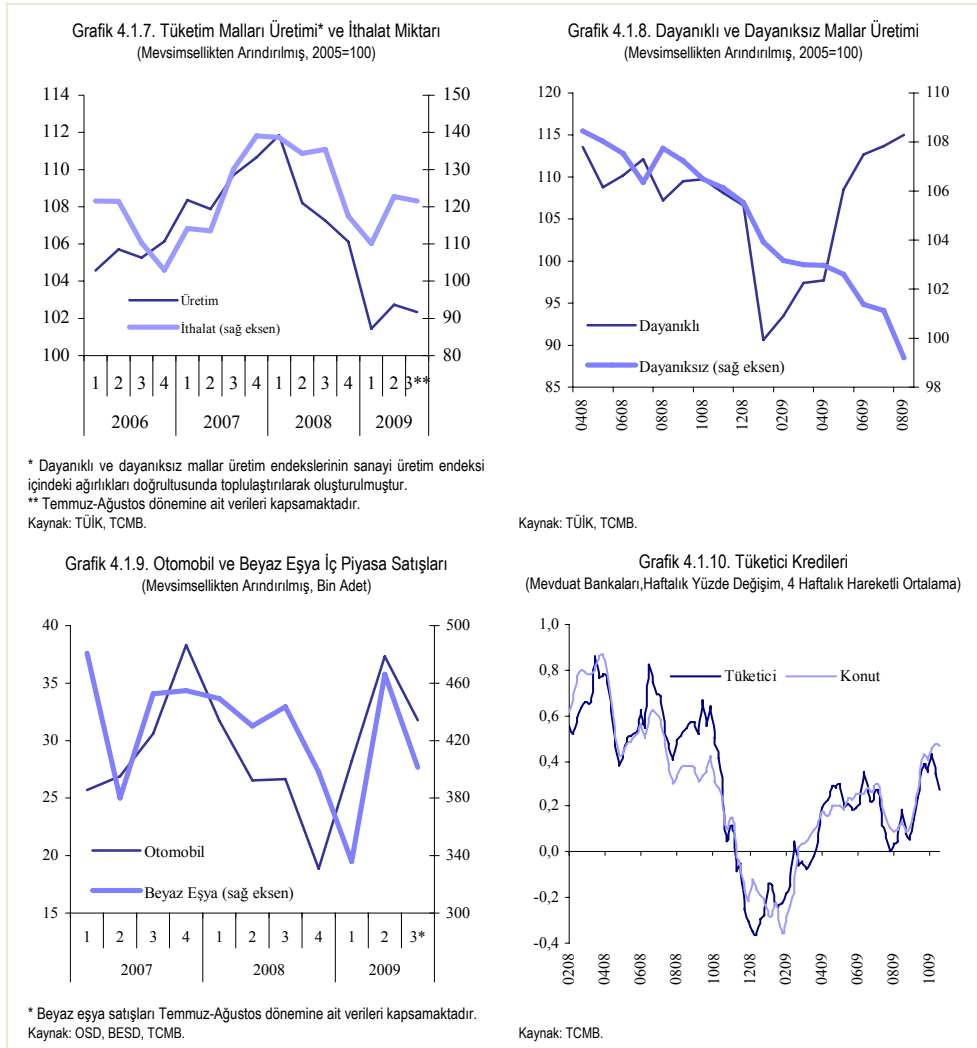
Harcama yönünden mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla büyümenin temel belirleyicisinin mali tedbirlerin etkisiyle keskin bir artış sergileyen özel tüketim talebi olduğu görülmektedir. Özel kesim yatırımlarındaki olumsuz seyir devam ederken, stok eritme davranışının bir önceki çeyreğe kıyasla zayıflaması paralelinde stok değişimi kalemi dönemlik büyümeye dikkate değer bir katkı yapmıştır (Grafik 4.1.5).



İkinci çeyrekte özel tüketim talebinde gözlenen toparlanmanın kalıcı bir eğilime işaret edip etmediği değerlendirilirken, alt bileşenler özelinde farklılaşan eğilimlerin tespit edilmesi ve yılın üçüncü çeyreğine ilişkin göstergelerin bu çerçevede ele alınması faydalı olacaktır. İkinci çeyrek milli gelir verileri göstermektedir ki, özel tüketim harcamalarındaki toparlanma büyük ölçüde mali tedbirler doğrultusunda belirli mal gruplarına yönelik talebin öne çekilmesinden kaynaklanmıştır. Buna karşılık, vergi indirimlerine konu olmayan mal gruplarında yataya yakın bir seyir gözlenmiştir (Grafik 4.1.6). Son dönemde açıklanan veriler bu eğilimin yılın üçüncü çeyreğinde de korunduğuna işaret etmektedir. Nitekim, mali tedbirlerin ilgili mal grupları üzerindeki etkisi azalırken, yarı-dayanıklı ve dayanıksız mal talebine ilişkin göstergelerdeki olumsuz seyir sürmektedir.

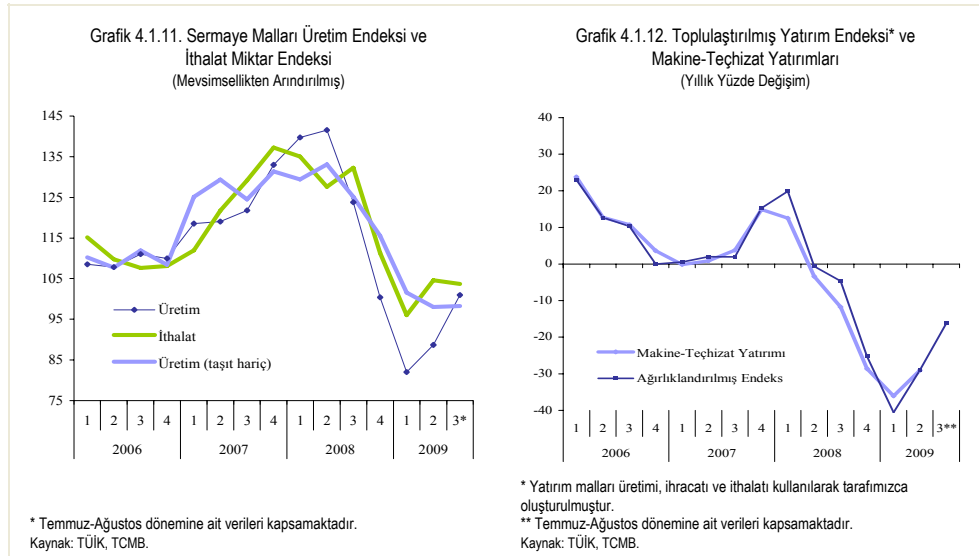
Bu çerçevede, mevsimsellikten arındırılmış tüketim malları üretim ve ithalatı Temmuz-Ağustos döneminde ikinci çeyrek düzeylerinin altında seyretmiştir (Grafik 4.1.7). Tüketim malları üretim verileri dayanıklı ve dayanıksız mal grupları ayırımında incelendiğinde, mali tedbirlerin doğrudan etkilediği dayanıklı tüketim mallarında kayda değer artışlar gözlenirken,

istihdam ve harcanabilir gelirdeki daralmaya duyarlı dayanıksız mal gruplarına yönelik talebin ise son bir yıldır kesintisiz olarak gerilediği dikkat çekmektedir. Diğer bir ifadeyle, Temmuz-Ağustos döneminde ikinci çeyrek ortalamasının altında gerçekleşen tüketim malları üretimindeki bu düşüşün temel belirleyicisinin dayanıksız mal grubu olduğu görülmektedir (Grafik 4.1.8). Teşviklerin etkisiyle ikinci çeyrekte hızla yükselen ve özel tüketimde gözlenen sıçramanın temel belirleyicisi olan mallardan otomobil ve beyaz eşya satışları, vergi indirimlerinin aşamalı olarak geri alınmasıyla birlikte üçüncü çeyrekte dönemlik bazda gerilemiştir (Grafik 4.1.9). Özetle, 2009 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin göstergeler, tüketim talebinin ikinci çeyrekte sergilediği kayda değer yükselişten sonra daha zayıf bir seyir izlediğine işaret etmektedir.

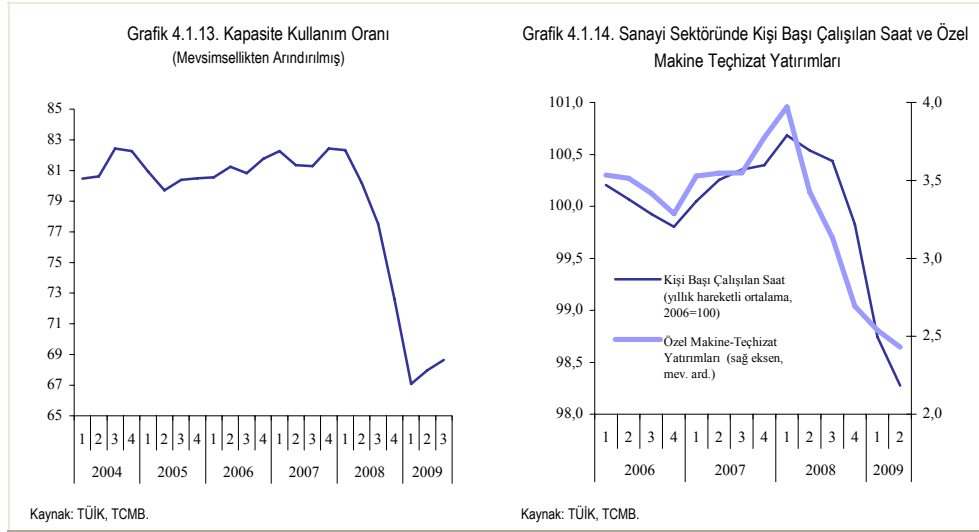


Önümüzdeki dönemde, farklı yönde çalışmakla birlikte yurt içi talep gelişmelerinde belirleyici olacak iki kanal bulunmaktadır. Bunlardan ilki, tarihsel olarak yüksek düzeylerde seyreden işsizlik oranlarının toplam harcanabilir gelir ve tüketim talebini sınırlamasıdır. İkincisi ise para politikası faiz oranlarında süregelen indirimlerin ekonomideki diğer borçlanma maliyetlerine yansımalarıyla birlikte kredi talebini destekleyecek koşulların oluşmasıdır. 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürülen faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin desteği ile kredi piyasasında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır. Nitekim, son dönemde bankacılık kesiminin kredi verme iştahında artış gözlenirken, konut kredisi kullanımındaki istikrarlı artış eğilimi dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.10). Küresel risk algılamalarındaki görece düzelmeye paralel olarak yurt içi kredi koşullarında arz yönlü bir iyileşme beklense de, istihdam koşullarında henüz belirgin bir toparlanma görülmemesi kredi talebini sınırlayacak bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede, küresel büyüme görünümüne bağlı olarak iktisadi faaliyetteki toparlanmanın iş gücü piyasasına yansımaları hızı ve gücü kredi talebi gelişmelerinde de belirleyici rol oynayacaktır.

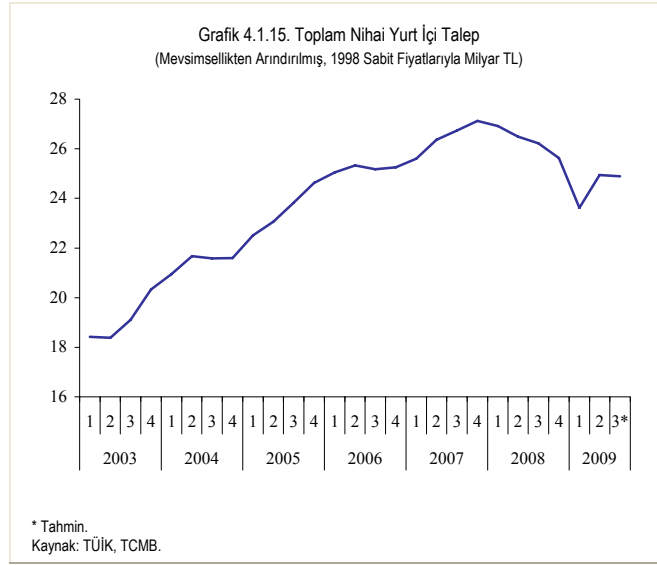
Yatırım talebine ilişkin göstergelerden sermaye malları üretiminde Temmuz-Ağustos döneminde ikinci çeyreğe göre artış görülürken, sermaye malları ithalatı aynı dönemde yatay seyretmiştir (Grafik 4.1.11). Bu çerçevede, üçüncü çeyrekte özel makine-teçhizat yatırımlarının, yıllık bazda önceki dönemlere göre daha düşük oranlı bir daralma göstereceği, dönemlik bazda ise beş çeyrek üstüste gerilemeden sonra artış sergileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.12).



Üçüncü çeyrekte özel makine-teçhizat yatırımlarında beklenen dönemlik artışa karşın yatırım eğiliminin halen yeterince güç kazanmadığı düşünülmektedir. Nitekim, mali tedbirlerin etkisinin görüldüğü taşıt araçları sektörü hariç tutulduğunda sermaye malları üretimi üçüncü çeyrekte yatay bir seyir izlemiştir. Küresel toparlanmaya ilişkin henüz güçlü bir sinyal alınmaması ve toplam talep belirsizliğinin yüksek düzeylerde seyretmesi firmaların düşük kapasite ile faaliyet göstermelerine neden olmaktadır (Grafik 4.1.13). Düşük seyreden sermaye kullanımına ek olarak, emek kullanımına göstere olabilecek kişi başı çalışılan saat kriz öncesi döneme göre düşük seyretmektedir (Grafik 4.1.14). Kaynak kullanımındaki zayıf seyir, talep artışının ilave yatırım yapılmaksızın karşılanmasını mümkün kılmaktadır. Ekonomideki atıl kapasite düzeyi, mevcut küresel büyüme görünümünün imâ ettiği zayıf talep koşulları altında, yatırımlarda hızlı ve güçlü bir toparlanma görülme olasılığını düşük tutmaktadır.

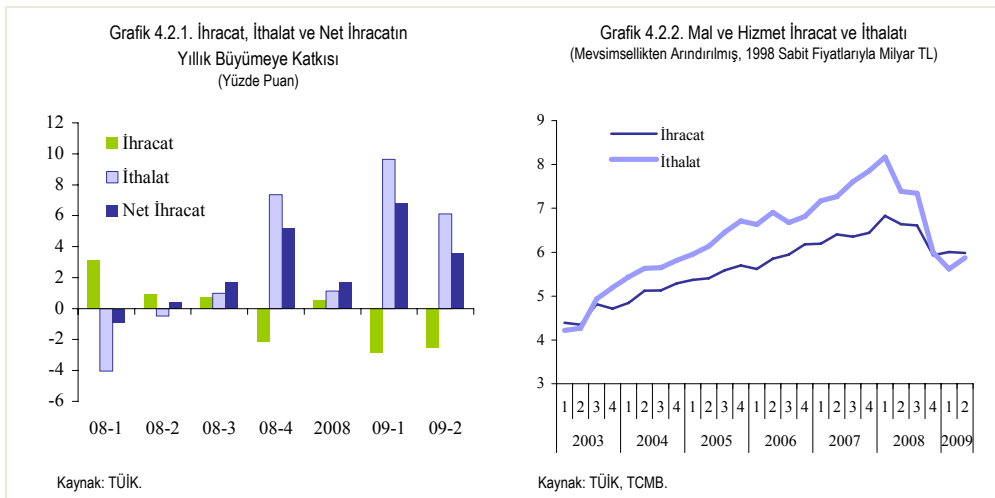


Özetle son dönemde açıklanan veriler, mali tedbirlerin etkisinin belirli mal grupları ile sınırlı kaldığına ve özel tüketimde genele yayılan bir toparlanma olmadığına işaret etmektedir. Özel sektör yatırımlarında ikinci çeyreğe kıyasla toparlanma beklense de kaynak kullanımındaki düşük seviye ve hâlen yüksek seyreden talep belirsizliğinin yatırımları sınırlamaya devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, toplam nihai yurt içi talepte ikinci çeyrekte gözlenen hızlı artışın üçüncü çeyrekte yerini yataya yakın bir seyre bırakacağı öngörülmektedir (Grafik 4.1.15).

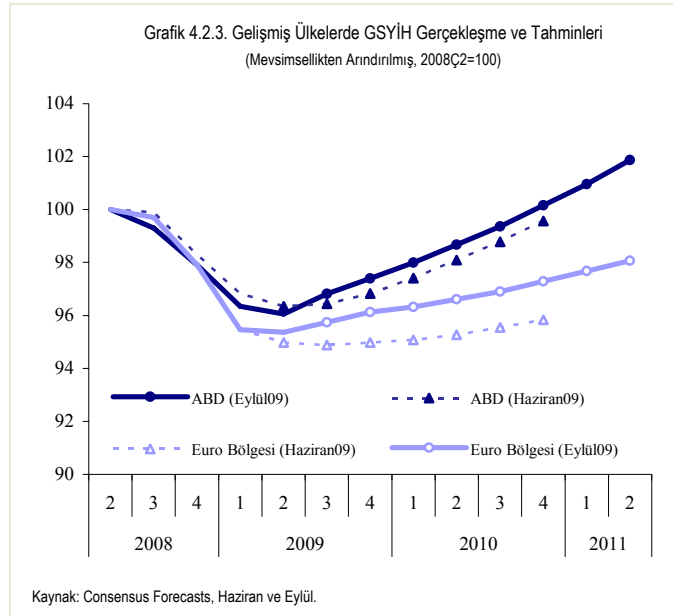


#### 4.2. Dış Talep

2009 yılı ikinci çeyreğinde mal-hizmet ihracat ve ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 10,1 ve yüzde 20,5 oranlarında gerilemiştir. Böylelikle net ihracatın yıllık büyümeye katkısı 3,6 puan olarak gerçekleşirken, ihracat ve ithalat özelinde katkılar sırasıyla -2,5 puan ve 6,1 puan olmuştur (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle uyumlu bir görünüm çizmiştir. Bu çerçevede, yılın ikinci çeyreğinde ihracat dönemlik bazda sınırlı bir oranda gerileyerek düşük düzeylerini korurken, büyük ölçüde mali tedbirlerin etkisiyle toparlanan yurt içi talebe paralel olarak ithalat artış göstermiştir (Grafik 4.2.2). Böylelikle net ihracatın dönemlik büyümeye katkısı negatif olmuştur (Grafik 4.1.5).

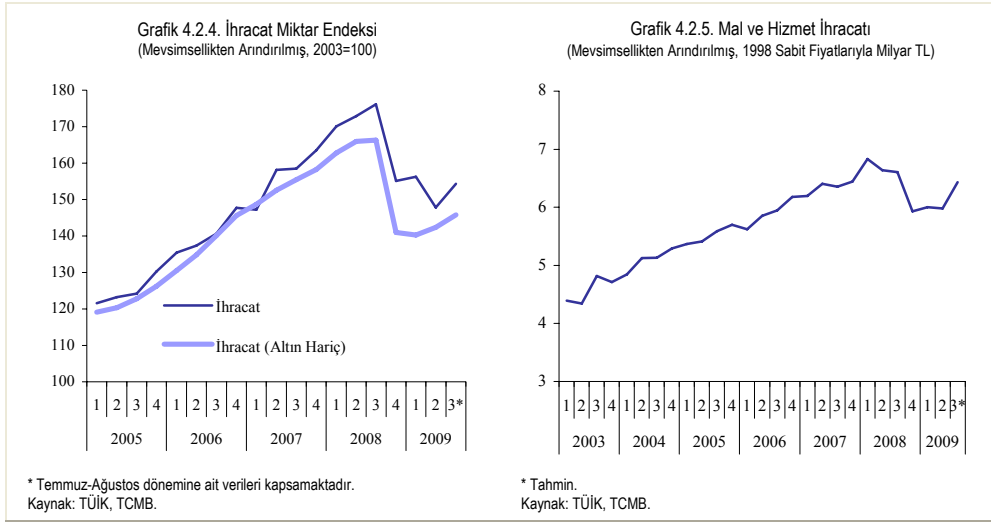


Son döneme ilişkin göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde ihracat imkânlarında iyileşme sinyali vermektedir. Nitekim, Eylül ayı itibarıyla gelişmiş ekonomilere ilişkin büyüme tahminlerinde Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla belirgin bir iyileşme görülmektedir. En büyük ihracat pazarımız Euro bölgesine ilişkin büyüme tahminlerindeki aşağı yönlü güncelleme eğilimi son aylarda tersine dönmüş ve Consensus Forecasts Eylül ayı bültenine göre 2009 yılı daralma beklentisi Temmuz ayındaki yüzde 4,4'ten yüzde 3,9'a gerilerken, bu tahmin Ekim ayında korunmuştur. Euro bölgesine ilişkin güncel tahminlerin kısa vadede daha olumlu bir dış talep görünümüne işaret etmesinin yanında, orta vadeli toparlanma hızına ilişkin beklentilerin de iyileşmesi dikkat çekmektedir (Grafik 4.2.3).

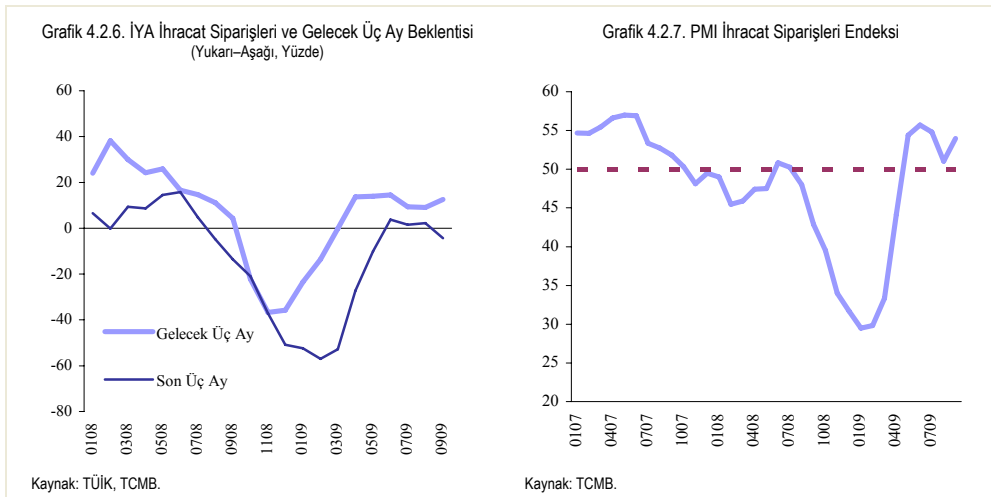


İhracata ilişkin son dönem gelişmeleri yukarıda özetlenen görünüm ile uyum arz etmektedir. İhracat miktar endeksi Temmuz-Ağustos döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 7,6 oranında gerilerken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyrek ortalamasına kıyasla hızlı bir artış sergilemiştir (Grafik 4.2.4). Mal ihracatındaki bu gelişmelere ek olarak turizm gelirlerine ilişkin olumlu seyir de dikkate alındığında mal ve hizmet ihracatının üçüncü çeyrekte dönemlik bazda artması beklenmektedir (Grafik 4.2.5).



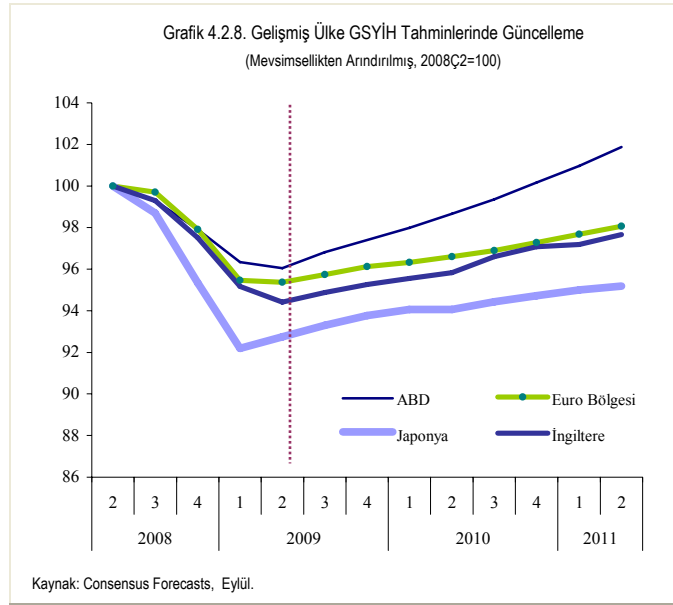


Yakın dönemde açıklanan veriler ihracatın ana eğiliminde de yılın üçüncü çeyreğinde toparlanmaya işaret etmektedir. Ancak, küresel ölçekte güçlü büyüme dönemlerini temsil eden geçmiş eğilimler ile kıyaslandığında, ihracattaki ana eğilimin hâlâ zayıf seyrettiği görülmektedir (Grafik 4.2.4). Bu noktada üçüncü çeyrek eğiliminin önümüzdeki dönemde korunup korunmayacağı, dolayısıyla dış talep açığının ne kadar sürede kapanacağı önemli bir soru olarak karşımıza çıkarken, TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) sipariş göstergelerinin ve PMI yeni ihracat sipariş endeksinin yatay seyri son çeyrek ihracatında ek bir ivmelenme sinyali vermemektedir (Grafik 4.2.6 ve 4.2.7).

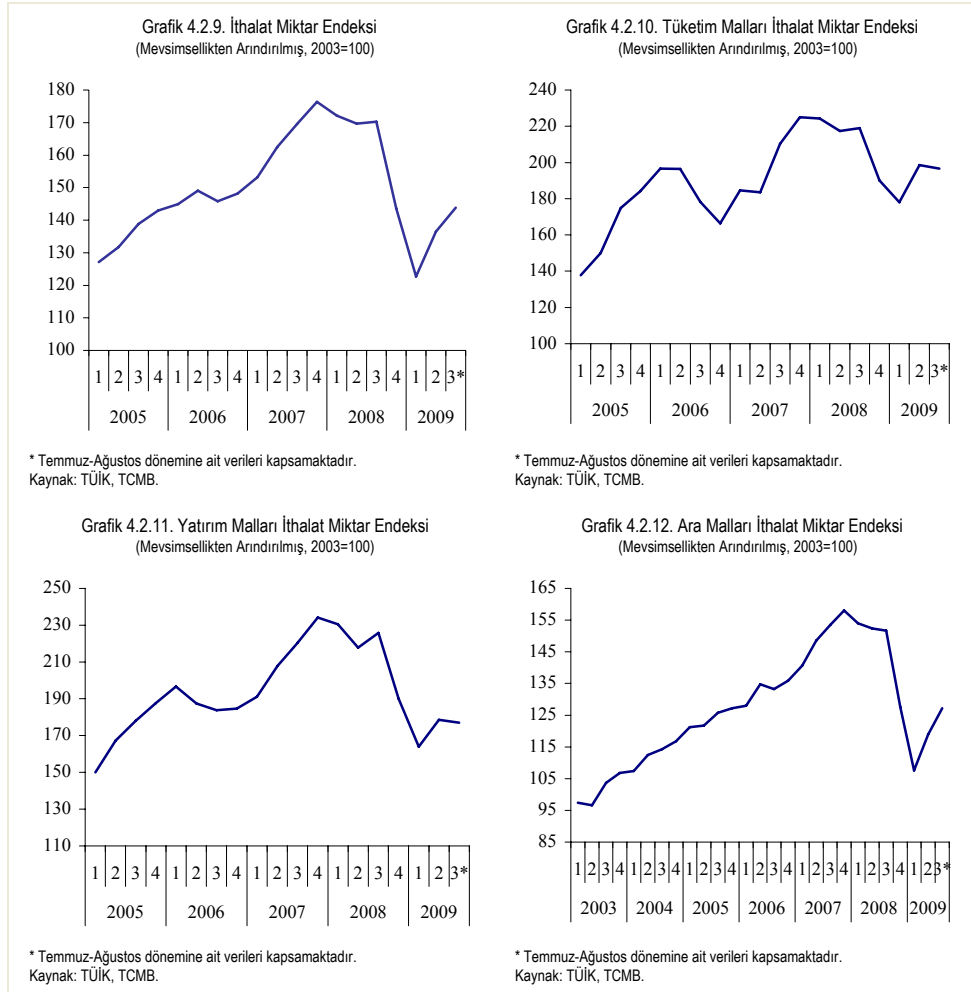


Önümüzdeki dönemde dış talebin seyri üzerinde küresel toparlanmanın hız ve zamanlamasına ilişkin görünüm belirleyici olacaktır. Gelişmiş ülke ekonomilerine ilişkin tahminler yılın üçüncü çeyreğinden itibaren yavaş ve

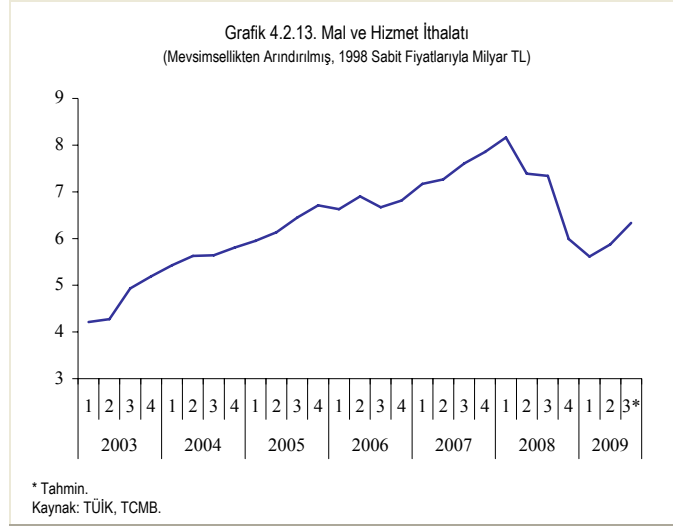
kademeli bir toparlanma eğilimi ima ederken, 2009 yılı ikinci yarısına ilişkin büyüme eğiliminin 2010 yılı başından itibaren yavaşladığı, 2011 yılında ise yeniden hızlandığı bir çerçeve esas alınmaktadır. Bu durum söz konusu ülkelerde büyümeyi destekleyici politika tedbirlerinin 2009 yıl sonuna kadar yürürlükte kalacak olmasının kısa vade görünümüne olumlu etkisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla yurt dışında alınan ekonomik tedbirler dahilinde ihracatta yılın son çeyreğinde de olumlu bir seyir beklenmektedir. Ancak, küresel büyümeye ilişkin orta vadeli görünüm, gelişmiş ülkelerde GSYİH'nin uzun bir zaman süresince kriz öncesi düzeyine ulaşamayacağı yönündedir. Bu görünüm, gelişmiş ülkelerde çıktı açığının kapanma hızının yavaş olacağına işaret etmekte, dolayısıyla ihracatın eski düzeylerine dönmesinin zaman alacağı öngörüsünü desteklemektedir. Bu çerçevede, dış talebin toplam talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.8).



Yılın ikinci çeyreğinde yurt içi talepte gözlenen toparlanmaya paralel olarak ithalattaki düşüş eğilimi sona ermiştir. İthalat miktar endeksi Temmuz-Ağustos döneminde yıllık yüzde 12,9 oranında gerilerken mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Mali tedbirlerin etkisiyle ikinci çeyrekte ithalatın tüm alt kalemlerinde gözlenen toparlanmanın, üçüncü çeyrekte tüketim ve yatırım malları özelinde kesintiye uğradığı görülmektedir. Anılan dönemde toplam ithalat miktarında ikinci çeyrek ortalamasına kıyasla gözlenen artış ara mallarından kaynaklanmıştır (Grafik 4.2.9 ve 4.2.12).



İthal mallar talebinin önümüzdeki dönemdeki seyri toplam talep koşullarına bağlı olacaktır. Önümüzdeki dönemde mali tedbirlerin etkisinin azalacağı ve vergi indirimine konu olan binek otomobil ve dayanıklı mal gruplarına yönelik öne çekilmiş talebin toplam nihai yurt içi talebi sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Üçüncü çeyreğe ilişkin dış talep görünümündeki iyileşme ve yukarıda özetlenen göstergeler ışığında, mal ve hizmet ithalatında 2009 yılı üçüncü çeyreğinde dönemlik bazda artış beklense de ithalatın bir müddet daha kriz öncesi döneme kıyasla düşük seviyelerde kalacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.13). Bununla birlikte, ihracat ve ithalata ilişkin tahminler, 2009 yılı üçüncü çeyreğinde net dış talebin yıllık büyümeye olumlu katkısının azalarak da olsa süreceğine işaret etmektedir.



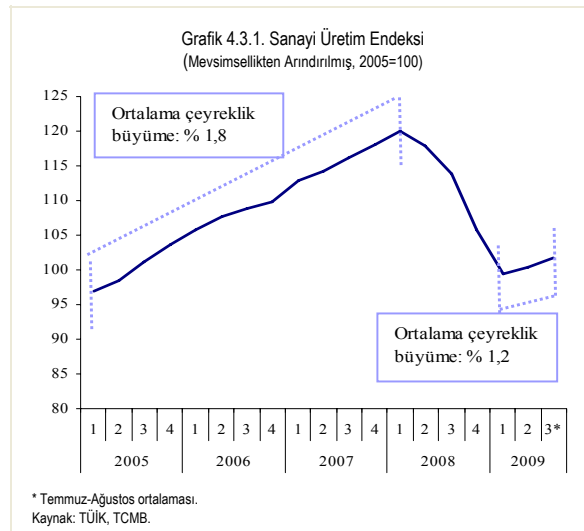
### 4.3. Çıktı Açığı

2009 yılının ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Bu çerçevede GSYİH yıllık bazda gerilemeye devam ederken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle dönemlik bazda hızlı bir artış sergilemiştir. Böylelikle iktisadi faaliyette 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren süregelen daralma eğilimi sona ermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış harcama bileşenleri incelendiğinde yurt içi talepte özel tüketim kaynaklı olmak üzere toparlanma gözlenirken, dış talep küresel ekonomideki sorunların devam etmesi sonucunda zayıf seyrini sürdürmüş ve ihracat yatay bir seyir izlemiştir.

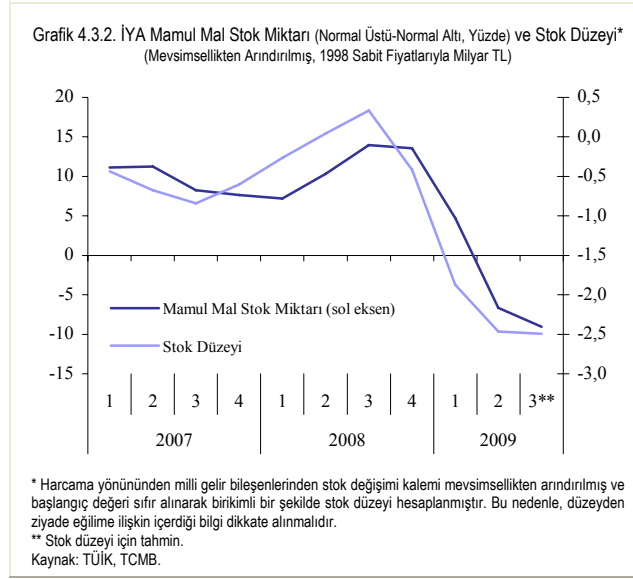
Yurt içi talepte dönemlik bazda gözlenen güçlü artışın harcama bileşenlerine dağılımı, bu artışın sürekliliği konusunda soru işaretleri uyandırmaktadır. Alt bileşenler itibarıyla özel tüketim talebi incelendiğinde mali tedbirlerin etkili olduğu mal gruplarında hızlı bir toparlanma gözleendiği, buna karşılık vergi indirimlerine konu olan mallar dışındaki harcama gruplarına yönelik talebin yataya yakın bir seyir izlediği görülmüştür (Grafik 4.1.6). Buna ek olarak, toplam talep yetersizliği ve belirsizliğinin yüksek düzeylerde seyretmesi neticesinde özel yatırım talebi zayıf seyrini sürdürmüş ve dönemlik bazda gerilemeye devam etmiştir. Bu gelişmeler, yurt içi talepte gözlenen canlanmanın belirli mal grupları ile sınırlı kaldığı, dolayısıyla kalıcı bir eğilimi yansıtmaktan ziyade dönemsellik taşıdığı şeklindeki değerlendirmelerimizi doğrulamıştır.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin göstergeler de bu görünüm ile uyumlu seyretmektedir. Nitekim bu dönemde tüketim malları üretimi dayanıksız mal grubu kaynaklı olmak üzere ikinci çeyrek düzeyinin altında gerçekleşmiştir. Dayanıklı ve dayanıksız mal gruplarına yönelik talepte gözlenen zıt yönlü eğilimler ikinci çeyreğe benzer bir görünüm arz etmektedir. Benzer bir ayrıştırma sermaye malları üretimi için yapıldığında, taşıt araçları dışında kalan sektörlerdeki toparlanmanın oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir (Grafik 4.1.11). Bu çerçevede, sermaye malları üretiminde üçüncü çeyrekte gözlenen hızlı yükselişin yatırım eğiliminde güçlü bir iyileşmeye işaret etmekten ziyade vergi indirimlerinin olumlu etkisini yansıttığı düşünülmektedir. Mali tedbirler kapsamı dışında kalan sektörlerdeki gelişmeler toplam talepteki zayıf seyri teyid ederken, ara malı üretiminin hâlâ yataya yakın bir seyir izlemesi sanayi üretiminde son dönemde gözlenen iyileşmenin sektörel bazda genele yayılmadığına işaret etmekte ve iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın yavaş gerçekleşeceği öngörüsü ile uyum arz etmektedir.

2009 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetlerdeki ılımlı toparlanma sürecinin devam ettiğine işaret etmektedir. Temmuz-Ağustos döneminde yıllık yüzde 7,7 oranında gerileyen sanayi üretimi mevsimsellikten arındırılmış verilerle ikinci çeyrek ortalamasına göre yüzde 1,3 oranında artış göstermiştir. Eylül ayına ilişkin kapasite kullanım oranı verileri üretimdeki artış eğiliminin sürdüğüne işaret etmekle birlikte son dönem gelişmeleri güçlü büyüme dönemlerine kıyasla üretimde hâlâ zayıf bir eğilime işaret etmektedir. Üretim düzeyindeki ve toparlanma hızındaki mevcut seyir, ekonomideki çıktı açığının kapanmasının uzun bir süre alacağı öngörüsüne temel oluşturmaktadır (Grafik 4.3.1).

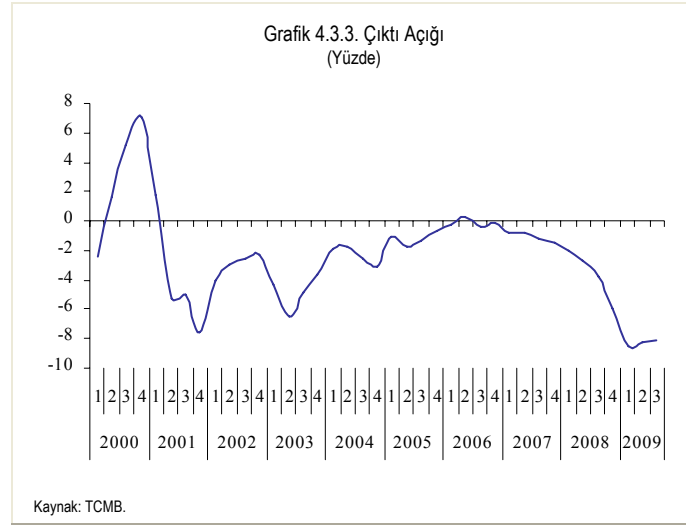


Stok hareketlerindeki son dönem eğilimleri, talep belirsizliğinin üretim faaliyetlerini sınırlayıcı etkisine işaret ederken, çıktı açığındaki toparlanmanın oldukça yavaş oluşunu desteklemektedir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin üretim ve talep göstergeleri stok eritme sürecinin giderek yavaşlamakta olduğu bir görünüm sunmaktadır. Nitekim, TCMB İYA mamul mal stok miktarı yılın üçüncü çeyreğinde düşüş eğilimini sürdürmüştür. Bu çerçevede, stok değişimi kaleminin yıllık büyümeye olumsuz, dönemlik büyümeye ise olumlu katkısını üçüncü çeyrekte de sürdürdüğü tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.2).



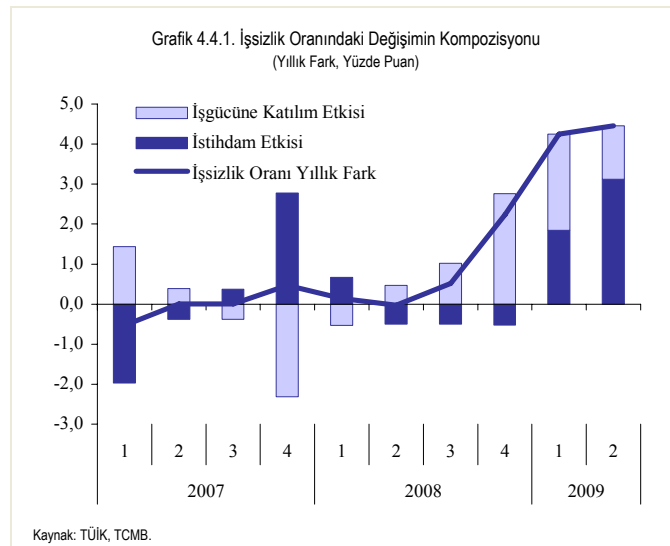
Özetle, son dönemde açıklanan veriler 2009 yılı üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetlerdeki yavaş ve kademeli toparlanma eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. Anılan dönemde mali tedbirlerin yurt içi talep üzerindeki etkisi azalırken, dış talep görünümünde görece bir iyileşme gözlenmiştir. Bu çerçevede, üçüncü çeyrekte GSYİH dönemlik artış oranının ikinci çeyreğe kıyasla oldukça sınırlı olacağı, buna karşılık yıllık bazdaki daralma eğilimini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Bu görünüm dahilinde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının süreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.3).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 2009 yılı ve sonrasında dair çıktı açığı tahminleri Rapor'un son bölümünde yer almaktadır.



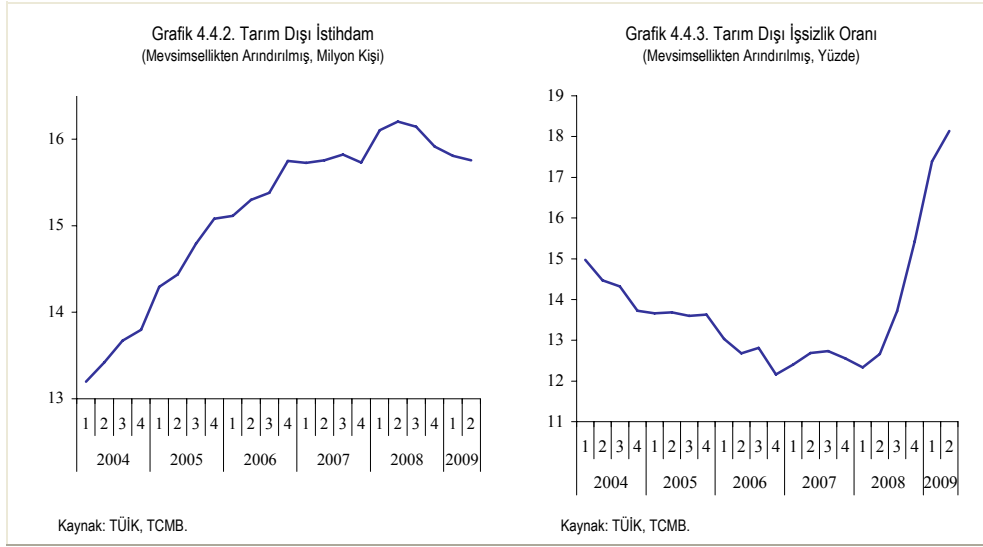
#### 4.4. İş Gücü Piyasası

2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren iş gücü piyasasında süregelen olumsuz seyir 2009 yılı ikinci çeyreğinde kötüleşerek devam etmiş, mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranları artış eğilimini sürdürmüştür. Toplam işsizlik oranı ikinci çeyrekte yıllık bazda 4,5 puan yükselerek yüzde 13,6 oranında gerçekleşmiştir. İşsizlik oranındaki yıllık artışın 3,1 puanı istihdamdaki gerilemeden, 1,4 puanı ise iş gücüne katılım oranındaki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 4.4.1).

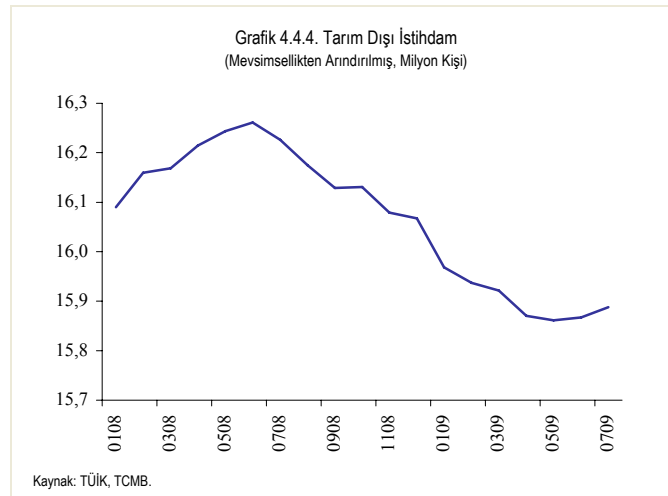


2009 yılı ikinci çeyreğinde istihdamdaki aşağı yönlü ana eğilim devam etmiştir. Anılan dönemde tarım dışı istihdam yıllık yüzde 2,8 oranında gerilerken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle düşüş eğilimi yavaşlayarak da

olsa sürmüştür (Grafik 4.4.2). İstihdam kayıplarının yanı sıra iş gücüne katılım oranındaki hızlı artışın da etkisiyle tarım dışı işsizlik oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 5,5 puan artış kaydederek yüzde 17'ye yükselmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle ikinci çeyrekte dönemlik bazda 0,7 puan yükselen tarım dışı işsizlik oranı, küresel krizin iş gücü piyasasına olumsuz yansımalarının belirginleştiği 2008 yılının son çeyreğinden itibaren birikimli olarak 4,4 puan artış göstermiştir (Grafik 4.4.3).

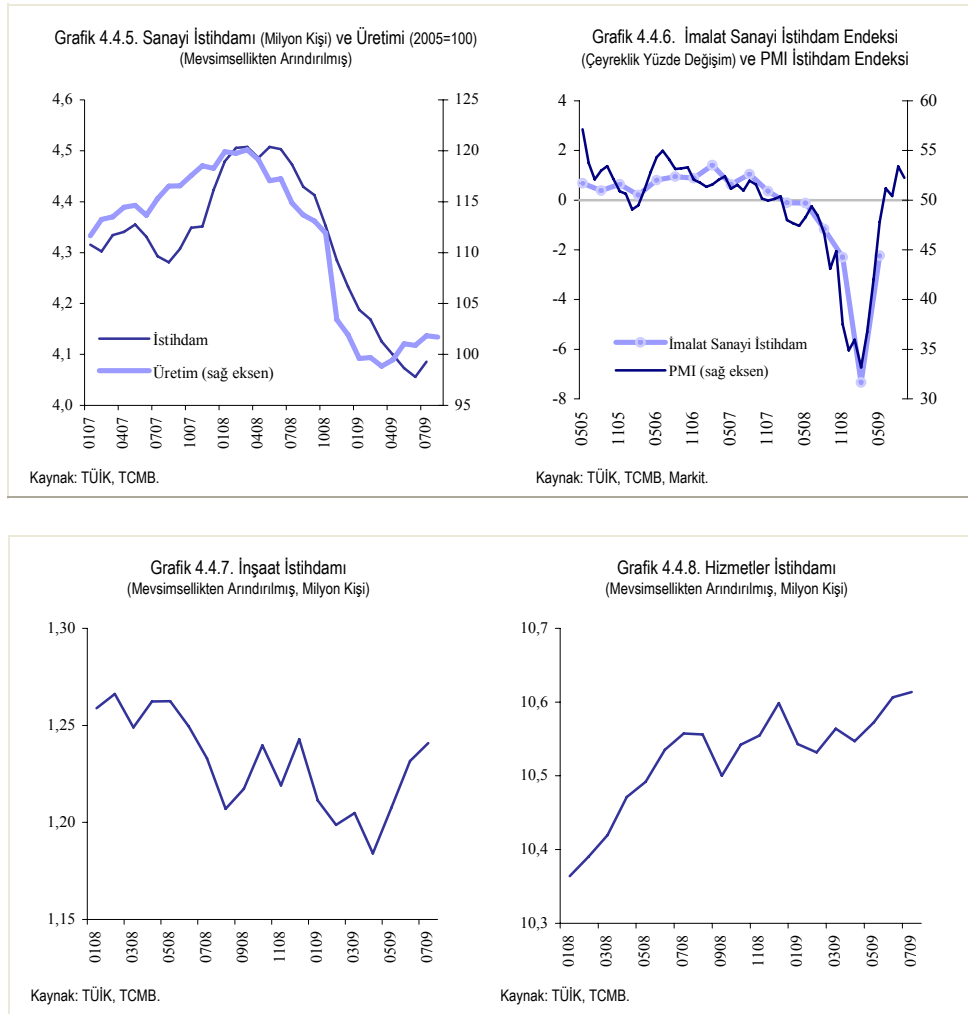


Haziran-Ağustos dönemine ilişkin veriler üçüncü çeyrekte tarım dışı istihdamdaki daralma eğiliminin sona erdiği yönünde sinyal vermektedir. Söz konusu dönemde yıllık yüzde 1,9 oranında daralan tarım dışı istihdam, mevsimsellikten arındırılmış verilerle 2008 yılı ikinci çeyreğinden bu yana ilk defa artış göstermiştir (Grafik 4.4.4).



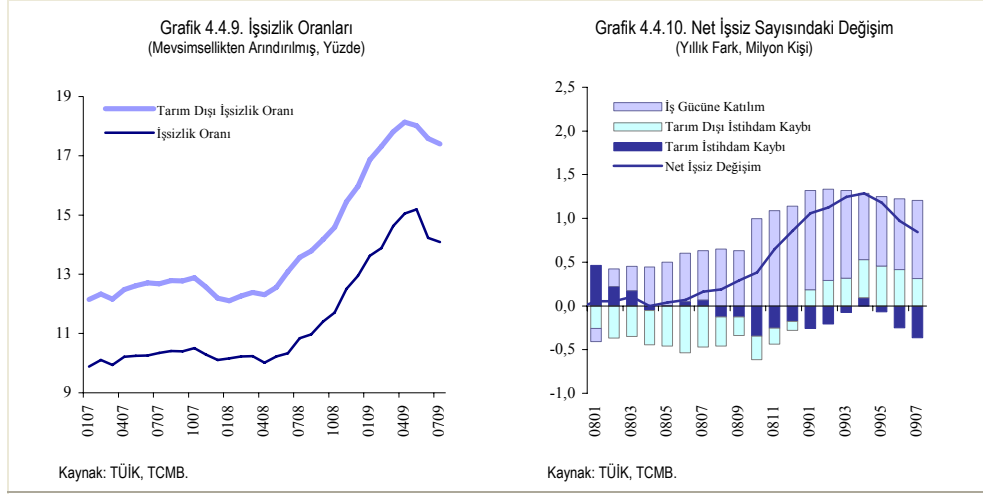


Mayıs ayından itibaren hizmetler ve inşaat sektörleri istihdamındaki artış doğrultusunda tarım dışı istihdamdaki düşüş eğilimi son bulurken, yakın dönemde sanayi istihdamında gözlenen yükseliş tarım dışı istihdam artışında belirleyici olmuştur. Öncü göstergeler bu eğilimin yılın son çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.4.5 - 4.4.6). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle inşaat ve hizmetler sektörü istihdamı kriz öncesi seviyelerine ulaşırken, dış talepteki zayıf seyre paralel olarak sanayi istihdamının hâlâ düşük düzeyini koruduğu görülmektedir (Grafik 4.4.7 - 4.4.8).

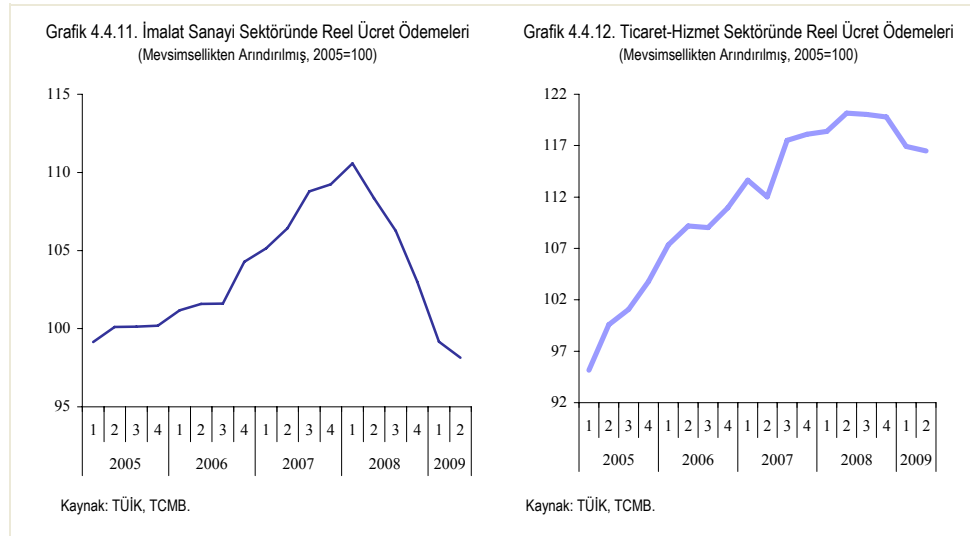


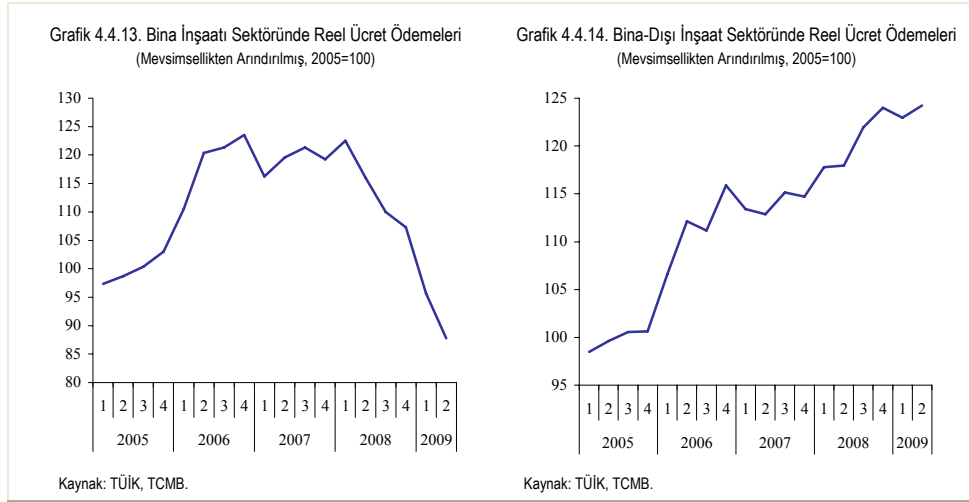
Son dönemde istihdam koşullarında gözlenen iyileşmeye paralel olarak işsizlik oranlarındaki artış eğilimi de tersine dönmüştür. Haziran-Ağustos döneminde işsizlik oranları yıllık bazda artarken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle ikinci çeyreğe kıyasla gerilemiştir. Tarım dışı iş gücüne katılımdaki yükselişin durması, tarım dışı istihdamdaki düşüş eğiliminin tersine dönmesi ve

tarım istihdamındaki artış, iş gücü piyasasında gözlenen iyileşmenin temel göstergeleri olmuştur (Grafik 4.4.9 - 4.4.10).

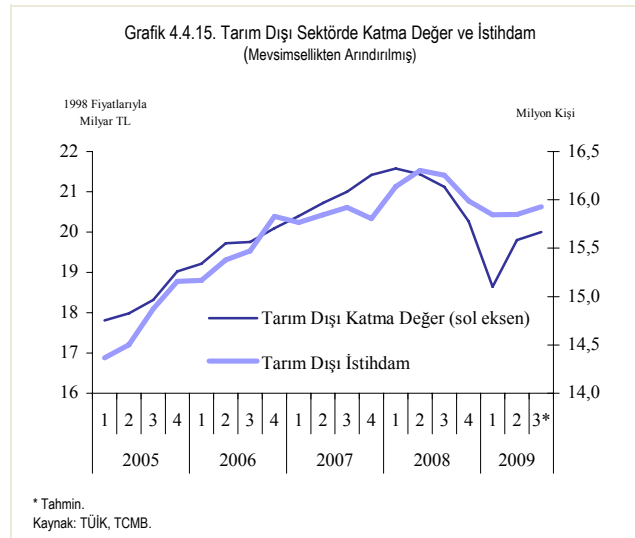


Yılın ikinci çeyreğinde, iş gücü piyasasındaki olumsuzluklar ekonomi genelinde toplam ücret gelirleri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaya devam etmiştir. Söz konusu dönemde istihdam kayıplarının azalmasıyla birlikte toplam reel ücret ödemelerinin dönemlik bazdaki düşüşü yavaşlamıştır. Bu eğilim imalat sanayi ve ticaret-hizmet sektöründe belirgin olarak gözlenirken, bina inşaatı sektöründeki reel ücret gelirleri hızla gerilemeyi sürdürmüştür. Bina-dışı inşaat sektöründe ise reel ücret ödemeleri nispeten yatay bir seyir izlemeye devam etmiştir (Grafik 4.4.11 ve 4.4.14).





İstihdamın önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir iktisadi faaliyetteki toparlanmanın hız ve zamanlamasına bağlı olarak değişebilecektir. Yukarıda özetlenen yakın dönem görünümü dahilinde tarım dışı sektörde iktisadi faaliyet düzeyinin yılın üçüncü çeyreğinde artmaya devam edeceği, tarım dışı istihdamın ise toparlanmaya başlayacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.4.15).



Özetle, küresel büyüme eğilimindeki zayıf seyre paralel olarak iktisadi faaliyet yavaş ve kademeli bir toparlanma eğilimi sergilerken, kapasite kullanım oranları ve kişi başına çalışılan saat göstergeleri ekonomideki kaynak kullanımının düşük düzeylerde seyrettiğine işaret etmektedir. Atıl kapasitenin yatırım ve istihdam imkânlarını sınırlamaya devam edeceği öngörüsü altında yakın dönemde iş gücü piyasasında güçlü bir iyileşme beklenmemekte ve işsizlik oranlarının uzunca bir dönem yüksek düzeylerini koruyacağı tahmin

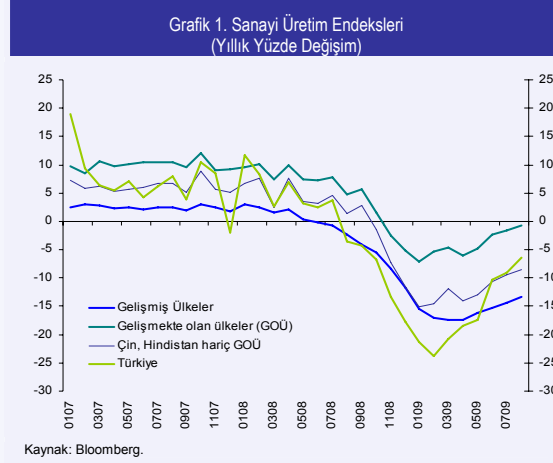
edilmektedir. Bu çerçevede birim iş gücü maliyeti ve yurt içi talebe ilişkin görünümün enflasyona düşüş yönünde verdiği desteği sürdürmesi beklenmektedir.

Kutu  
4.1

## FİNANSAL STRES VE İKTİSADİ FAALİYET

Yılın üçüncü çeyreğinde, finansal sisteme ve küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler, küresel ekonominin, İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana karşılaşmış olduğu en sert durgunluktan çıkma eğilimine girdiğini göstermiştir (Grafik 1). Ancak, gerek öncü göstergelerdeki iyileşmenin yavaş ve kademeli olması, gerekse istihdam koşullarındaki ve kredi piyasalarındaki olumsuz seyrin devamı, küresel iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin henüz tam olarak ortadan kalkmadığına işaret etmektedir.

Bu dönemde, krizin yoğun dönemlerinin geride kalmasıyla birlikte, kriz sonrası küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın nasıl bir seyir izleyeceğine odaklanılmıştır. Bu konuda çeşitli görüşler ortaya atılmakla birlikte, son dönemde yayımlanan araştırmalar, finansal piyasalardaki sorunlarla eş zamanlı olarak ortaya çıkan durgunlukların daha derin ve uzun süreli olduğunu göstermektedir.<sup>2</sup> Bu çalışmalara göre, finansal sistemin finansal aracılık işlevini tam olarak yerine getirememesi, durgunluktan çıkışın daha yavaş ve kademeli olmasına yol açmaktadır. Araştırmaların bulgularıyla uyumlu olarak, küresel ekonominin kriz öncesi büyüme oranlarını yakalamasının uzun süre alacağı düşünülmektedir.



<sup>2</sup> Bakınız, Cardarelli, Elekdağ ve Lall, 2009, "Financial Stress, Downturns, and Recoveries," IMF Working Paper 09/100; Terrones, Scott ve Kannan, (2009), *World Economic Outlook* (Nisan); Balakrishnan, Koeva Brooks, Leigh, Tytell ve Abiad, (2009), *World Economic Outlook* (Ekim).

Öte yandan, bu araştırmaların çok büyük bir bölümü gelişmiş ekonomilere ilişkin olup, gelişmekte olan ekonomilerin krizden çıkış süreçlerini konu edinen araştırmalar daha kısıtlı sayıda ve kapsamdadırlar. Bu bağlamda, bu Kutu'da Türkiye ve diğer gelişmekte olan ekonomilere odaklanılarak bu ekonomilerdeki finansal stres ve iktisadi faaliyet arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, kutunun akışında ilk olarak finansal stres ve ölçüm yöntemlerine değinilecek, daha sonra ise TCMB bünyesinde oluşturulan ekonometrik bir model aracılığıyla finansal stres ve iktisadi faaliyet arasındaki tarihsel ilişki incelenecektir.

### Finansal Stres ve Ölçümü

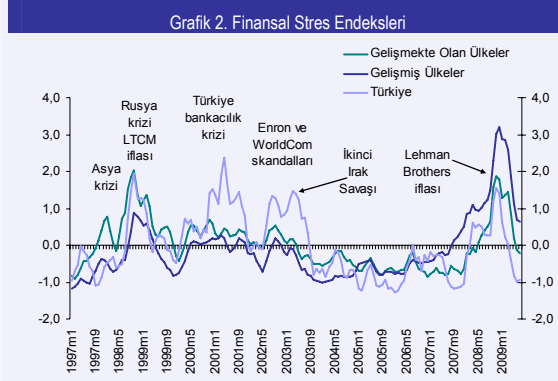
Finansal stres, en genel haliyle, finans piyasalarının ve finansal aracılık faaliyetlerinin sağlıklı biçimde işlemesinin kesintiye uğraması olarak tanımlanabilir. Tarihsel olarak finansal stres dönemleri farklı dinamiklere ve niteliklere sahip olsa da; risk ve belirsizlik algılamalarındaki artış, varlık fiyatlarında ani ve sert hareketler, küresel likiditede daralma ve bunlarla ilintili olarak finansal aracılık faaliyetlerinin etkin biçimde gerçekleştirilememesi geçmiş finansal stres dönemlerinin tümünde gözlenen ortak gelişmeler olmuştur.

Bir ülkenin finansal sisteminin maruz kaldığı baskının birçok alt bileşeni bulunmaktadır. Bu alt bileşenler, finansal piyasalar üzerinde farklı dönemlerde farklı seviyelerde strese neden olabilmekte ve bu seviye ülkeden ülkeye de değişebilmektedir. Bu kapsamda, finans piyasalarının maruz kaldıkları stresin alt bileşenlerini tek bir deyişkende toplayarak dönemler ve ülkeler arası karşılaştırma yapılabilmesine olanak veren birçok bileşik endeks oluşturulmuştur. Bu endekslerden en günceli ise Cardarelli ve diğerleri (2008) tarafından gelişmiş ülkeler için geliştirilen finansal stres endeksidir (FSE). Bu endeksin gelişmekte olan ülkeler için olan versiyonu, Danninger ve diğerleri (2009) tarafından oluşturulmuştur.<sup>3</sup> Gelişmekte olan ülkeler için tasarlanmış FSE, finansal sistemin maruz kaldığı strese kaynak olabilecek beş alt bileşen bir araya getirilerek oluşturulmaktadır. Bu alt bileşenler döviz piyasası, ülke kredi riski, bankacılık sektörü riskliliği, hisse senedi piyasası ve bu piyasaya dair belirsizlik algılamalarıdır.

<sup>3</sup> Lall, Cardarelli, ve Elekdag (2008); *World Economic Outlook* (Ekim); ve Balakrishnan, Danninger, Elekdag, ve Tytell (2009), *World Economic Outlook* (Nisan).

FSE'nin oluşturulmasında, stres alt bileşenlerinin göstergesi olarak, bu bileşenlere dair çeşitli endeks ve değişkenler kullanılmaktadır. Bu kapsamda, döviz piyasası üzerindeki baskının göstergesi olarak Döviz Piyasası Baskı Endeksi FSE'ye dahil edilmiştir. Bu endeks, döviz kuru ve merkez bankası rezervlerindeki değişimleri kapsamakta olup, döviz kurundaki artış veya merkez bankası rezervlerindeki azalış döviz piyasası üzerindeki baskının arttığı anlamına gelmektedir. Finansal sistemde strese neden olabilecek bir diğer alt bileşen olan ülke kredi riski için JP Morgan tarafından oluşturulmuş gelişmekte olan ülke tahvil endeksi (EMBI Global) kullanılmaktadır. Bu endeksteeki artış, finansal sistem üzerinde ülke kredi riskinden kaynaklanan stresin arttığı anlamına gelmektedir. FSE'nin hesaplanmasında, hisse senedi piyasasındaki stresin göstergesi olarak ise bu piyasadaki getirilere yer verilmektedir. Hisse senedi piyasasındaki değer kayıpları, finansal sistem üzerindeki stresi artırıcı etki yapmaktadır. Öte yandan, finans piyasasındaki belirsizlik algılamalarının diğer bir ölçütü olarak, hisse senedi piyasasına ait getiriler için oluşturulmuş modellerden elde edilen, "ima edilen getiri oynaklıkları" kullanılmaktadır. Son olarak, bankacılık sektöründeki stresin göstergesi olarak ise Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model – CAPM) çerçevesinde hesaplanan bankacılık sektörü betası kullanılmıştır. Hisse senedi piyasasında aşağı yönlü hareketin gözlemlendiği dönemlerde bankacılık sektörü betasının 1 değerinin üzerinde gerçekleşmesi (bankacılık sektörü hisselerinin değerinin genel endeksten daha hızlı düşmesi), bankacılık sektörünün görece riskliliğinin arttığı anlamına gelmektedir. Tüm bu alt kalemler, endeksin hesaplanması sırasında bir araya getirilmekte ve tek bir bileşik endeks olan FSE'yi oluşturmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkeler, Türkiye ve gelişmiş ülkeler için hesaplanmış olan FSE'lerinin tarihsel seyri Grafik 2'de gösterilmektedir.<sup>4</sup> Grafikte de görüldüğü gibi, son finansal krize kadar, küresel oynaklık dönemlerinde, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerindeki stres artışı gelişmiş ülkelere göre daha



Kaynak: Balakrishnan, Danninger, Elekdagi, ve Tytell (2009).

fazla olmuştur. Bunun sebebi, geçmiş dönemlerde gelişmekte olan ülkelerin gerek finansal sistemlerinin gerekse reel ekonomilerinin şoklar karşısındaki kırılganlıklarının yüksek seviyelerde bulunmasıdır. Nitekim, son kriz bir yana bırakılacak olursa, geçmiş küresel krizlerin birçoğu gelişmekte olan ülkeler kaynaklıdır. Bu açıdan bakıldığında, son dönemde yaşanan finansal kriz, kökenlerinin gelişmiş ekonomilerde olması dolayısıyla diğer birçok krizden ayrılmaktadır. Bunun sonucunda, finansal kriz sürecinde, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarındaki stres artışı, gelişmiş ülkelere göre daha geç gözlenmeye başlanmış ve görece olarak sınırlı kalmıştır.

Öte yandan, Türkiye için oluşturulmuş FSE, gelişmekte olan ülkeler için oluşturulmuş endekse karşılaştırıldığında, Türkiye'nin finans piyasalarındaki stresin, son finansal krize kadar küresel stres dönemlerinde, gelişmekte olan ülke ortalamalarının üzerinde arttığı görülmektedir. Bu durum, Türkiye'de bankacılık krizinin yaşandığı 2001 yılı ile ikinci Irak Savaşı'nın gerçekleştiği 2003 yılında daha da belirginleşmiştir. Mevcut finansal krizde ise, Türkiye'nin finansal stres endeksi diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Türkiye için oluşturulmuş FSE, gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre daha az artış ve son dönemde daha belirgin bir düşüş göstermiştir. Bu gelişmenin önemli bir sebebi ise, diğer birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin aksine, Türk bankacılık sektörünün risklerinin sınırlı ve sermaye oranlarının yüksek olması, dolayısıyla sağlam bir yapıya sahip olmasıdır. Böylece, birçok ülkenin bankacılık sektöründeki kırılganlıklar, bu ülkelerin finansal sistemleri üzerinde yüksek miktarda baskı oluştururken, Türkiye için bu baskının görece olarak düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir.

<sup>4</sup> Grafikteki endeksler, üç aylık hareketli ortalamaları alındıktan sonra standardize edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, endeksin 2 değerini alması, endeksin uzun dönem ortalamasından 2 standart sapma daha yüksek bir seviyede olduğu anlamına gelmektedir.

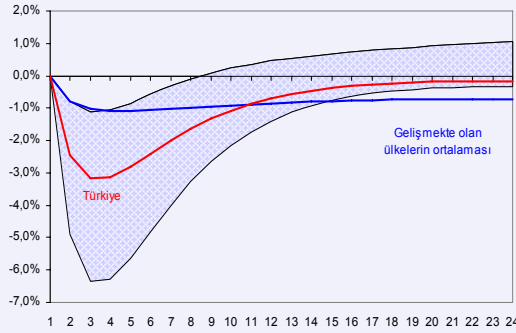


### Türkiye'de Finansal Stresin İktisadi Faaliyetle İlişkisi

Yaşanan küresel kriz, finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunlar ile iktisadi faaliyet arasındaki etkileşimin daha iyi anlaşılması gereksinimini de beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda, bu etkileşimi incelemek amacıyla TCMB bünyesinde ekonometrik bir model geliştirilmiştir. Aylık frekansta veriyi kullanan modelde, finansal piyasaların seyrini göstermesi amacıyla FSE, iktisadi faaliyetin seyri için ise Sanayi Üretim Endeksi (SÜE) girdi olarak kullanılmıştır.<sup>5</sup> Model, Türkiye'nin yanı sıra küresel ekonomiyi de kısmen kapsamaktadır.<sup>6</sup> Böylelikle gerek yurt içi gerekse küresel finans piyasalarında ortaya çıkan şokların Türkiye'deki iktisadi faaliyet üzerine etkilerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Model, 1996 yılının Aralık ayı ile 2009 yılının Nisan ayı arasındaki dönem için tahmin edilmiştir.

İlk olarak, iktisadi faaliyetin finansal stres şokuna tepki süresi ve şiddeti incelenmiştir (Grafik 3).<sup>7</sup> Grafikte de görüldüğü gibi, finansal şokun iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri kısa süre içinde kendini göstermekte, şokun tepe noktasında SÜE'yi ana eğiliminin yüzde 3 altına çekmektedir. Bu noktada

Grafik 3. Sanayi Üretim Endeksinin Finansal Stres Şokuna Tepkisi (Yüzde 95 Belirsizlik Aralığı ile Birlikte)



Kaynak: TCMB.

belirsizlik aralığının çok geniş olduğu ve aralığın alt sınırının yüzde 6'ya yakın olduğu belirtilmelidir. Öte yandan, Türkiye'de finansal şokun iktisadi faaliyeti diğer ülkelere kıyasla daha hızlı etkilediği, ancak etkilerin ortadan kalkmasının da aynı şekilde hızlı olduğu dikkat çekmektedir.<sup>8</sup> Nitekim, Grafik 1'de küresel krizin derinleştiği dönemden sonra Türkiye'de sanayi üretiminin seçilmiş gelişmekte olan ülke grubuna göre aşağı yönlü daha hızlı bir tepki verdiği, ancak sonrasında daha hızlı bir toparlanma sürecine girdiği görülmektedir.

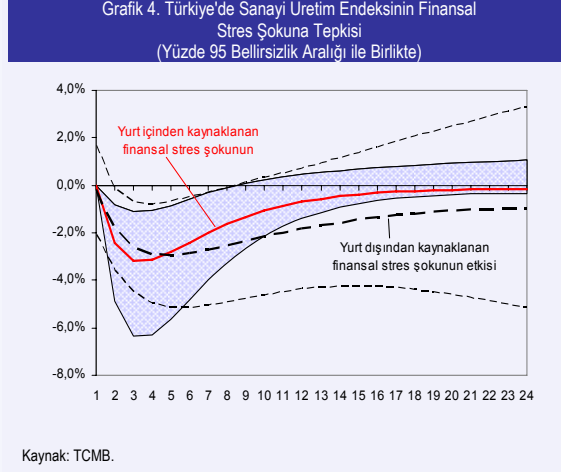
<sup>5</sup> SÜE mevsimsellikten arındırılıp doğrusal eğilimden sapma olarak hesaplanmıştır.

<sup>6</sup> Bakınız, Elekdağ, Samancıoğlu, ve Sarıkaya, "Financial Stress and Economic Downturns in Emerging Markets," TCMB Çalışma Tebliği, yayın aşamasında.

<sup>7</sup> Bu simülasyonda verilen bir aylık şok, 2,5 standart sapmaya denk gelmektedir.

<sup>8</sup> Veri kısıtı nedeniyle, gelişmekte olan ülkeler örneklemini olarak Arjantin, Brezilya, Güney Afrika, Kore, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Tayvan ve Şili alınmıştır.

İkinci olarak, Grafik 4'te Türkiye'de SÜE'nin yurt dışı ve yurt içi kaynaklı finansal şoklara verdiği tepkiler ayrı ayrı incelenmektedir. Grafikte de görüldüğü gibi, dış kaynaklı finansal şokların iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri daha uzun süreli olmaktadır. Burada vurgulanması gereken husus, simülasyonda finansal şokun



sadece bir ay sürdüğünün varsayıldığıdır. Finansal şokun son kriz sürecinde olduğu gibi daha uzun sürmesi, şokun birikimli etkilerinin artmasına ve iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin daha derin ve uzun süreli olmasına yol açacaktır.

Sonuç olarak, ekonometrik modele dayalı simülasyonlar, yaşanan küresel finans krizinin boyutu ve niteliği göz önüne alındığında, iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerin uzun süreli olacağını göstermektedir. Bu doğrultuda, Rapor'da orta vadeli tahminler üretilirken iktisadi faaliyetin yavaş ve kademeli olarak toparlandığı bir çerçeve esas alınmıştır.



## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Finansal Piyasalar

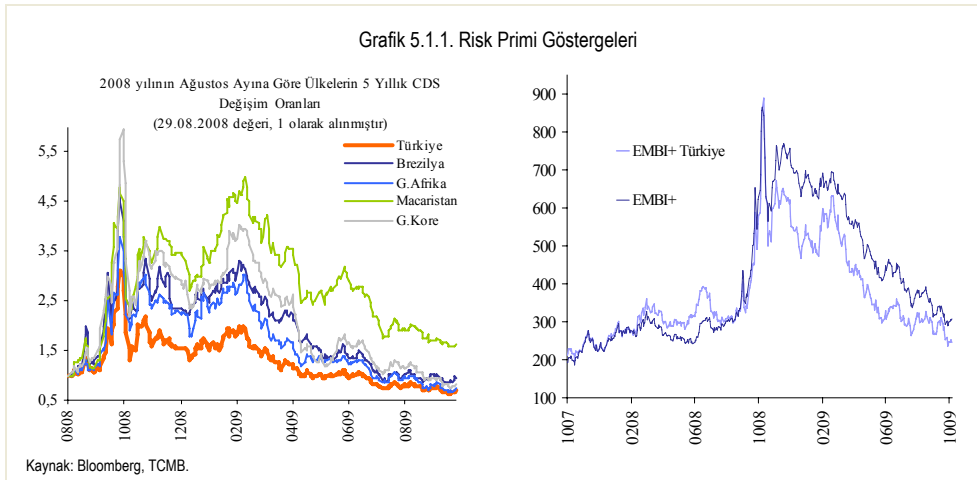
Gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasalarda başlayıp 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren derinleşerek küresel sistemin tamamına yayılan krizin finansal piyasalar üzerindeki etkileri 2009 yılının üçüncü çeyreğinde azalarak sürmüştür. Bu dönemde, finansal sisteme ve küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler, küresel ekonominin, kamu otoritelerinin kriz sürecinde uygulamaya koydukları mali önlemlerin de katkısıyla, toparlanma eğilimine girdiğini göstermiştir. Bu durum, finansal piyasalarda yılın ikinci çeyreğinde başlayan temkinli iyimserliğin devamını sağlamıştır. Finansal piyasalarda gözlenen bu iyimserliğe karşın, küresel ekonomiye dair öncü göstergelerdeki iyileşmenin yavaş ve istikrarsız olması, kriz sonrası toparlanma sürecinin yavaş ve kademeli olacağına işaret etmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde küresel finansal sistemin kırılganlığına dair endişeler azalmış olsa da, finansal kuruluşların bilançolarında ortaya çıkan zararın boyutu, sermaye artırımı gereksinimleri ve zararın kaynağı olan sorunlu varlıkların henüz tam olarak tasfiye edilememiş olması, bankaların krediye ayrılabilir kaynaklarını kısıtlamaya devam etmektedir. Öte yandan, yüksek işsizlik oranlarıyla bağlantılı olarak kredi riski algılamalarının halen yüksek seviyelerde seyrediyor olması, bankaların kredi verme iştahını olumsuz etkilemekte ve finansal koşullardaki sıkılığın ortadan kalkmasının önünde engel oluşturmaktadır.

Finansal kriz, finansal kuruluşların yanı sıra, gelişmiş ülkelerde hane halkının varlıklarının da çok büyük değer kaybına maruz kalmasına yol açmıştır. Bu durum, geleceğe ilişkin belirsizlik algılamaları ile birleşerek ihtiyati tasarruf eğilimini artırmakta ve gelişmiş ülkelerde tüketim harcamaları üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmaktadır. Diğer taraftan, bu ülkelerdeki düşük kapasite kullanım oranları, yatırım eğiliminin de düşük seviyelerde seyretmesine sebep olmaktadır. Tüm bu etkenler, küresel ekonominin, kriz öncesindeki yüksek oranlı büyüme patikasını yakın dönemde yakalama ihtimalini azaltmaktadır.

Öte yandan, gelişmiş ekonomilerle kıyaslandığında, gelişmekte olan ekonomilerin daha hızlı bir toparlanma eğilimine girdikleri, yılın üçüncü çeyreğinde açıklanan verilerle teyid edilmiştir. Bununla birlikte, dış talebin zayıf seyrini sürdürüyor olması ve iktisadi faaliyetteki toparlanma için gerekli finansmana dair kısıtlar, bu ülkelerdeki toparlanma sürecinin hızı üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.

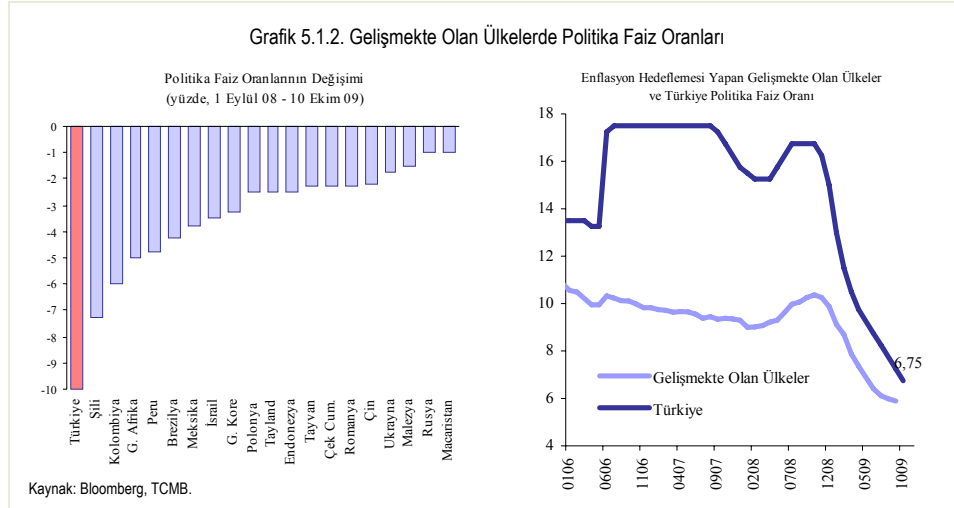
Küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olması beklense de, yılın üçüncü çeyreğinde krizin geride kaldığına ilişkin algılamaların güçlenmesi, küresel finansal piyasalardaki iyimserliği artırarak riskli varlıklara yönelme eğiliminin sürmesine yol açmıştır. Bunun sonucunda, ikinci çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de gelişmekte olan ülkelere portföy hareketleri kanalıyla sermaye girişleri gözlenmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülke para birimleri değer kazanmış, bu ülkelerin borsalarında gelişmiş ülke borsalarının üzerinde yükselişler gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki düşüş eğilimi devam etmiş ve birçok ülkenin risk primi kriz öncesi seviyelerinin de altına inmiştir (Grafik 5.1.1).



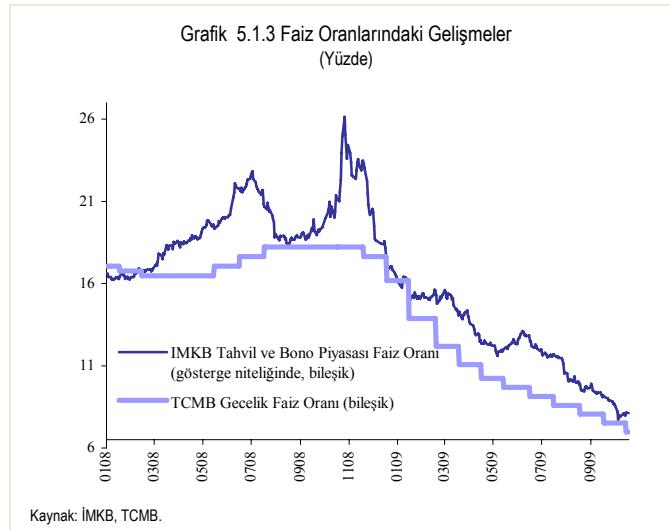
Finansal kriz, düşük riskli oldukları varsayılan gelişmiş ekonomilerin ve finansal piyasaların kırılmalıklarını ortaya çıkarmış; diğer taraftan, kriz öncesinde yüksek riskli addedilen birçok gelişmekte olan ekonominin ise sanıldığı ölçüde riskli olmadığını göstermiştir. Bu durumun, yüksek büyüme potansiyeline ve sağlam iktisadi temellere sahip birçok gelişmekte olan ekonominin küresel risklilik derecesini olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir. Bunun sonucunda, bu ülkelerin küresel finans piyasalarındaki ağırlıkları artabilecek ve küresel sermayeye ulaşmaları kolaylaşabilecektir.

Türkiye, bu ülkeler arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notuna ilişkin olumlu açıklamaları ve kriz sürecinin genelinde olduğu gibi, yılın üçüncü çeyreğinde de Türkiye'nin risk priminin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük seviyelerde seyretmeye devam ediyor olması Türkiye'nin azalan riskliliğinin göstergesidir (Grafik 5.1.1).

Türkiye, kriz sürecinde bankacılık sisteminin sağlam yapısı ve risk primindeki görece sınırlı bozulmayla diğer birçok gelişmekte olan ülkeden ayrılmıştır. Bu durumun kendisine sağladığı geniş para politikası uygulama alanının farkındalığıyla hareket eden TCMB, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini hafifletmek amacıyla politika faizlerinde süratli bir şekilde indirimlere gitmiş ve bu konuda gelişmekte olan ülkeler arasında öncü bir rol üstlenmiştir. Bu kapsamda, toplam talep koşullarının zayıf seyrini, kredi koşullarında süregelen sıkılığı ve enflasyon görünümündeki iyileşmeyi dikkate alan TCMB, 2008 yılının Kasım ayında başladığı faiz indirimlerine 2009 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiş ve Ekim ayı itibarıyla toplam faiz indirimi 1000 baz puana ulaşmıştır (Grafik 5.1.2). Süreç içinde gerek iktisadi faaliyete ve enflasyona dair açıklanan veriler, gerekse risk primi göstergelerinin seyri TCMB'nin aldığı kararların doğruluğunu teyid etmiştir.

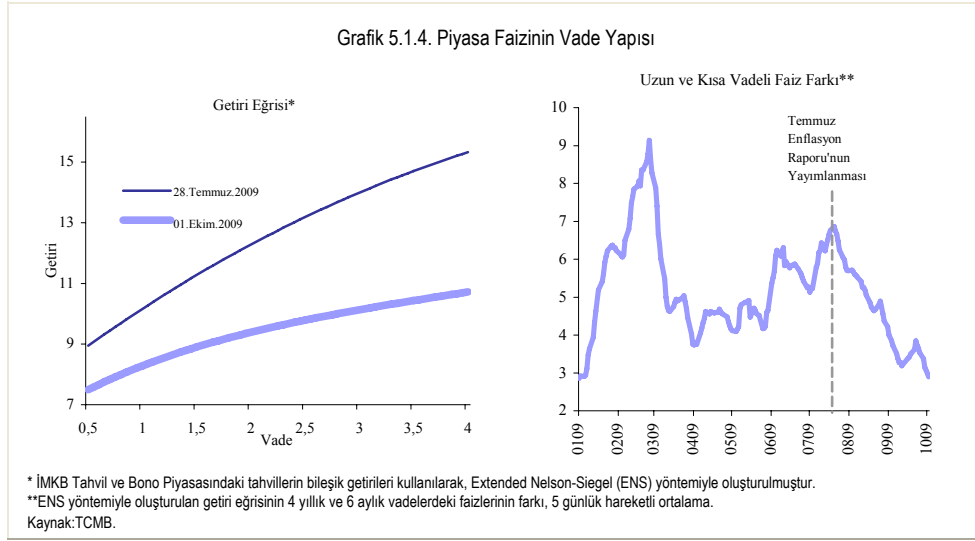


Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB'nin faiz indirimlerinin ve risk primindeki iyileşmenin etkisiyle piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğilimi devam etmiştir. Bu dönemde enflasyona ve iktisadi faaliyetin seyrine dair açıklanan verilerin politika faizlerindeki indirim sürecinin gerekliliğini teyid etmesi, politika faizlerinin piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliğini artırmıştır. Gerçekleştirilen faiz indirimlerinin yanı sıra, TCMB'nin etkin iletişim politikası ve beklenti yönetimi de faizlerdeki düşüşte etkili olmuştur. Özellikle, Temmuz ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda para politikasına dair orta vadeli somut bir perspektif sunulması piyasa faizlerindeki düşüşü hızlandıran bir gelişme olmuştur. Etkin iletişimin yanı sıra, risk algulamalarında üçüncü çeyrekte gözlenen iyileşme ve Eylül ayında açıklanan OVP'nin tutarlı ve gerçekçi olduğuna dair piyasada oluşan algulamalar da faizlerdeki aşağı yönlü eğilime katkıda bulunmuştur (Grafik 5.1.3).



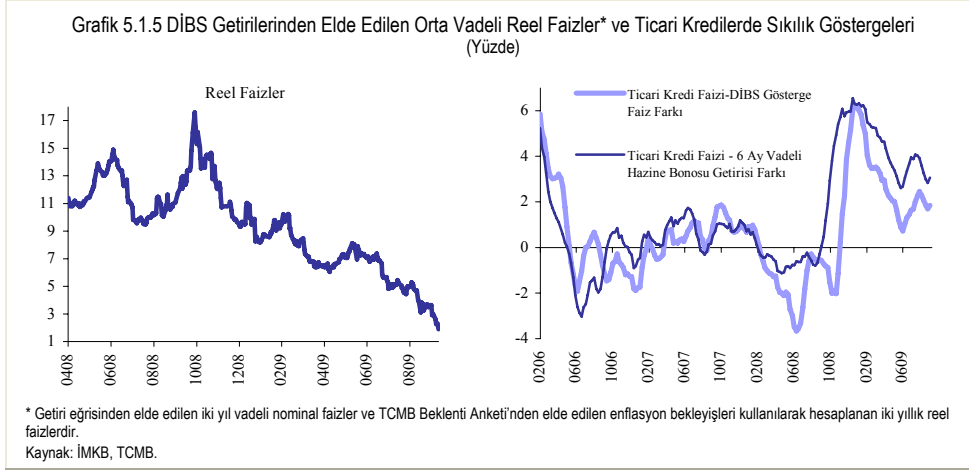
Piyasa faizlerindeki düşüş her vadede gözlenmektedir. Nitekim, 1 Ekim 2009 tarihinde Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasında oluşan faizlerin, 28 Temmuz 2009 tarihinde oluşan faizlerin her vadede altında gerçekleştiği görülmektedir. Uzun vadeli getirilerdeki düşüşün, daha kısa vadeli getirilere kıyasla daha belirgin olduğu ve getiri eğrisinin yataylaştığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.4). Getiri eğrisindeki bu değişimde TCMB'nin, bir önceki Enflasyon Raporu'nda, para politikasının geleceğine dair verdiği somut perspektif etkili olmuştur. TCMB, Temmuz Enflasyon Raporu'nda, mali disiplinin tekrar tesis edildiği takdirde, tahmin ufku boyunca politika faizlerinin tek haneli oranlarda kalabileceğini belirtmiştir. Bu açıklamayla birlikte, uzun vadeli getirilerle kısa vadeli getiriler arasındaki fark kapanma eğilimine

girmiştir. İlerleyen dönemlerde, enflasyona ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin TCMB'nin öngörülerini desteklemesiyle, politika faizinin gelecekte izleyeceği patikaya dair piyasa beklentileri TCMB'nin verdiği perspektife yakınsamış ve getiri eğrisinin yataylaşma eğilimi güç kazanmıştır. Getiri eğrisinin şeklindeki bu değişim, TCMB'nin uyguladığı para politikasının beklentiler ve aktarım mekanizmaları üzerindeki artan etkinliğinin bir göstergesidir.

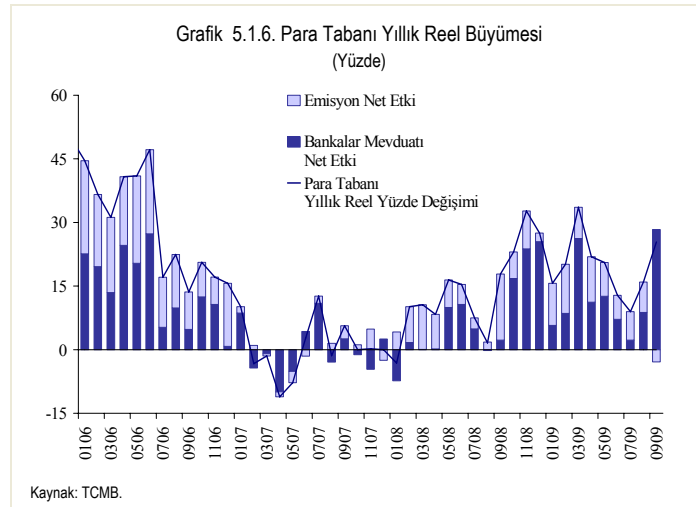


Piyasa faizlerindeki aşağı yönlü eğilim, orta vadeli reel faizlere de yansımış ve piyasa faizlerinin reel seviyesi ikinci çeyreğe göre azalarak tarihsel olarak en düşük düzeylerinde seyretmeye devam etmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşmesi, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir değişim olmakla birlikte, Türkiye ekonomisinde daha önce gözlenmemiş bir durumdur. Bu anlamda, reel faizlerin mevcut düzeyi, para politikasının etkinliği bakımından olumlu bir göstergedir. Ancak, kredi riski algılamaları halen makul seviyelerin üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Bu durum, kredi koşullarındaki sıkılığın azalarak sürmesine, piyasa faizlerindeki düşüşün iktisadi faaliyet üzerindeki etkisinin sınırlı kalmasına yol açmaktadır. Öte yandan, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre azalan kredi riski algılamalarının ve asıl olarak Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin etkisiyle, finansal koşullardaki sıkılığın azalma eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Bu iyileşmeye karşın, finansal sıkılık göstergeleri halen kriz öncesi dönemdeki seviyelerinin üzerinde seyretmektedir (Grafik 5.1.5).

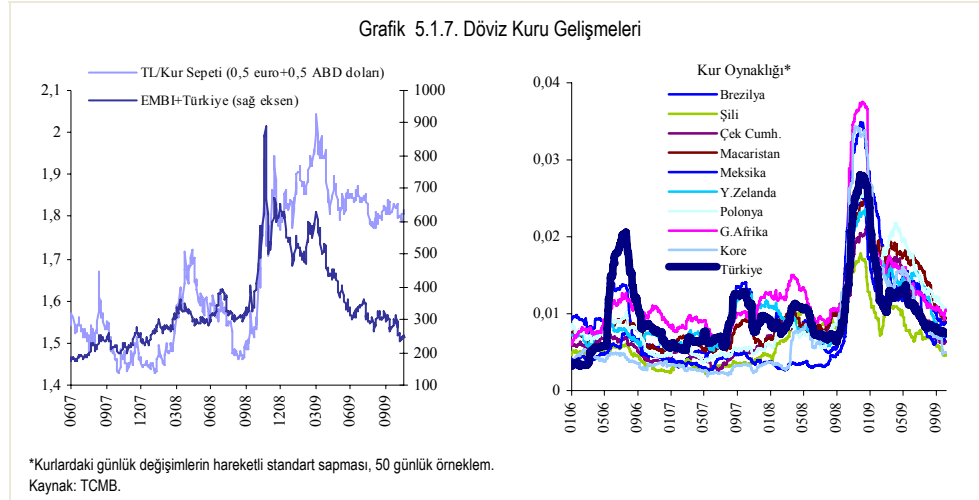




Üçüncü çeyrekte, finansal piyasalarda oluşan iyimser havanın devamına rağmen, iktisadi birimlerin yatırım eğilimlerinin temel belirleyicilerinden olan belirsizlik algılamaları henüz kriz öncesi seviyesine inebilmiş değildir. Bunun sonucunda, iktisadi birimlerin görece olarak risksiz varlıklarda kalma ve nakit tutma eğilimi azalarak sürmüştür. Öte yandan, Eylül ayında, emisyon, bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak azalırken, para tabanında belirgin bir reel artış gözlenmiştir. Bu durumun ortaya çıkmasında, krizin başladığı 2008 yılının Eylül ayında hane halkının ve finansal kuruluşların risksiz varlıklara geçme eğiliminin yüksek seviyelerde seyretmesi etkili olmuştur. Ayrıca, geçen yıl Ramazan Bayramının Eylül ayının sonuna denk gelmiş olması da emisyon talebini artırmış, bunun sonucunda, baz etkisiyle 2009 yılının Eylül ayında emisyonun reel olarak daralmasına katkıda bulunmuştur. Tüm bunların sonucunda, iktisadi faaliyetin zayıf seyrine rağmen, para tabanındaki yıllık reel büyüme devam etmiştir (Grafik 5.1.6).



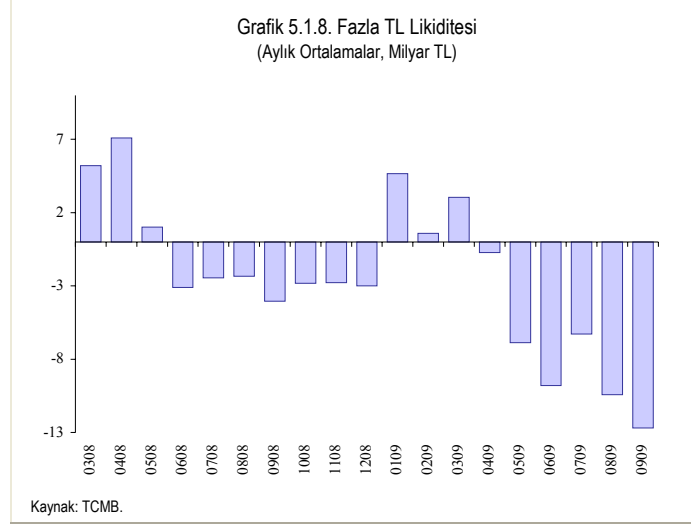
Küresel risk algılamalarında gözlenen iyileşme, gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazanmasına neden olmaktadır. Yılım üçüncü çeyreğinde, Türk lirası, değer değişimleri bakımından, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden belirgin bir biçimde ayrılmamıştır. Tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirasının kriz sonrası dönemde gözlenen oynaklığındaki görece düşüklük, krizin en yoğun olduğu dönemleri takiben ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin etkinlik kazanmaya başladığı 2009 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.7). Önceki dönemlerde olduğu gibi, bu çeyrekte de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının politika faizi kararlarının bu ülkelerin para birimleri üzerindeki kısa vadedeki etkisi sınırlı kalmış, para birimlerinin değerlerinin temel belirleyicisi küresel risk algılamaları olmuştur.



Bu dönemde, genel stratejisi çerçevesinde güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmayı amaçlayan TCMB, küresel likidite sorunlarının hafiflemesiyle ve döviz piyasalarının tekrar istikrara kavuşmasıyla, 2008 yılının Ekim ayında ara verdiği döviz alım ihalelerine 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren tekrar başlamıştır. Bu kapsamda, 9 Ekim itibarıyla piyasadan toplam 2,13 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 3,17 milyar TL likidite sağlanmıştır.

Merkez Bankası'nın döviz alım ihaleleri vasıtasıyla piyasaya verdiği likiditeye karşın, 2009 yılının ikinci çeyreğinde gecelik piyasada gözlenen likidite açığı üçüncü çeyrekte de artarak devam etmiştir (Grafik 5.1.8). Bu dönemde piyasanın likidite açığının sürmesinde temel etken Hazine'nin iftasından daha fazla borçlanarak TCMB nezdindeki hesap bakiyesini artırması

olmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB, likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir haftalık ve üç aylık repo ihaleleri ile sağlamıştır.

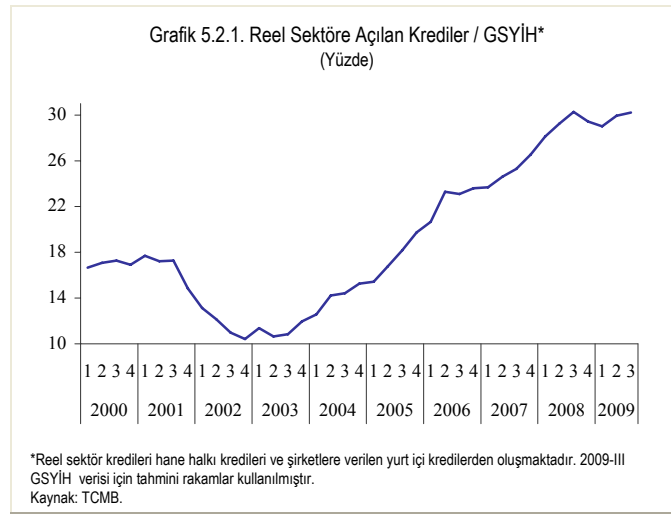


Krizin finansal piyasalar ve iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla son bir yıl içinde aldığı önlemlere ek olarak, TCMB, 16 Ekim tarihinde, yüzde 6 olan Türk lirası zorunlu karşılık oranını 1 puan azaltarak yüzde 5 düzeyine indirmiştir. Yapılan bu indirimle bankacılık sistemine yaklaşık 3,3 milyar TL kalıcı likidite sağlanmıştır. Türk lirası zorunlu karşılık oranlarındaki bu indirimin kredi koşullarındaki sıkılığın azalmasına katkıda bulunacağı ve TL cinsi kredilerdeki artışı destekleyeceği düşünülmektedir. İlerleyen dönemlerde gerek görüldüğü takdirde, likidite koşullarını iyileştirmek ve kredi piyasasının etkin biçimde çalışmasına katkıda bulunmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarında her iki yönde de değişikliğe gidilebilecek, ayrıca piyasalarda dalgalanma yaratmayacak şekilde aşamalı olarak DİBS alım işlemlerinin gerçekleştirilmesi de değerlendirilebilecektir.

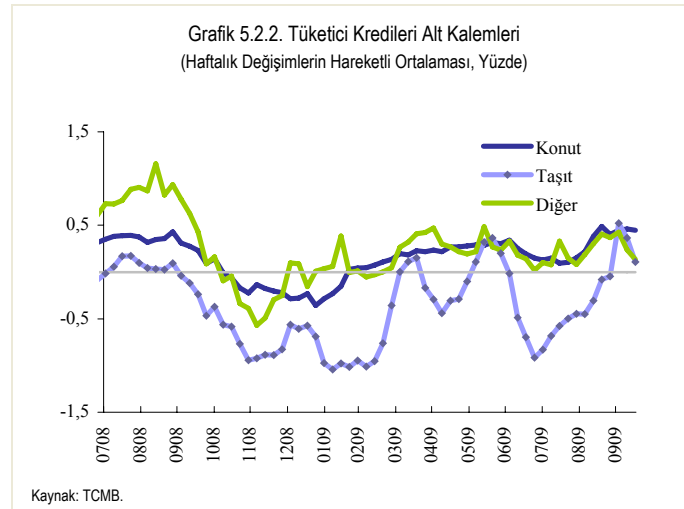
Sonuç olarak, yılın üçüncü çeyreği itibarıyla faiz indirimlerinin para ve kredi piyasaları üzerinde etkili olmaya devam ettiği ve finansal koşullardaki sıkılığın hafiflemeye başladığı görülmektedir. TCMB'nin aldığı para politikası önlemlerinin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin orta vadede daha belirgin biçimde görüleceği düşünülmektedir. Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmakla birlikte, Merkez Bankası küresel krizin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini sınırlamak ve ekonominin krizden çıkış sürecine katkıda bulunmak için üzerine düşen tedbirleri almaya devam edecektir.

## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

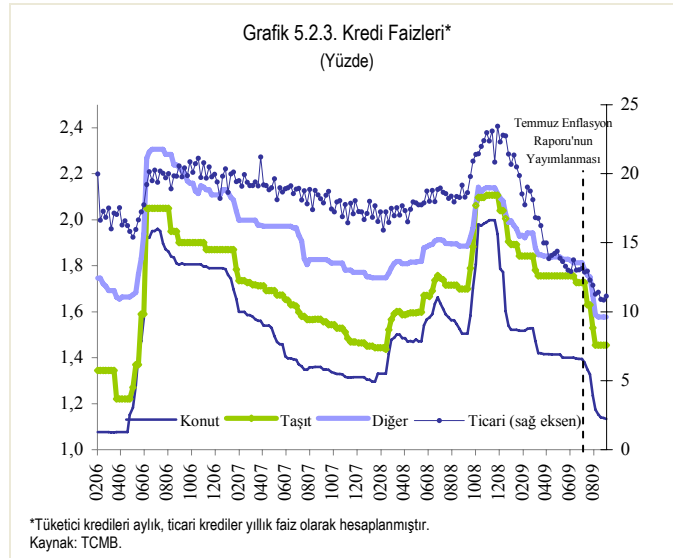
Reel sektöre açılan kredilerin GSYİH'ye oranında 2009 yılının ikinci çeyreğinde gözlenen sınırlı artış yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. (Grafik 5.2.1). Söz konusu artış temelde tüketici kredilerinden kaynaklanırken, şirketler kesiminin kullandığı krediler üçüncü çeyrekte de kayda değer bir değişim göstermemiştir. Şirketler kesimi, yurt dışından net kaynak kullanımı açısından ise ikinci çeyrekte sonra üçüncü çeyreğin ilk iki ayı itibarıyla da net geri ödeyici konumunda olmuştur.



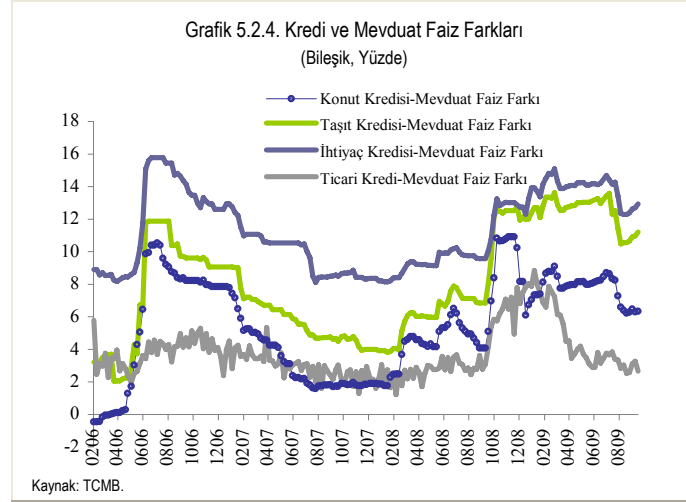
Tüketici kredileri Temmuz ve Ağustos aylarında zayıf seyrini sürdürürken, Eylül ayında tüm alt kalemler itibarıyla kayda değer bir hareketlenme gözlenmiştir. Ancak, ÖTV indirimlerinin sona erdiği Eylül ayı sonundan itibaren taşıt kredileri ve diğer kredilerdeki artış tekrar gerilerken, konut kredilerindeki toparlanma devam etmiştir (Grafik 5.2.2).



Yılın üçüncü çeyreğinde tüm tüketici ve ticari kredi faizleri güçlü bir düşüş eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.2.3). İkinci çeyreğin aksine yılın üçüncü çeyreğinde tüketici kredisi faizlerindeki azalma ticari kredi faiz oranlarına göre daha belirgin olmuştur. Bu gelişmede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda, kısa vadeli faizlerin uzun süre düşük düzeylerde seyredeceğine işaret eden para politikası perspektifinin etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, Temmuz Enflasyon Raporu dönemini takiben kredi faizlerindeki düşüş eğiliminin güçlendiği görülmektedir (Grafik 5.2.3). İkinci çeyreğin sonunda başlanan 3 aylık repo ihalelerinin de kredi piyasasındaki sıkışıklığın kısmen de olsa giderilmesine katkıda bulunduğu düşünülmektedir.



Üçüncü çeyrekte, kredi ile mevduat faizi arasındaki farkın tüm kredi türleri için daralması, kredi koşullarındaki sıkılığın azalma eğiliminde olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5.2.4). Tahsili gecikmiş alacaklarda olumsuz gelişmelere rağmen kredilerdeki sıkılığın azalma eğilimi göstermesi, bankacılık kesiminin genel risk algulamalarının iyileşmekte olduğunu ima etmektedir.



Sonuç olarak, 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürülen faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin desteği ile kredi piyasasında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır. Yılın son çeyreğine girildiğinde alınan parasal ve mali tedbirlerin yardımı ile yavaş olmakla birlikte iyileşen ekonomik ortamın beklentileri olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Kredi koşullarındaki gelişmelerin önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecine destek vermeye devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, yatırım iştahının zayıf seyretmesi ve istihdam koşullarında belirgin bir iyileşme gözlenmemesi kredilerdeki toparlanmanın kademeli olacağına işaret etmektedir.

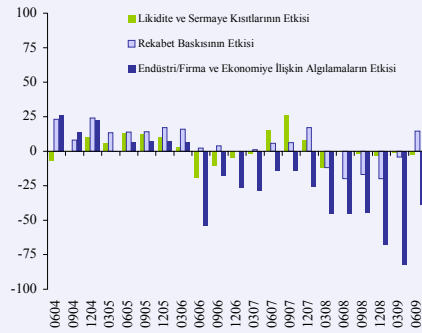
KUTU  
5.1

## BANKA KREDİLERİ EĞİLİM ANKETİ VE KREDİ GELİŞMELERİ

Bankacılık kesimi ile yapılan ve üç ayda bir yayınlanan Kredi Eğilim Anketi, kredi piyasasına ilişkin önemli bilgiler içermektedir. En son yayınlanan Anket verileri, sektörün ikinci çeyrek gelişmelerine ilişkin görüşlerini ve üçüncü çeyreğe ilişkin beklentilerini yansıtmaktadır. Anket verileri, krizin başladığından bu yana ilk defa, rekabet baskısının kredi standartlarını gevşeme yönünde etkileyen bir faktör olarak ortaya çıktığını göstermektedir (Grafik 1). Öte yandan genel ekonomik görünüme ilişkin algılamaların kredi standartları üzerindeki olumsuz yöndeki etkisinin ikinci çeyrekte zayıfladığı görülmektedir. Bu durum, kriz süresince sektöre hâkim olan aşırı ihtiyatlı tutumun, krizden çıkışın başladığına ilişkin sinyallerin artması ile kademeli olarak gevşeyeceğine işaret etmektedir. Nitekim yine Anket'e göre, uzun süredir ilk defa, kredi standartlarının bir sonraki çeyrekte gevşeyeceği beklentisi sıkılaşacağı beklentisine baskın çıkmıştır.

Kredi eğilim anketi, bankaların risk algılamaları ve sektördeki rekabetin yanı sıra kredi arzını etkileyebilecek kaynak kısıtlarının durumuna ilişkin de bilgi içermektedir. Anket sonuçlarına göre 2009 yılının ilk iki çeyreğinde bankacılık kesiminin kaynak bulma konusundaki kısıtları, kredi genişlemesini olumsuz etkileyen başlıca faktörler arasında yer almamıştır (Grafik 1). Üçüncü çeyrekte, kredi ve DİBS faizlerinin politika faizlerine hızla yakınsaması bahsedilen faktörün üçüncü çeyrek itibarı ile de kredi genişlemesini engelleyici bir rol oynamadığına işaret etmektedir.

Grafik 1. İşletmelere Verilen Kredi Arzını Etkileyen Faktörler\*

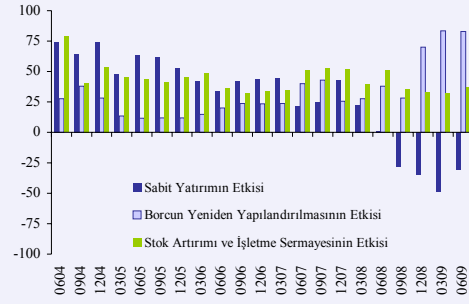


\*Pozitif/negatif değerler söz konusu faktörün kredi arzını gevşetici/sıkılaştırıcı yönde etkilediğini ifade etmektedir.  
Kaynak: TCMB.

Kredi hacmindeki gelişmeler bankaların tutumları ve kısıtları yanında reel kesimin kredi talepleri tarafından da belirlenmektedir. Güncel veriler, krizin yerini oldukça yavaş olmakla birlikte toparlanmaya bıraktığına ilişkin sinyaller içermektedir. Kapasite kullanım oranlarının hali hazırda oldukça düşük olduğu mevcut ortamda, zayıf seyreden bir toparlanma sürecinin yatırım talebini kısa vadede artırması beklenmemektedir. Ekonomik canlanmanın belirginleşmesi durumunda, düşük stok seviyesinin de etkisi ile işletme sermayesi ihtiyacının artması ve buna bağlı olarak kredi talebinde yukarı yönlü bir hareket olması beklenebilecektir.

Kredi Eğilim Anketi'nde işletmelerin kredi talebine ilişkin yer alan bilgiler, yukarıdaki öngörülerle örtüşmektedir. Anket, katılımcıların işletmelerin kredi talebinde sınırlı bir artış beklemekte olduğunu, talepteki artışın ise kısa vadeli krediler üzerinde yoğunlaşmasını beklediklerini göstermektedir. Ayrıca, Anket ilk çeyrekte sonra ikinci çeyrekte de işletmelerin kredi taleplerinin artan bir şekilde yatırım amacından ziyade mevcut borcu yapılandırma ve işletme sermayesi ihtiyacını karşılama amacına yönelik olduğunu işaret etmektedir (Grafik 2).

Grafik 2. İşletmelere Verilen Kredi Talebini Etkileyen Faktörler\*



\* Pozitif/negatif değerler söz konusu faktörün kredi talebini gevşetici/sıkılaştırıcı yönde etkilediğini ifade etmektedir.

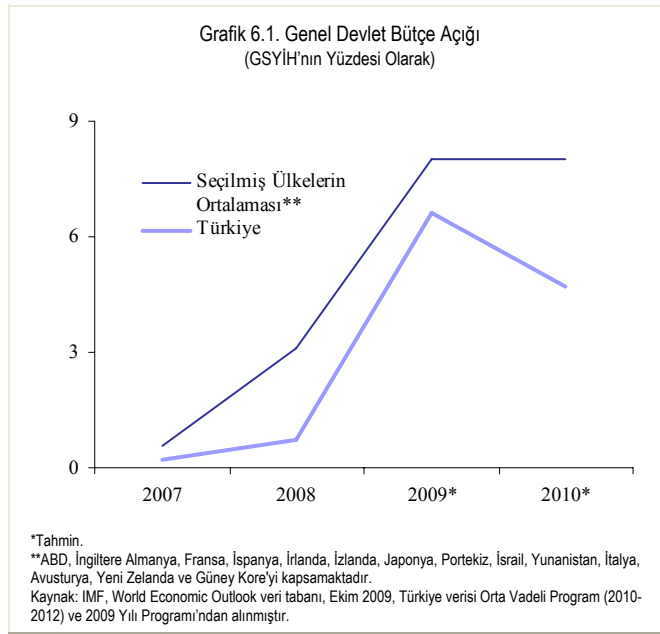
Kaynak: TCMB.





## 6. Kamu Maliyesi

Yaşanmakta olan küresel durgunluğa karşı alınan mali tedbirler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bütçe açıklarını yükseltmeye devam etmiştir. Bunun yanı sıra, iktisadi faaliyetteki daralmaya bağlı olarak vergi tahsilatlarının azalması da bütçe dengelerindeki bozulmayı hızlandırmıştır. Söz konusu küresel eğilime paralel olarak, 2009 yılında ülkemizin bütçe açığı da hızlı bir artış göstermiştir (Grafik 6.1).



Bütçe dengesindeki bozulmanın beklentiler üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamak ve iktisadi birimlere yön vermek amacıyla, Eylül ayında genel makroekonomik ve bütçe büyüklüklerinin görünümünün güncellendiği Orta Vadeli Program kamuoyuna açıklanmıştır. Bu çerçevede, kamu kesiminin kaynak kullanımında artan payını azaltmak suretiyle ekonomik krizin de etkisiyle yükselen kamu açıklarının ve borçluluğunun tedrici olarak makul seviyelere düşürülmesi, 2010-2012 döneminde uygulanacak maliye politikasının temel hedefi olarak belirlenmiştir. Bütçe disiplininin temini, kamu kesimi borçluluğunun orta vadede kontrol altına alınması ve kurumsal yapının güçlendirilmesi amacıyla, 2011 yılından itibaren mali kural uygulamasına geçilmesi hedeflenmektedir. OVP'ye göre, mali kurala ilişkin yasal altyapının en geç 2010 yılının ilk çeyreğinde tamamlanması hedeflenmektedir. Söz konusu yasal düzenlemeler ile maliye politikasının kurumsal yapısını ve orta-

uzun dönem öngörülebilirliğini artırarak bekleyişlerin daha iyi yönetilmesi amaçlanmaktadır. Diğer taraftan, mali kural çerçevesinde, orta-uzun vadede kamu kesimi açığının milli gelire oranının sürdürülebilir bir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Ayrıca, önümüzdeki dönemde kamu harcamalarında verimlilik artışı sağlayabilmek amacıyla harcamaların öncelikli alanlara yönlendirilmesi, KİT'lerin kurumsal yapısının güçlendirilerek daha şeffaf ve hesap verebilir hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

2010-2012 dönemini kapsayan OVP'ye göre, ekonomik daralmayı sınırlandırmak amacıyla uygulamaya konulan çeşitli gelir ve harcama tedbirlerini içeren destek paketlerinin bütçeye maliyetinin 2009 ve 2010 yıllarında, GSYİH'ye oran olarak sırasıyla, yüzde 2,1 ve 1,6 puan olacağı tahmin edilmektedir. 2011 yılından itibaren faiz-dışı bütçe harcamalarının kademeli olarak sınırlandırılması öngörülmektedir. Vergi gelirlerinin ise vergi denetiminin sıkılaştırılması ve güçlendirilmesi yoluyla artırılması hedeflenmektedir. Faiz oranlarında 2009 yılında yaşanan düşüşün etkisiyle faiz harcamalarının kademeli olarak düşmesi beklenmektedir. Bütçe açıklarının aşamalı olarak sınırlandırılması sonucu borcun milli gelire oranının da 2011 yılından itibaren kontrol altına alınarak tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörülmektedir (Tablo 6.1 ve Tablo 6.2).

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşme ve Hedefleri  
(GSYİH'nın Yüzdesi Olarak)

	2007	2008	2009*	2010**	2011**	2012**
<b>Bütçe Giderleri</b>	<b>24,2</b>	<b>23,8</b>	<b>28,2</b>	<b>27,9</b>	<b>26,7</b>	<b>25,6</b>
Faiz-Dışı Giderler	18,4	18,5	22,3	22,4	21,8	21,1
Faiz Giderleri	5,8	5,3	5,9	5,5	4,9	4,5
<b>Bütçe Gelirleri</b>	<b>22,6</b>	<b>22,0</b>	<b>21,5</b>	<b>23,0</b>	<b>22,6</b>	<b>22,4</b>
Vergi Gelirleri	18,1	17,7	17,3	18,8	18,8	18,7
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,2</b>
Faiz-Dışı Bütçe Dengesi	4,2	3,5	-0,8	0,7	0,9	1,3

\* Tahmin

\*\* Hedef

Kaynak: Orta Vadeli Program (2010-2012), Orta Vadeli Mali Plan (2010-2012), 2009 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri ve Beklentiler Raporu, Eylül 2009.

2009 yılında bütçe açığının beklentilerin üzerinde artması nedeniyle, OVP'de kamu harcamalarında verimlilik artışlarının sağlanması ve bazı harcamaların sınırlandırılması amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda, 2010 yılında memur maaşlarının reel olarak artış göstermeyeceği bir çerçeve esas alınmıştır. Diğer taraftan, sağlık harcamalarını sınırlandırmak amacıyla, 2009 yılı Ekim ayından itibaren hasta katılım paylarında yeni düzenlemeye gidilirken, sağlık hizmetlerinin belli bir bütçe ile doğrudan hizmet alımına dayanan global bütçe uygulamasının yaygınlaştırılması hedeflenmektedir. Bunun yanı sıra, kayıt dışı

ekonomiyi sınırlandıracak ve vergi tabanını genişletecek önlemlerin gelirlerdeki artışa katkıda bulunduğu bir çerçeve esas alınmaktadır.

	2007	2008	2009*	2010**	2011**	2012**
AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku	39,4	39,5	47,3	49,0	48,8	47,8

\* Tahmin, \*\* Hedef.  
Kaynak: Orta Vadeli Program (2010-2012), Orta Vadeli Mali Plan (2010-2012), Hazine Müsteşarlığı.

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

2009 yılının ilk dokuz ayında merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarındaki artış devam ederken, vergi gelirlerindeki düşüş bütçe performansını önemli ölçüde zayıflatmıştır. Yılın ilk üç çeyreğinde merkezi yönetim faiz dışı dengesi 4,7 milyar TL fazla verirken, bütçe dengesi 40,8 milyar TL açık vermiştir (Tablo 6.1.1).

	Ocak-Eylül 2008	Ocak-Eylül 2009	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	165,5	197,2	19,2	76,1
<b>Faiz Giderleri</b>	41,3	45,5	10,1	79,2
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	124,1	151,7	22,2	75,2
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	160,7	156,4	-2,7	62,9
<b>I. Vergi Gelirleri</b>	127,3	125,3	-1,5	62,0
<b>II. Vergi Dışı Gelirler</b>	28,8	26,3	-8,6	64,4
<b>Bütçe Dengesi</b>	-4,8	-40,8	-	-
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	36,5	4,7	-	10,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Faiz dışı bütçe giderlerinin 2009 yılının ilk üç çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 22,2 oranında artış göstermesinde, faiz dışı bütçe giderleri içinde en yüksek paya sahip olan cari transferlerin yüzde 33,7 oranında yükselmesi etkili olmuştur (Tablo 6.1.2). 2009 yılının ilk dokuz ayında sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderleri için yapılan cari transferlerdeki artış, faiz dışı giderlerdeki toplam artışın yüzde 54,5'ini açıklamaktadır. Söz konusu giderlerdeki yüksek oranlı artış esas itibarıyla 2008 yılı son çeyreğinde uygulamaya koyulan sosyal güvenlik reformu ve istihdam paketi çerçevesinde bütçeden Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)'na yapılan transferlerden kaynaklanmıştır. Bunun yanı sıra, iktisadi faaliyetlerdeki daralmaya paralel olarak prim tahsilatı gerileyen SGK'ye açık finansmanı için yapılan transferler de sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki artışta etkili olmuştur.

Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları  
(Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2008	Ocak-Eylül 2009	Yüzde Değişim	Değişim İçindeki Payı (Yüzde)
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>124,14</b>	<b>151,66</b>	<b>22,2</b>	<b>100,0</b>
1. Personel Giderleri	37,15	42,60	14,7	19,8
2. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	15,07	17,33	15,0	8,2
a) Savunma-Güvenlik	4,72	5,69	20,5	3,5
b) Sağlık Giderleri	4,83	5,15	6,5	1,1
3. Cari Transferler	<b>52,51</b>	<b>70,21</b>	<b>33,7</b>	<b>64,3</b>
a) Görev Zararları	1,34	2,81	110,6	5,4
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	<b>26,25</b>	<b>41,26</b>	<b>57,1</b>	<b>54,5</b>
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	5,18	3,84	-25,7	-4,8
d) Gelirden Ayrılan Paylar	14,89	16,13	8,3	4,5
4. Sermaye Giderleri	9,83	10,29	4,8	1,7
5. Sermaye Transferleri	2,05	2,19	6,9	0,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

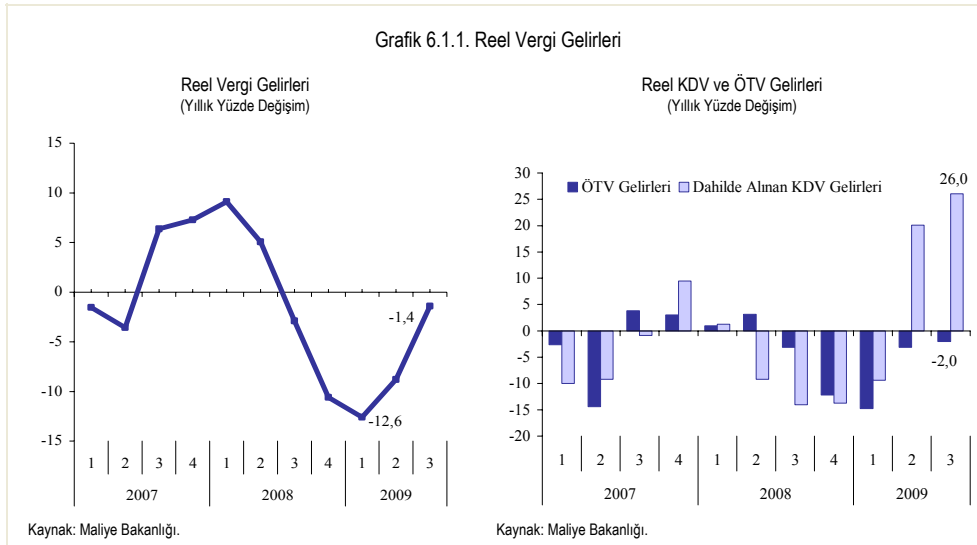
2009 yılı Ocak-Eylül döneminde merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,9 oranında azalmıştır. Söz konusu dönemde vergi dışı gelirler yüzde 31,8, vergi gelirleri ise yüzde 1,5 oranında azalmıştır. Vergi dışı gelirlerdeki yüksek oranlı düşüşte sermaye gelirlerindeki baz etkisi kaynaklı gerileme belirleyici olmuştur. Söz konusu baz etkisi 2008 yılı Temmuz ve Ağustos aylarında genel bütçeye özelleştirme nakit fazlası olarak 5,0 milyar TL ve liman özelleştirmesi geliri olarak 1,0 milyar TL aktarılmış olmasından kaynaklanmıştır. İthalde alınan KDV tahsilatı yılın ilk dokuz ayında 2008 yılının aynı dönemine göre ithalatta görülen düşüşe paralel olarak yüzde 20,3 oranında gerilemiştir. Dahilde alınan KDV tutarında ise çeşitli mal ve hizmetlerden alınan KDV oranlarındaki ayarlamaların ve iç talepteki görece toparlanmanın etkisiyle yüzde 19,5 oranında artış gerçekleşmiştir. Ayrıca, KDV iadelerindeki azalış ve Nisan ayındaki 3. Nesil GSM satışından elde edilen KDV geliri sözü edilen yüksek oranlı artışa katkı yapmıştır. Gelir vergisi, ÖTV ve kurumlar vergisi tahsilatı yılın ilk dokuz ayında iktisadi faaliyetteki durgunluğa paralel olarak yatay bir seyir izlerken, yılın üçüncü çeyreğinde, petrol ve tütün ürünlerinden alınan maktu ÖTV tutarlarındaki artışın etkisiyle ÖTV tahsilatında görece bir toparlanma gözlenmiştir (Tablo 6.1.3).

Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri  
(Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2008	Ocak-Eylül 2009	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>156,36</b>	<b>151,88</b>	<b>-2,9</b>	<b>62,5</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>127,28</b>	<b>125,33</b>	<b>-1,5</b>	<b>62,0</b>
Gelir Vergisi	27,99	28,50	1,8	63,0
Kurumlar Vergisi	12,38	12,05	-2,7	59,8
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	12,72	15,20	19,5	76,1
Özel Tüketim Vergisi	31,75	31,66	-0,3	64,1
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	23,32	18,60	-20,3	48,3
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>14,62</b>	<b>9,97</b>	<b>-31,8</b>	<b>48,6</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	6,36	8,52	33,9	115,7
Sermaye Gelirleri	8,26	1,45	-82,4	11,0

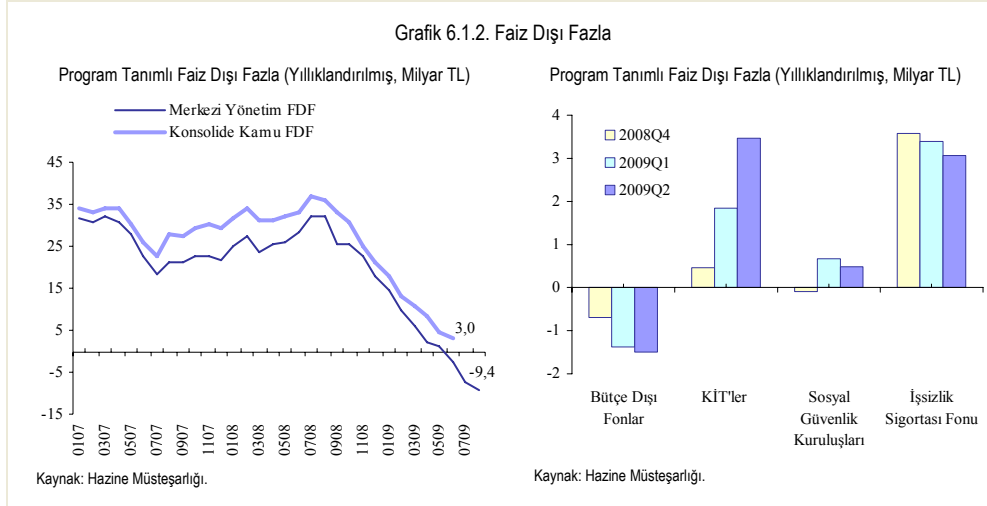
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Vergi gelirleri reel bazda değerlendirildiğinde, 2008 yılı üçüncü çeyreğinde başlayan daralma eğiliminin, özel tüketim talebindeki toparlanmayla birlikte 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yavaşladığı görülmektedir. 2009 yılının ikinci çeyreğinde çeşitli mal ve hizmetlerden alınan KDV ve ÖTV oranlarında yapılan ayarlamalar da KDV tahsilatındaki toparlanmada rol oynamıştır (Grafik 6.1.1).



Kamu sektörünün faiz dışı fazla performansı 2008 yılı Eylül ayından itibaren belirgin olarak zayıflamaktadır (Grafik 6.1.2). Yıllıklandırılmış verilere göre, program tanımlı merkezi yönetim faiz dışı fazlası ve konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası son yıllardaki en düşük seviyelerine gerilemiş bulunmaktadır. Merkezi yönetim faiz dışı dengesindeki zayıflama eğilimine paralel olarak bütçe dışı fonların ve İşsizlik Sigortası Fonu'nun faiz dışı performansı da gerilerken, KİT'lerin ve sosyal güvenlik kuruluşlarının faiz dışı fazlaları görece olarak olumlu bir performans sergilemektedir (Grafik 6.1.2). Bu

gelişmeler çerçevesinde yıl sonu itibarıyla program tanımlı merkezi yönetim ve konsolide kamu kesimi bütçesinin faiz dışı açık vermesi beklenmektedir.

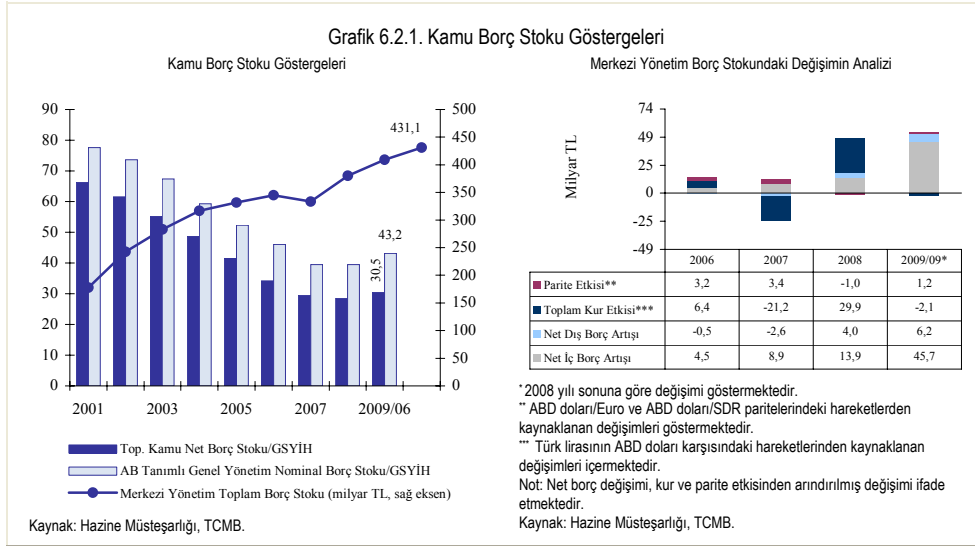


2008 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren hızlanan merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarına paralel olarak, 2009 yılının ilk yarısında kamunun yatırım ve tüketim harcamaları GSYİH büyümesine pozitif katkı yapmıştır. OVP’de yer alan projeksiyonlara göre, faiz dışı harcamaların GSYİH’nin büyümesine yaptığı katkının kademeli olarak azalması öngörülmektedir. Bununla birlikte, kriz sonrası alınan birikimli tedbirlerin iktisadi faaliyeti destekleyici etkisinin 2009 yılının kalanında ve 2010 yılında azalarak da olsa devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda, Rapor’un son bölümünde sunulan orta vadeli tahminler, 2009 yılının kalanında ve 2010 yılında kamu harcamalarının iktisadi faaliyete verdiği desteğin azalarak sürdüğü, 2011 yılından itibaren ise kamu harcamalarının daha nötr bir pozisyona geçtiği bir çerçeveyi esas almaktadır.

## 6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

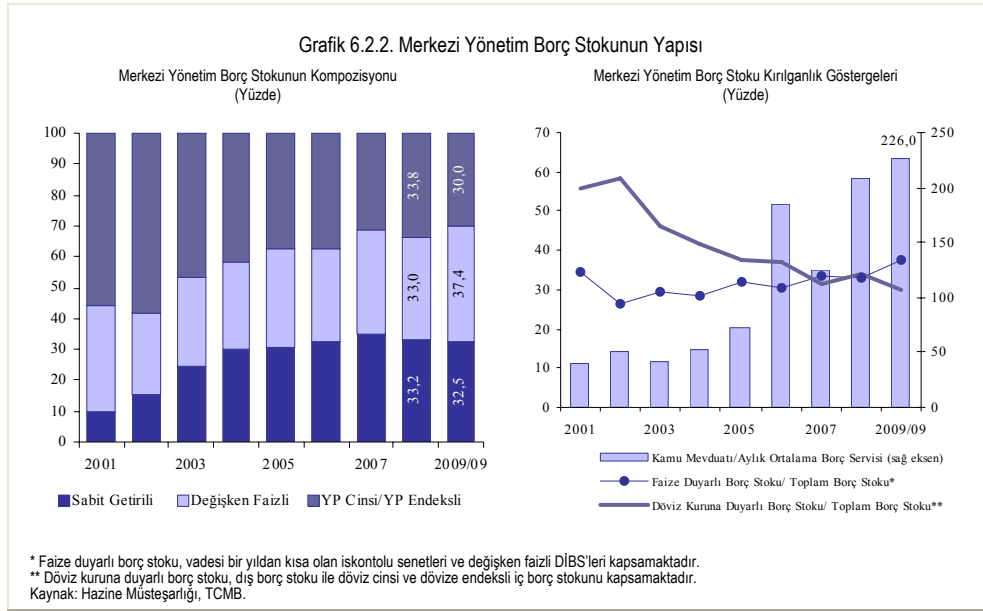
Geçtiğimiz yıllarda uygulanan basiretli maliye politikaları çerçevesinde kamu borç yükü hızla azaltılmış, vade ve döviz kompozisyonunda önemli iyileştirmeler sağlanmıştır. Bununla birlikte, 2008 yılı son çeyreğinden itibaren toplam kamu faiz dışı fazlasının hızla gerilemesine paralel olarak kamunun borçlanma ihtiyacı artmıştır. Söz konusu dönemdeki yüksek iç borç çevirme oranına rağmen, bankacılık sektörünün kamu kağıtlarına olan talebinin güçlü olması, kamu borçlanma maliyetleri üzerinde baskı oluşmasını engellemiştir. OVP’de kamu borçluluk oranlarındaki artış eğiliminin önümüzdeki üç yılda kontrol altına alınması hedeflenmektedir.

2009 yılı Eylül ayı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku yüzde 13,4 oranında artış göstererek 431,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim borç stokundaki artış temel olarak net iç borç artışı kaynaklı iken, net dış borç artışı görece olarak sınırlı bir seviyede kalmıştır. Diğer yandan, 2009 yılı ilk yarısı itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 30,5'e, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise yüzde 43,2'ye çıkmıştır (Grafik 6.2.1). 2009 yılında kamunun faiz dışı fazla veremeyeceği ve iktisadi faaliyetin daralacağı beklentileri dikkate alındığında, kamu kesimi borç oranlarında 2009 yılının ilk yarısında gözlenen yükseliş eğiliminin yılın kalan kısmında devam edeceği öngörülmektedir.

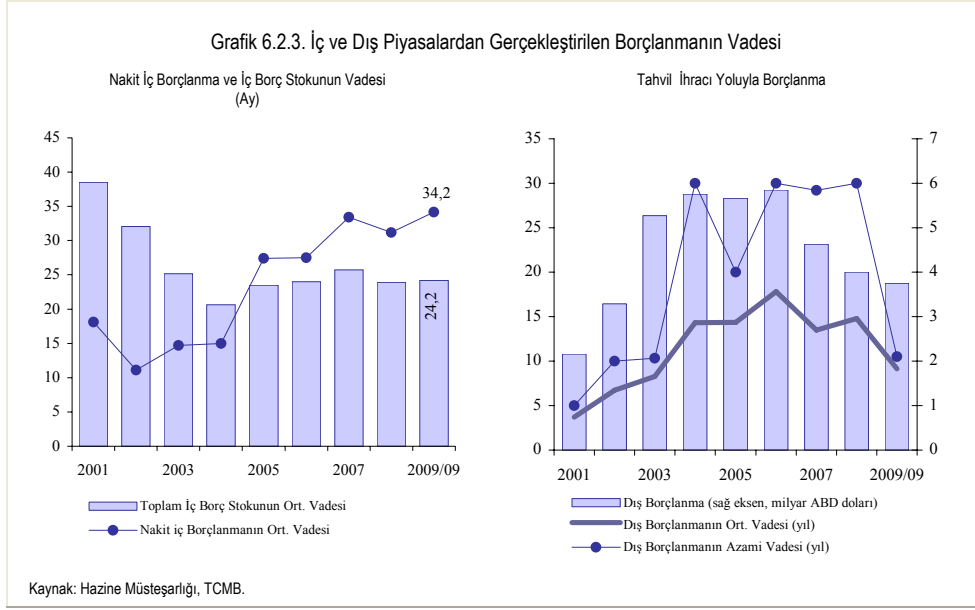


2003 yılından bu yana stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanan borç ve risk yönetimi politikalarının ve sağlanan makroekonomik istikrarın katkısıyla kamu borç portföyünün likidite, faiz oranı ve döviz kuru risklerine karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. Son dönemlerde ise merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili ve döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endeksli) borç senetlerinin payı azalırken, değişken faizli borç senetlerinin payı artmaktadır (Grafik 6.2.2). Değişken faizli borç senetlerinin payındaki artış esas olarak TÜFE'ye endeksli ve nispeten uzun vadeli senet ihracından kaynaklanmıştır.





Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2009 yılı Eylül ayında yüzde 226,0 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2008 yılı ortalamasına göre uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2009 yılı Eylül ayında 24,2 aya çıkmıştır. Ayrıca, 2009 yılı Ocak-Eylül döneminde tahvil ihracı yoluyla 3,8 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 9,1 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



Sonuç olarak, 2009 yılında bütçe performansının bozulması ve net dış borçlanmanın sınırlı kalması nedeniyle kamunun iç borçlanma gereksiniminde önemli bir artış gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde kamu kesiminin özel sektörün kaynaklarını dışlamaması ve para politikası kararlarının etkili olabilmesi açısından, borç çevirme oranlarındaki artışın OVP’de belirtilen projeksiyonlar doğrultusunda makul düzeylere indirilmesi büyük önem taşımaktadır.



## 7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon, çıktı açığı tahminleri ve para politikası görünümü sunulmaktadır. Tahminler önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde verilmektedir.

### *7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar*

İktisadi faaliyete ilişkin 2009 yılı üçüncü çeyreğindeki gelişmeler, Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan çerçeve ile uyumlu bir seyir izlemiş ve bu dönemde enflasyondaki düşüş süreci devam etmiştir. Petrol fiyatlarındaki yükseliş ve kamu mali dengesini sağlamaya yönelik olarak alınan tedbirler fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluştursa da; gıda grubu yıllık enflasyonunun beklenenin üzerinde bir düşüş göstermesi kısa vadeli tahminlerin aşağı yönlü güncellenmesinde etkili olmuştur.

2009 yılı ikinci çeyreğinde, alınan mali tedbirlerin etkisiyle, yurt içi talepte toparlanma gözlenirken dış talep zayıf seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde, para politikası faiz oranlarında süregelen indirim süreci ve özellikle alınan mali tedbirlerin etkisiyle toplam özel tüketim talebinde önemli bir toparlanma gözlenirse de, vergi indirimleri kapsamı dışında kalan mal gruplarına yönelik talepte ciddi bir iyileşme olmamıştır. Artan talebin büyük ölçüde stok eritme süreciyle karşılanmış olması üretim faaliyetlerini ve kaynak kullanımını sınırlamıştır. Ayrıca, iş gücü piyasasında belirgin bir iyileşme görülmemesi ekonomideki talep yetersizliğine destek veren bir unsur olmuştur. Bu doğrultuda toplam talep koşulları enflasyondaki düşüş sürecine katkı yapmaya devam etmiştir. Bu gelişmelerin Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda sunulan çerçeveye uyumlu olması nedeniyle, orta vadeli tahminlerimizin başlangıç noktasını oluşturan ikinci ve üçüncü çeyreğe ilişkin çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapor'a göre değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.1).

Gıda enflasyonu 2009 yılı üçüncü çeyreğinde belirgin bir oranda gerilemiş ve yılın ilk dokuz aylık dönemine ilişkin öngörülerin oldukça altında kalmıştır. Bu dönemde, mevsimsellikten arındırılmış gıda fiyatları geçmiş yıllardaki artış eğiliminden farklı olarak azalış göstermiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının artış hızındaki gerileme beklenenden daha hızlı olmuş, işlenmiş gıda fiyatlarındaki yavaşlama eğilimi ise beklendiği şekilde sürmüştür. Bu

gelişmeler göz önüne alınarak, 2009 yılı sonuna ilişkin gıda grubu yıllık artış oranı varsayımı yüzde 7,5'ten yüzde 5,8'e indirilmiştir (Tablo 7.1.1). Bunun yanında, Temmuz Enflasyon Raporu'nda 60 ABD doları olarak belirlenen 2009 yıl sonu Brent tipi ham petrol fiyatı varsayımı, petrol fiyatlarındaki son dönem gelişmeleri göz önüne alınarak 70 ABD doları seviyesine güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

Tablo 7.1.1. Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda Sunulan Tahminlerin Güncellenmesinin Temel Kaynakları

	Temmuz 2009 ER				Ekim 2009 ER			
Çıktı açığı	2009 Q2 :-8,2 2009 Q3 :-8,1				Aynı			
Gıda fiyatları	2009: %7,5 2010: %6 2011: %6				2009: %5,8 2010: %6 2011: %6			
Petrol fiyatları	2009 boyunca 60\$ sonrasında 70\$				2009 Ç4: 70\$ 2010: 75\$ 2011: 80\$			
Euro bölgesi büyüme tahminleri <sup>1</sup>	2009		2010		2009		2010	
	CF <sup>2</sup>	WEO <sup>3</sup>	CF	WEO	CF	WEO	CF	WEO
	-4,4	-4,8	0,4	-0,3	-3,9	-4,2	1,1	0,3

<sup>1</sup> Consensus Forecasts (CF), Temmuz 2009 ve Ekim 2009 bültenleri; World Economic Outlook (WEO), Temmuz 2009 ve Ekim 2009 bültenleri.

<sup>2</sup> CF.

<sup>3</sup> WEO, IMF.

Özetle, orta vadeli tahminlerimizin başlangıç noktası, yukarıdaki gelişmeler sonucunda aşağı yönlü güncellenmiştir. Orta vadeli tahminlerimizi şekillendiren yurt içi iktisadi faaliyete, küresel büyümeye, emtia fiyatlarına, finansal piyasalara ve maliye politikasına ilişkin diğer varsayımlar ise aşağıda sunulmaktadır.

Yılın üçüncü çeyreğinde açıklanan veriler özel tüketim talebinde yılın ikinci çeyreğinde gözlenen canlanmanın, alınan mali tedbirlerin doğrudan etkilendiği mal gruplarıyla sınırlı kaldığını, dolayısıyla kalıcı ve güçlü bir toparlanmaya işaret etmediğini göstermektedir. Aynı şekilde, ekonomideki atıl kapasite düzeyi ve mevcut talep belirsizliğinin yüksek olması, yatırımlarda da hızlı ve güçlü bir toparlanma olasılığının oldukça zayıf olduğunu ima etmektedir. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde kaynak kullanımındaki zayıf seyrin yatırım ve istihdam imkanlarını kısıtlayacağı ve tarihi olarak yüksek seviyelerdeki işsizlik oranlarının talep üzerinde sınırlayıcı etki yapacağı düşünülmektedir. Son dönemde küresel risk algılamasındaki düzelme ve kredi faizlerinde süregelen düşüş kredi kullanımını desteklemektedir. Buna karşın,

küresel büyüme görünümüne bağlı olarak iktisadi faaliyetteki toparlanmanın iş gücü piyasasına yansıma hızı ve gücünün kredi talebi gelişmelerinde belirleyici rol oynayacağı tahmin edilmektedir. Özetle, toplam talep koşulları ve yüksek işsizlik oranlarının önümüzdeki dönemde de enflasyondaki düşüş sürecine katkı yapmaya devam ettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

Önümüzdeki aylarda ÖTV oranlarındaki düşüşün yürürlükten tamamen kalkmasının ve elektrik tarifelerindeki artışın enflasyonda yukarı yönlü bir baskı yaratacağı; ancak, yıllık enflasyonun düşük düzeyini koruyacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, 2009 yılında mali dengeyi sağlamaya yönelik yapılan vergi ve fiyat düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkilerinin 2010 yılında enflasyonda dalgalanmalara yol açacağı da not edilmelidir.

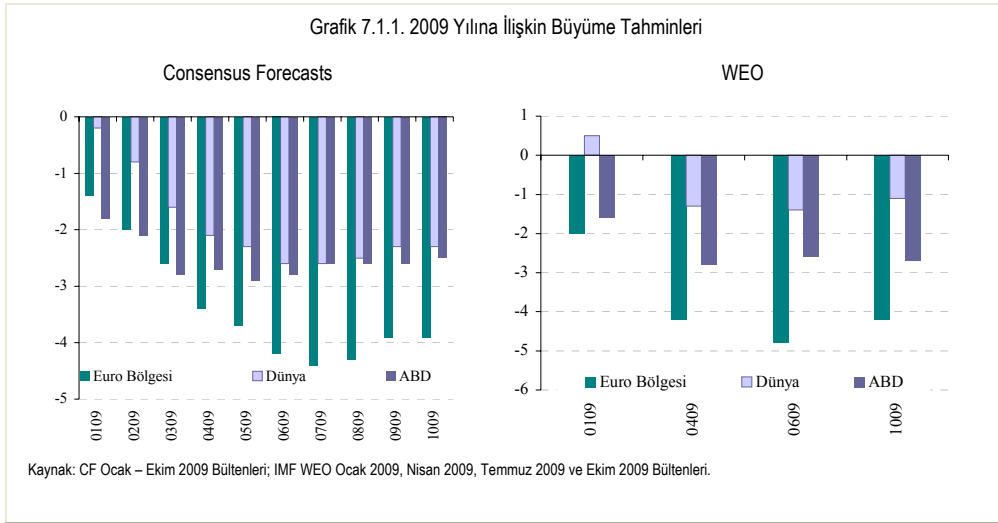
2010 ve 2011 yılları için gıda fiyatlarına ilişkin varsayımımız oluşturulurken Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda sunulan patika korunmuştur. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı, 2010 ve 2011 için yüzde 6 olarak alınmıştır (Tablo 7.1.1).

Brent tipi ham petrol varil fiyatı, yılın ikinci çeyreğinde ortalama 60 ABD doları seviyesindeyken, yılın üçüncü çeyreğinde ortalama 70 ABD doları seviyesine yükselmiştir. Spot piyasa gelişmelerine paralel olarak petrol fiyatlarında her vadede yükseliş gözlenmiştir. Küresel toparlanmanın yavaş olacağına ilişkin güçlü beklentilere rağmen, OPEC'in arz yönlü kararlarını gecikmeli alabilmesi fiyatlarda ani hareketlerin gerçekleşmesini olası kılmakta; üretici olmayan yatırımcıların emtia piyasalarına yeniden yönelmesi de stoklama davranışını destekleyerek spot fiyatların yükselmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla, petrol fiyatları için Temmuz Enflasyon Raporu'nda yer alan varsayımlara kıyasla daha yüksek bir patika esas alınmıştır. Bu değerlendirmeler ışığında, orta vadeli tahminlerimiz üretilirken ham petrol fiyat varsayımımız 2009 yıl sonu için 70 ABD dolarına, 2010 ve 2011 yılları için ise sırasıyla, 75 ABD doları ve 80 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1).

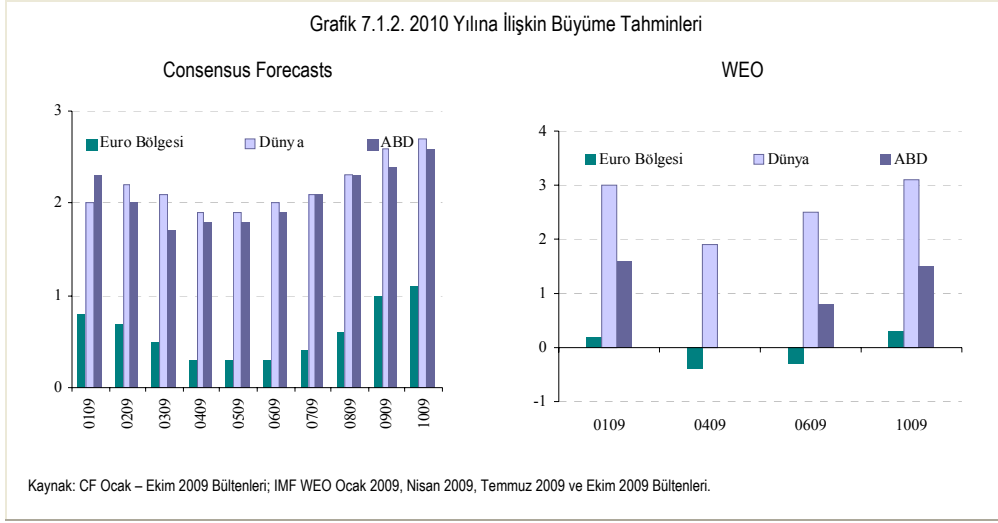
İçinde bulunduğumuz konjonktür itibarıyla yurt dışı iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar orta vadeli görünümün oluşturulmasındaki önemini korumaktadır. Bu çerçevede, Temmuz 2009 Raporu'ndan bugüne kadar geçen üç aylık süre içinde uluslararası kuruluşların yayımladığı büyüme öngörülerini, orta vadeli tahminlere yansıtılmıştır

Yılın üçüncü çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin açıklanan veriler, kademeli bir toparlanma sürecine girildiğine işaret etmektedir. Bu dönemde gerek ikinci çeyreğe ilişkin büyüme rakamlarının beklenenden olumlu gerçekleşmesi, gerekse üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergelerdeki toparlanma sürecinin devam etmesi, krizin dip noktasının geride bırakıldığına ilişkin algılamaları güçlendirmiştir.

Bu dönemde küresel ekonomiye ilişkin göstergelerdeki toparlanmanın belirginleşmesiyle uluslararası kuruluşların da küresel büyüme tahminlerini yukarı yönlü güncelledikleri görülmektedir. CF Haziran bülteninde yüzde 2,6 olan 2009 yılı küresel daralma öngörüsü, Ekim bülteninde yüzde 2,3'e gerilemiştir. Aynı şekilde, IMF'nin Haziran ayında yayımladığı WEO raporunda küresel daralma tahmini yüzde 1,4 iken, Ekim raporunda yüzde 1,1'e çekilmiştir (Grafik 7.1.1).



Ekim ayında 2010 yılı küresel büyüme tahminleri, CF bülteninde yüzde 2,7'ye, WEO'da ise yüzde 3,1'e yükseltilmiştir (Grafik 7.1.2). Bölgesel büyüme tahminlerine bakıldığında ise, Euro bölgesine ve ABD ekonomisine ilişkin 2010 yıl sonu büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellendiği, WEO'nun Euro bölgesine ilişkin 2010 yılı büyüme tahmininin uzunca bir aradan sonra ilk defa pozitifte döndüğü görülmektedir.



Özetle, orta vadeli tahminler üretilirken, küresel iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar Temmuz Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiş, ancak dış talebin zayıf seyrini uzunca bir süre koruduğu bir çerçeve esas alınmıştır.

2008 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren hızlanan merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarına paralel olarak, 2009 yılının ilk yarısında kamunun yatırım ve tüketim harcamaları GSYİH büyümesine pozitif katkı yapmıştır. OVP'de yer alan projeksiyonlara göre, faiz dışı harcamaların GSYİH'nin büyümesine yaptığı katkının kademeli olarak azalması öngörülmektedir. Bununla birlikte, kriz sonrası alınan birikimli tedbirlerin iktisadi faaliyeti destekleyici etkisinin 2009 yılının kalanında ve 2010 yılında azalarak da olsa devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda orta vadeli tahminler, 2009 yılının kalanında ve 2010 yılında kamu harcamalarının iktisadi faaliyete verdiği desteğin azalarak sürdüğü, 2011 yılından itibaren ise kamu harcamalarının daha nötr bir duruşa geçtiği bir çerçeveyi esas almaktadır.

TCMB, küresel krizin derinleşmesi ve yaygınlaşması nedeniyle 2008 yılının son çeyreğinden itibaren politika faizlerini hızla indirmiştir. Politika faizlerindeki indirim süreci 2009 yılı üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Bu bağlamda, Ağustos-Ekim aylarındaki toplam 150 baz puan indirim ile birlikte, politika faizlerindeki düşüş Kasım 2008'den bu yana toplam 1000 baz puana ulaşmıştır.

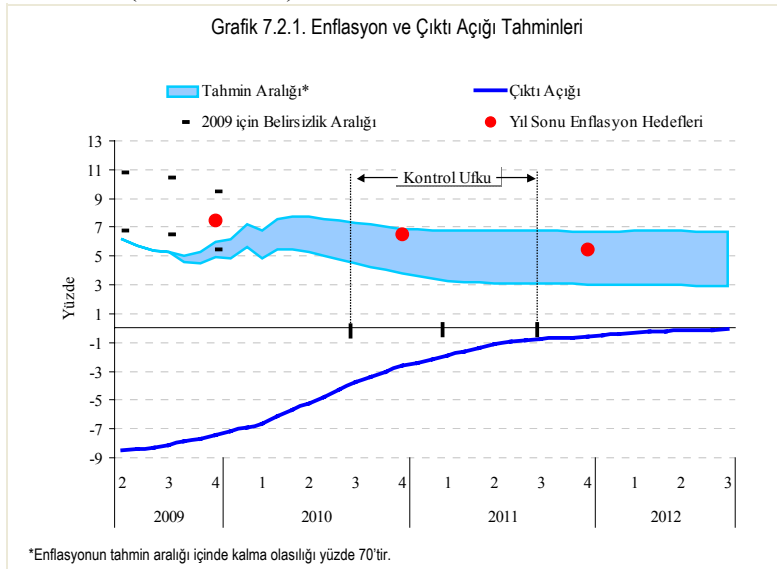


Yılın üçüncü çeyreğinde, iktisadi faaliyete ve enflasyona ilişkin açıklanan verilerin TCMB'nin öngörülerini teyid etmesi ve Banka'nın izlediği etkin iletişim politikası, para politikası kararlarının piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliğini artıran unsurlar olmuştur. Bunun yanında, son dönemde risk algılamasındaki iyileşmenin de desteğiyle bankacılık kesiminin kredi arzında ve tüketici kredisi kullanımında bir artış gözlenmiştir. Bununla birlikte, finansal sıkılık göstergeleri halen kriz öncesi seviyelerinin üzerinde seyretmektedir. Dolayısıyla, orta vadeli öngörülerimiz oluşturulurken kredi koşullarındaki sıkılığın devam ettiği, ancak bir önceki rapor dönemine göre kısmen azaldığı bir çerçeve öngörülmüştür.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Rapor'un bu bölümünde, bir önceki bölümde detaylı olarak açıklanan kısa vadeli öngörüler ve varsayımlar doğrultusunda oluşturulan baz senaryoya göre üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü yer almaktadır.

Bu çerçevede, politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha düşerek 2010 yılı sonuna kadar sabit kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yıl sonunda yüzde 5,0 ile 6,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,5), 2010 yıl sonunda ise yüzde 3,9 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun, 2011 yıl sonunda yüzde 4,9, 2012 yılı üçüncü çeyreğinde ise yüzde 4,8 düzeyine gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



Yukarıda bahsedilen varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1’de sunulmaktadır. Buna göre, çıktı açığının Temmuz 2009 Raporu’na göre sınırlı bir miktar daha hızlı kapanacağı öngörülmektedir. Güncellenen tahminler, politika faizinin oldukça uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması durumunda dahi, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin kısa sürede ortadan kalkmayacağını göstermektedir. Küresel krizin fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin belirginleştiği 2009 yılının ilk yarısı, enflasyon açısından oldukça düşük bir baz oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğilimi düşük düzeylerde seyretse dahi, bahsi geçen baz etkisi nedeniyle, yıllık enflasyonun 2010 yılının ortalarına kadar dönem dönem dalgalanarak yükseliş eğilimi gösterebileceği tahmin edilmektedir. Bütçe dengesi gözetilerek yapılan vergi ve fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin ortadan kalkmasıyla birlikte, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren enflasyonun tekrar kademeli bir düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 5 düzeylerinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. İktisadi birimlerin fiyatlama davranışlarını oluştururken orta vadeli sözleşme ve planlamalarında bu değerleri referans alması, enflasyon katılığını azaltmak suretiyle iktisadi faaliyetteki toparlanmayı destekleyecektir.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

### ***7.3. Riskler ve Para Politikası***

Son dönemde açıklanan veriler en kötünün geride kaldığını teyid etse de, küresel ekonomideki sorunlar henüz tam olarak giderilmiş değildir. Kredi piyasalarındaki sıkılığın devam etmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seyretmesi küresel iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel büyümenin tekrar kesintiye uğraması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizlerinde ek bir indirim süreci söz konusu olabilecektir.

Yaşanan krizin ve buna karşı uygulanan politikaların yakın tarihte bir örneğinin bulunmaması, enflasyon ve para politikasının görünümüne ilişkin risk oluşturmaktadır. Küresel ölçekte alınan para politikası önlemlerinin iktisadi faaliyet ve diğer temel değişkenler üzerindeki etkisini tarihsel deneyimlere bakarak kestirmek mümkün değildir. Ülkemizde kriz sonrası uygulanan para politikalarının niceliksel genişleme biçiminde olmaması bu riskleri azaltsa da, Kasım 2008 döneminden bugüne gerçekleştirilen 1000 baz puanlık faiz indiriminin etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkacağı göz ardı edilmemelidir. Diğer bir ifadeyle, baz senaryoda uzun süre faiz artırımını öngörülmemesine rağmen, uygulanan politikaların etkilerinin dikkatle takip edilmesi ve bu raporda çizilen çerçevenin dışında beklenmeyen bir gelişme gözlenmesi durumunda gelişmenin niteliğine göre gereken tedbirlerin gecikmeksizin alınması önem taşımaktadır.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin kredi riskindeki nispi iyileşme sonucunda bu ülkelere sermaye akımlarının güçlenmeye devam etmesi de olası bir senaryodur. Küresel ölçekte parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarlı ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmaktadır. Ekonomimizde halen kaynak kullanımının düşük düzeyde olması ve ithal girdi fiyatlarını aşağı yönde etkileyecek maliyet şoklarının nihai ürün fiyatlarına yansıma eğiliminin güçlü olması nedeniyle, sermaye girişlerinin hızlanması durumunda kısa vadede enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskler artabilecektir. Böyle bir durumla karşılaşılması halinde politika faizleri geçici olarak baz senaryoda öngörülene kıyasla daha düşük seviyelere çekilebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. OVP'de öngörülen tutarlı çerçeve mali disiplini sağlamlaştıracak düzenlemelerle desteklenerek daha da güçlendirildiği taktirde, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeyi destekleyecektir. Programda yer alan hedeflerin uygulamada da hayata geçirilmesi halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

Küresel ölçekte bütçe açıklarının hızla yükselmesi, uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Rapor'da orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümü oluşturulurken küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaş ve kademeli bir seyir izlediği, tasarruf oranlarının uzun süre yüksek seviyelerde kaldığı ve dünya ülkelerinde faiz oranlarının düşük düzeylerde seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, küresel krize karşı alınan mali tedbirler sonucu özellikle gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının yüksek boyutlara ulaşması ve bu politikalardan çıkış stratejisinin henüz netleşmemiş olması, orta vadede küresel piyasa faiz oranlarına ilişkin yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Kuşkusuz, sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle ayrışan ekonomiler, bu tür risklerin yansımalarına karşı daha dayanıklı olacaktır. Bu çerçevede, içinde bulunduğumuz konjunktürde mali disiplinin önemi bir kez daha vurgulanmalıdır.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının olası seyri önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Küresel ölçekte kamu otoritelerinin aldığı dengeleyici tedbirler sonucu bollaşan kısa vadeli likidite, gelişmekte olan ülke para birimlerinin yanında emtia fiyatlarını da spekülative hareketlere maruz bırakabilmektedir. Dolayısıyla, küresel toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı bir senaryo esas alındığında dahi, petrol ve diğer emtia fiyatlarına ilişkin temkinli olunması gerekmektedir. Mevcut durumda ülkemizde talep koşullarının halen zayıf olması, yukarı yönlü maliyet şoklarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır. Bu nedenle TCMB, özellikle yurt içi kaynak kullanımının düşük seyretmeye devam edeceği kısa vadede, küresel emtia fiyatlarındaki kısa vadeli dalgalanmalara tepki vermeyecektir. Emtia fiyatlarında gözlenen artışın küresel büyümedeki kalıcı ve güçlü bir toparlanmadan kaynaklanan enflasyonist bir eğilime dönüşmesi durumunda ise, para politikası enflasyonu orta vadeli hedeflerle uyumlu tutacak şekilde gereken tedbirleri alacaktır.

TCMB, küresel krizin yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak için üzerine düşeni yapmaktadır. Küresel risklere karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir, fakat bu tek başına yeterli değildir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, beklenti yönetiminin etkinleştirilerek para politikası

kararlarının olumlu etkilerinin desteklenmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar önemini korumaktadır.

## GRAFİKLER

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1. Gelişmiş Ülkelerde GSYİH Gerçekleşme ve Tahminleri	1
Grafik 1.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Katkılar	2
Grafik 1.1.2. Gruplar İtibarıyla İlk Dokuz Aylık TÜFE Artış Oranları	2
Grafik 1.1.3. Temel Enflasyon Göstergeleri	3
Grafik 1.1.4. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	3
Grafik 1.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranları	3
Grafik 1.2.2. Krizin Derinleştiği Dönemden Bugüne Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler	3
Grafik 1.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Gelişmiş Ülkeler ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Büyüme Oranları	15
Grafik 2.1.2. Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	15
Grafik 2.1.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Sanayi Üretim Endeksi	16
Grafik 2.1.4. PMI Endeksleri	16
Grafik 2.1.5. Fabrika Siparişleri	17
Grafik 2.1.6. Perakende Ticaret Gelişmeleri	17
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	18
Grafik 2.2.2. Ham Petrol (Brent) Fiyatları	18
Grafik 2.2.3. Ham Petrol Piyasası Oynaklık Endeksi (OVX)	19
Grafik 2.2.4. Ham Petrol (Brent) Verim Eğrileri	19
Grafik 2.3.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	20
Grafik 2.3.2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	20
Grafik 2.4.1. Para Piyasaları Faiz Gelişmeleri	21
Grafik 2.4.2. Reel Kesim Borçlanma Maliyetleri	21
Grafik 2.4.3. ABD Kredi Gelişmeleri	21
Grafik 2.4.4. Euro Bölgesi Kredi Gelişmeleri	21
Grafik 2.4.5. Bankacılık Kesimi Kredi Sıklığı Göstergeleri	22
Grafik 2.4.6. Küresel Risk İştahı Endeksleri	22
Grafik 2.4.7. Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	23
Grafik 2.4.8. Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	23
Grafik 2.5.1. Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler	24
Grafik 2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler	24
Grafik 2.5.3. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	25
Grafik 2.5.4. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	25

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	33
Grafik 3.1.2. Gruplar İtibarıyla TÜFE	33
Grafik 3.1.3. Gıda Fiyatları	34
Grafik 3.1.4. Gıda Fiyatları	34
Grafik 3.1.5. Meyve-Sebze Üretim ve Fiyatlar	35
Grafik 3.1.6. Meyve-Sebze İhracat Miktar ve Fiyat Endeksi	35
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları	36
Grafik 3.1.8. Giyim ve Ayakkabı Sektörü Yurt İçi Tüketimi	37
Grafik 3.1.9. Giyim Eşyası İhracat Miktar Endeksi	37
Grafik 3.1.10. Hizmet Sektörü Ciro Endeksi	38
Grafik 3.1.11. Hizmet Fiyatları	38
Grafik 3.1.12. Hizmet Grubu Fiyatları	39
Grafik 3.1.13. Hizmet Grubu Fiyatları	39
Grafik 3.1.14. Temel Enflasyon Göstergeleri I ve I	39
Grafik 3.1.15. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	39

Grafik 3.1.16. İmalat Sanayi Fiyatları	40
Grafik 3.1.17. İthalat Birim Değer Endeksi	40
Grafik 3.1.18. Ortalama Birim Maliyet ve Döviz Kuru Sepeti	40
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	41
Grafik 3.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi	41
Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	42
Grafik 3.2.4. Sektörel Bazda 12 Ay Sonrası İçin Enflasyon Beklentileri	42

#### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYİH Yıllık Büyüme Oranı	46
Grafik 4.1.2. GSYİH	46
Grafik 4.1.3. Üretim Yönünden Yıllık Büyüme Katkı	47
Grafik 4.1.4. Harcama Yönünden Yıllık Büyüme Katkı	47
Grafik 4.1.5. Harcama Yönünden Dönemlik Büyüme Katkı	48
Grafik 4.1.6. Yerleşik ve Yerleşik Olmayan Hanehalkı Tüketimi	48
Grafik 4.1.7. Tüketim Malları Üretimi ve İthalat Miktarı	49
Grafik 4.1.8. Dayanıklı ve Dayanaksız Mallar Üretimi	49
Grafik 4.1.9. Otomobil ve Beyaz Eşya İç Piyasa Satışları	49
Grafik 4.1.10. Tüketici Kredileri	49
Grafik 4.1.11. Sermaye Malları Üretim Endeksi ve İthalat Miktar Endeksi	50
Grafik 4.1.12. Topluşturılmış Yatırım Endeksi ve Makine-Teçhizat Yatırımları	50
Grafik 4.1.13. Kapasite Kullanım Oranı	51
Grafik 4.1.14. Sanayi Sektöründe Kişi Başı Çalışılan Saat ve Özel Makine Teçhizat Yatırımları	51
Grafik 4.1.15. Toplam Nihai Yurt İçi Talep	52
Grafik 4.2.1. İhracat, İthalat ve Net İhracatın Yıllık Büyüme Katkısı	52
Grafik 4.2.2. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	52
Grafik 4.2.3. Gelişmiş Ülkelerde GSYİH Gerçekleşme ve Tahminleri	53
Grafik 4.2.4. İhracat Miktar Endeksi	54
Grafik 4.2.5. Mal ve Hizmet İhracatı	54
Grafik 4.2.6. İYA İhracat Siparişleri ve Gelecek Üç Ay Beklentisi	54
Grafik 4.2.7. PMI İhracat Siparişleri Endeksi	54
Grafik 4.2.8. Gelişmiş Ülke GSYİH Tahminlerinde Güncelleme	55
Grafik 4.2.9. İthalat Miktar Endeksi	56
Grafik 4.2.10. Tüketim Malları İthalat Miktar Endeksi	56
Grafik 4.2.11. Yatırım Malları İthalat Miktar Endeksi	56
Grafik 4.2.12. Ara Malları İthalat Miktar Endeksi	56
Grafik 4.2.13. Mal ve Hizmet İthalatı	57
Grafik 4.3.1. Sanayi Üretim Endeksi	58
Grafik 4.3.2. İYA Mamul Mal Stok Miktarı (Normal Üstü-Normal Altı, Yüzde) ve Stok Düzeyi	59
Grafik 4.3.3. Çıktı Açığı	60
Grafik 4.4.1. İşsizlik Oranındaki Değişimin Kompozisyonu	60
Grafik 4.4.2. Tarım Dışı İstihdam	61
Grafik 4.4.3. Tarım Dışı İşsizlik Oranı	61
Grafik 4.4.4. Tarım Dışı İstihdam	61
Grafik 4.4.5. Sanayi İstihdamı (Milyon Kişi) ve Üretimi (2005=100)	62
Grafik 4.4.6. İmalat Sanayi İstihdam Endeksi	62
Grafik 4.4.7. İnşaat İstihdamı	62
Grafik 4.4.8. Hizmetler İstihdamı	62
Grafik 4.4.9. İşsizlik Oranları	63
Grafik 4.4.10. Net İşsiz Sayısındaki Değişim	63
Grafik 4.4.11. İmalat Sanayi Sektöründe Reel Ücret Ödemeleri	63
Grafik 4.4.12. Ticaret-Hizmet Sektöründe Reel Ücret Ödemeleri	63
Grafik 4.4.13. Bina İnşaatı Sektöründe Reel Ücret Ödemeleri	64
Grafik 4.4.14. Bina-Dışı İnşaat Sektöründe Reel Ücret Ödemeleri	64
Grafik 4.4.15. Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	64

**5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK**

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	74
Grafik 5.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranları	75
Grafik 5.1.3. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	76
Grafik 5.1.4. Piyasa Faizinin Vade Yapısı	77
Grafik 5.1.5. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler ve Ticari Kredilerde Sıklık Göstergeleri	78
Grafik 5.1.6. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	78
Grafik 5.1.7. Döviz Kuru Gelişmeleri	79
Grafik 5.1.8. Fazla TL Likiditesi	80
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSYİH	81
Grafik 5.2.2. Tüketici Kredileri Alt Kalemleri	81
Grafik 5.2.3. Kredi Faizleri	82
Grafik 5.2.4. Kredi ve Mevduat Faiz Farkları	83

**6. KAMU MALİYESİ**

Grafik 6.1. Genel Devlet Bütçe Açığı	87
Grafik 6.1.1. Reel Vergi Gelirleri	91
Grafik 6.1.2. Faiz Dışı Fazla	92
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	93
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	94
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	95

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.1.1. 2009 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri	100
Grafik 7.1.2. 2010 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri	101
Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	102



## TABLÖLAR

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Yıllık Büyüme Tahminleri	17
---------------------------------------	----

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. 2009 Yılı Bİtkisel Üretim İlk Tahminleri	34
Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	35
Tablo 3.1.3. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları	37

### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. Yerleşik ve Yerleşik Olmayan Hanehalkı Tüketimi	47
--	----

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşme ve Hedefleri	88
Tablo 6.2. AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku Gerçekleşme ve Hedefleri	89
Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	89
Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	90
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	91

### 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1. Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda Sunulan Tahminlerin Güncellenmesinin Temel Kaynakları	98
---	----

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BoE</b>	İngiltere Merkez Bankası
<b>BoJ</b>	Japonya Merkez Bankası
<b>CDS</b>	Kredi İflas Takası
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>IEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<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>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşekkülleri
<b>Kurul</b>	Para Politikası Kurulu
<b>OECD</b>	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
<b>OVP</b>	Orta Vadeli Program
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PMI</b>	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>TL</b>	Türk lirası