



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

2008-IV



## İÇİNDEKİLER

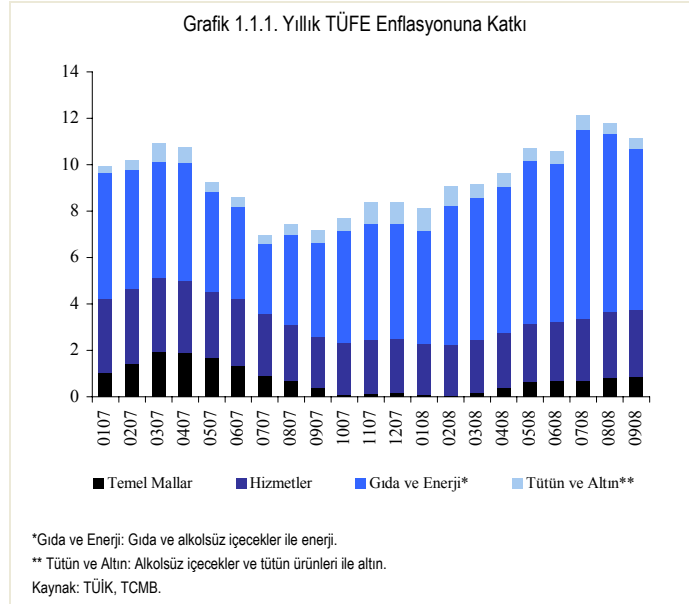
<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	1
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Enflasyon Görünümü ve Para Politikası	2
1.3. Riskler	6
1.4. Sonuç	7
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	9
2.1. Makroekonomik Gelişmeler	9
2.2. Uluslararası Piyasalar	16
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	23
3.1. Enflasyon	23
3.2. Beklentiler	32
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	39
4.1. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	39
4.2. Dış Talep	46
4.3. Çıktı Açığı	50
4.4. İş Gücü Maliyetleri	50
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	57
5.1. Finansal Piyasalar	57
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	62
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	67
6.1. Bütçe Gelişmeleri	68
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	72
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	75
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	75
7.2. Orta Vadeli Görünüm	77
7.3. Riskler	80



# 1. Genel Değerlendirme

## 1.1. Enflasyon Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğinde, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin gelişmeler enflasyonun temel belirleyicisi olmaya devam etmiştir. Eylül ayında küresel finans piyasalarındaki sorunların derinleşmesiyle enerji ve diğer emtia fiyatları belirgin bir düşüş eğilimine girmiş, ancak gecikmeli etkiler enflasyonu yüksek seviyelerde tutmaya devam etmiştir. Eylül ayı itibarıyla yüzde 11,1 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun yaklaşık 7 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır (Grafik 1.1.1.).



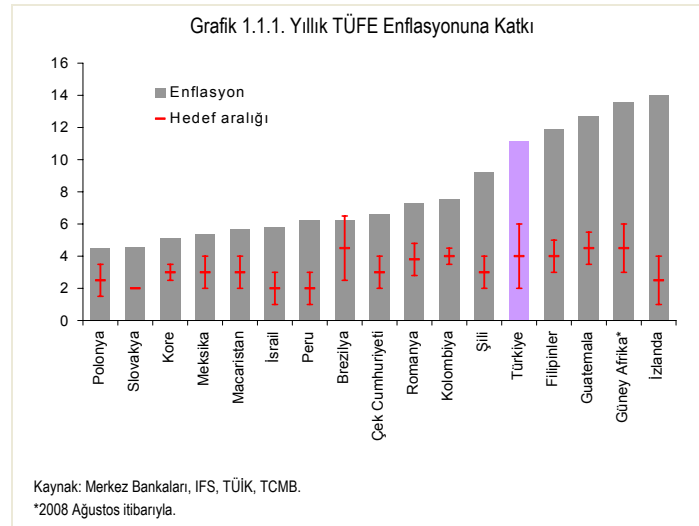
Yılın üçüncü çeyreğinde enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsur enerji fiyatlarındaki gelişmeler olmuştur. Petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü düzeltmeye rağmen, elektrik, doğalgaz ve katı yakıtlar gibi diğer enerji kalemlerindeki artışlar sürmüştür. Bu doğrultuda, üçüncü çeyreğin sonu itibarıyla enerji fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı 3,8 puana ulaşmıştır.

Gıda fiyat artışları üçüncü çeyrekte belirgin bir yavaşlama göstermiştir. Olumlu hava koşulları ve tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüşlerle, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı ikinci çeyreğin sonundaki yüzde 14 düzeyinden üçüncü çeyrekte yüzde 11,1 seviyesine gerilemiştir. Özellikle işlenmemiş gıda

fiyatlarında son iki çeyrekte devam eden düzeltme beklenenden daha olumlu gerçekleşmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde temel enflasyon göstergelerindeki yükseliş sürmüştür. Gıda, enerji ve tütün ürünlerini dışarıda bırakan I endeksinin yıllık artış oranı bu dönemde yüzde 6,4'ten yüzde 7,3 düzeyine yükselmiştir. Bu gelişme, genel fiyatlandırma davranışlarındaki bozulmadan ziyade geçtiğimiz yılın aynı dönemindeki düşük bazdan kaynaklanmaktadır. Nitekim, mevsimsellikten arındırılmış I endeksinin aylık artış oranları son dönemde enflasyonun ana eğiliminin yavaşladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, yakın dönemde döviz kurunda gözlenen hareketler sonrasında son çeyrekte temel enflasyon göstergelerinin geçici olarak yükseliş gösterebileceği tahmin edilmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, uluslararası emtia fiyatlarının yüksek seyri bütün dünyada enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir. Grafik 1.1.2'de de görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin biri hariç hepsinde enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır.



## 1.2. Enflasyon Görünümü ve Para Politikası

Para Politikası Kurulu (Kurul), enflasyon beklentilerindeki bozulmayı durdurmak ve arz yönlü şokların genel fiyatlandırma davranışlarına yansımalarını engellemek amacıyla Mayıs-Temmuz döneminde 150 baz puanlık sıkılaştırmaya gitmiştir. Enflasyon hedeflerindeki değişikliğin parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulanması stratejisi enflasyon beklentilerini kontrol

altına almakta başarılı olmuş, yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon beklentilerinde iyileşme gözlenmiştir.

İç talepte süregelen belirgin yavaşlamaya rağmen, küresel piyasalardaki belirsizlikler para politikasının temkinli olmasını gerektirmektedir. Bu çerçevede, Ağustos-Ekim döneminde kısa vadeli faiz oranları sabit tutulmuştur. Kurul, son toplantısından sonra yayımladığı açıklamada, döviz kurlarında gözlenen hareketlerin enflasyon üzerinde oluşturduğu etkinin, gıda fiyatlarındaki olumlu görünüm ve petrol fiyatlarında gözlenen keskin düşüş ile telafi edileceği değerlendirmesinde bulunmuştur. Bununla birlikte, son dönemde küresel belirsizliklerin artarak devam etmesinin, gerek enflasyon tahminlerinde gerekse para politikası kararlarında temkinli olmayı gerektirdiği ifade edilmiştir.

Son dönemde yurt içi satış, üretim ve güven endekslerine dair açıklanan veriler, Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bu yana yurt içi faaliyetlerdeki yavaşlamanın daha da belirginleştiğine işaret etmektedir. Küresel finans piyasalarındaki çalkantı tüm dünyada hissedilirken, ülkemizde de özel tüketim ve yatırım harcamalarının durağan bir seyir izlemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Tüketici kredilerine ilişkin veriler de finansman koşullarının sıkı olmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketici kredilerindeki yıllık artış oranları iç talebin canlı olduğu dönemlere kıyasla halen oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir. Son dönemde tüketici kredilerindeki yavaşlama daha da belirginleşmiştir. Risk algılamalarındaki artışın ve kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın kredi genişlemesini sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Yurt içi talepteki yavaşlama ve döviz kurunda gözlenen değer kaybı, önümüzdeki dönemde net ihracatın toplam talep büyümesine katkısını artıracaktır. Bununla birlikte, ticaret ortaklarımızın iktisadi faaliyetindeki yavaşlamanın bu katkıyı kısmen sınırlayıcı etki yapacağı öngörülmektedir.

Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde iç talebin durağan seyrini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, tahminlerimiz oluşturulurken toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin bir önceki döneme göre arttığı bir çerçeve öngörülmüştür.

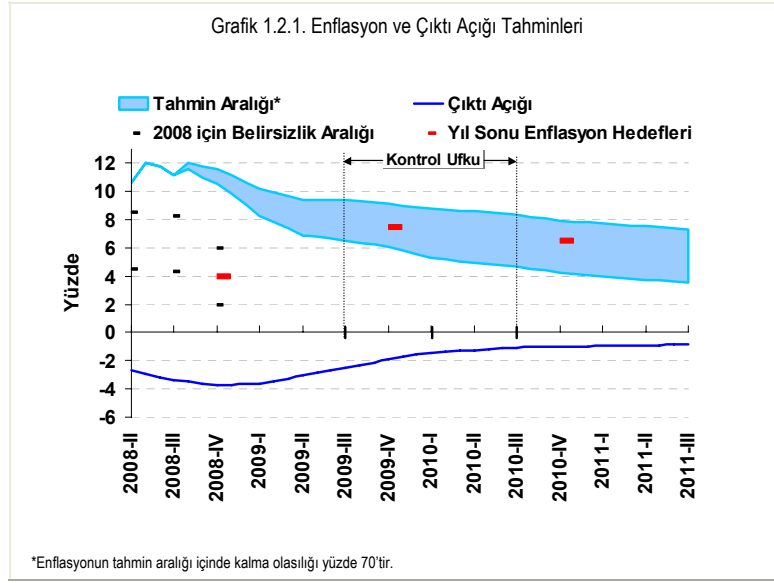
Küresel finans piyasalarındaki sorunların derinleşmesinden kaynaklanan belirsizlikler özellikle ABD doları likiditesine olan talebin olağanüstü düzeylere yükselmesine neden olmuş ve yakın dönemde Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin paralarında belirgin değer kayıplarına yol açmıştır. İç talepteki yavaşlamanın döviz kurundan fiyatlara geçişi sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, içinde bulunduğumuz dönemde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin geçmiş dönemlere kıyasla daha zayıf olması beklenmektedir. Bununla beraber, döviz kuru hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki doğrudan etkilerinin 2008 yılı sonunda 1,2 puan, 2009 yılı sonunda ise 1,5 puan olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Temmuz Enflasyon Raporu'nda baz senaryoda petrol fiyatlarının 140 ABD doları düzeyinde seyredeceği varsayılmıştı. Geçen süre zarfında petrol fiyatlarında keskin bir düşüş gözlenmesi, varsayımların aşağı yönlü güncellenmesini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede Ekim ayının ilk üç haftasına ilişkin vadeli fiyatların ortalaması referans alınarak, ana senaryoda petrol fiyatlarının 80 ABD doları civarında seyredeceği varsayılmıştır. Diğer yandan, elektrik ve doğalgaz gibi diğer enerji kalemlerinin fiyatlarında gözlenen yüksek artışlar, petrol fiyatlarındaki düşüşün olumlu etkilerini kısmen sınırlamıştır. Sonuç olarak, enerji fiyatlarındaki güncellemeler enflasyon tahminlerini 2008 yıl sonu için 0,5 puan, 2009 yıl sonu için ise 1,1 puan aşağı çekmiştir.

Gıda fiyatları da Temmuz ayında esas alınan ana senaryoya göre daha olumlu bir seyir izlemiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının beklenenden olumlu seyri ve tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüş göz önüne alınarak, gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlar aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, gıda fiyat enflasyonu varsayımı 2008 yılı için yüzde 14'ten yüzde 11'e, 2009 yılı için ise yüzde 9'dan yüzde 7,5'e düşürülmüştür. Bu değişiklik 2008 ve 2009 yılı enflasyon tahminlerinin sırasıyla 0,8 ve 0,4 puan aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Ayrıca, 2010 yılı sonu için gıda fiyat enflasyonu yüzde 7'den yüzde 6'ya çekilmiştir.

Arz yönlü şokların birikimli etkileriyle, yılın üçüncü çeyreğinde hizmet enflasyonu beklenenden daha yüksek bir artış göstermiştir. Bu gelişme 2008 yıl sonu enflasyon tahminlerimizde bir önceki döneme kıyasla 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Önümüzdeki yıl ise toplam talepteki yavaşlamanın etkisiyle, hizmet enflasyonunun belirgin bir düşüş göstermesi beklenmektedir.

Bu varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre 2008 yılı sonunda enflasyonun yüzde 11,1 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 6,1 ile yüzde 9,1 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4,3 ile yüzde 7,9 arasında (orta noktası 6,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla ise enflasyonun yüzde 5,4 düzeyine düşmesi beklenmektedir (Grafik 1.2.1.).



Sonuç olarak, döviz kurundaki gelişmelerin enflasyon üzerinde oluşturduğu baskıların, gerek gıda ve enerji fiyatlarının olumlu seyri gerekse iç talepteki yavaşlamayla telafi edileceği öngörülmüş ve bu doğrultuda orta vadeli enflasyon tahminlerimizde belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikasının duruşunu değiştirmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Özellikle belirsizliklerin yüksek boyutlara ulaştığı mevcut konjunktürde para politikasının esnekliğini koruması gerekmektedir.



### *1.3. Riskler*

Son dönemde uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunlar nedeniyle küresel finans piyasalarında güven kaybı oluşmuştur. Bu gelişmeler küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek özellikle ABD doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuştur. Merkez bankaları hızlı ve koordineli bir şekilde hareket ederek piyasaların etkin çalışmasını sağlamak üzere para piyasalarındaki likidite sıkışmasını gidermeye çalışmaktadır. Bu doğrultuda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da piyasalarımızın işleyişini düzenli hale getirmek amacıyla bir dizi önlem almıştır. Bu önlemlerin birincisi TCMB nezdindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlanması olmuştur. İkinci olarak, Türk bankalarının likidite durumlarını daha da güçlendirmek amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Üçüncüsü, döviz piyasasındaki sağlıksız fiyat oluşumlarını önlemek amacıyla piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmasına karar verilmiştir. Ayrıca, piyasaların etkin bir şekilde işlenmesini sağlamak amacıyla, gerektiğinde diğer önlemlere de başvurulabileceği kamuoyuna duyurulmuştur.

Önümüzdeki dönemde kredi koşullarındaki sıkılaşmanın süreceği tahmin edilmektedir. Bu gelişmeler, enflasyon üzerinde, kısa vadede olası portföy hareketleri kanalıyla yukarı yönlü, orta vadede ise iç talepteki yavaşlama kanalıyla aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Mevcut küresel belirsizlikler göz önüne alındığında para politikasının her iki yönde de esnek olması gerekmektedir. Nitekim, bu raporda önceki raporlardan farklı olarak, tahminler sunulurken kısa vadeli faizlerin görünümüne ilişkin somut bir sinyal verilmemiştir. Alınacak para politikası kararları küresel finans piyasalarında süregelen sorunların yurt içi yansımalarının niteliğine bağlı olarak belirlenecektir.

Emtia fiyatlarındaki belirsizlikler enflasyon tahminlerine ilişkin risk oluşturmaya devam etmektedir. Gıda ve enerji fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeye rağmen tahminlerimiz oldukça temkinli varsayımlara dayanmaktadır. Bu nedenle, enerji ve gıda fiyatlarına dair aşağı yönlü risklerin en az yukarı yönlü riskler kadar belirgin olduğu belirtilmelidir. Gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin alternatif varsayımlara dayanarak oluşturulan enflasyon görünümü Rapor'un son bölümünde sunulmaktadır. Buna göre, ilk senaryoda gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 12,5, 10 ve 9 olarak gerçekleşeceği, petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 110

ABD dolarına kadar yükseldikten sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre yapılan projeksiyonlar, para politikasının gerekli tepkiyi verdiği varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 8,9, 2010 yılı sonunda ise yüzde 7,1 civarında gerçekleşeceğine işaret etmektedir.

İkinci senaryoda ise gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 9,5, 5 ve 3 olarak gerçekleşeceği, petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 50 ABD dolarına kadar indikten sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre, para politikasının gerekli tepkiyi verdiği varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 6,3 civarında, 2010 yılının sonunda ise yüzde 5,2 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Son olarak, orta vadeli tahminlerimizin, kamu harcamalarının ve gelirler politikasının açıklanan hedeflerle uyumlu gerçekleşeceği varsayımını içerdiği ve otomatik fiyatlama mekanizmaları dışında, dolaylı vergi artışı veya yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki öngörmediği belirtilmelidir. Diğer bir ifadeyle, kamu bütçesinde sıkılaştırma gereği doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlardaki olası sapmalar enflasyon ve para politikasının görünümünü de değiştirebilecektir.

#### *1.4. Sonuç*

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bu yana geçen süre zarfında uluslararası piyasalarda olağanüstü bir hareketlilik yaşanmaktadır. Bu süreç enflasyon görünümünü birçok farklı kanaldan etkilemektedir: Son dönemde Yeni Türk lirasında gözlenen keskin değer kaybı, özellikle kısa vadede enflasyonu olumsuz etkileyecektir. İkinci olarak, iç talepte öngörülenin ötesinde bir yavaşlama olabileceğinin ortaya çıkması, toplam talebin enflasyona verdiği desteği artırmıştır. Son olarak, emtia fiyatlarında yaşanan sert düşüşler göz önüne alınarak, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin varsayımlar aşağı yönlü güncellenmiştir.

Döviz kurundaki hareketlerin enflasyon üzerinde oluşturduğu baskının, gıda ve enerji fiyatlarının olumlu seyri ve iç talepteki yavaşlamayla telafi edileceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede güncellenen tahminlerimiz, önümüzdeki üç yıl için yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 düzeyinde belirlenmiş olan hedeflerin, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin oldukça temkinli varsayımlar altında

dahi ulaşılabilir olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, son dönemde küresel belirsizliklerin artarak devam etmesi enflasyon tahminlerinde ve para politikası kararlarında temkinli olmayı gerektirmektedir.

Likidite koşullarındaki gelişmeler yakından izlenmektedir. Son dönemde, finansal piyasalarımızın etkin bir şekilde işlemeye devam etmesini sağlamak amacıyla bir dizi önlem alınmıştır. TCMB, uluslararası piyasalardaki çalkantının ekonomimiz üzerindeki etkilerini sınırlamak için üzerine düşeni yapmaya devam edecektir. Bundan sonraki politika kararları büyük ölçüde küresel piyasalardaki gelişmelere ve bunların yurt içine yansımalarına göre şekillenecektir.

Küresel finans piyasalarındaki sorunlara karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir fakat bu tek başına yeterli değildir. Mevcut şokların ekonomiye etkisinin sınırlı kalması için, mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi de en az para politikası kadar önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışlarının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

### 2.1. Makroekonomik Gelişmeler

2007 yılının Ağustos ayında konut kredisi piyasasında yüksek riskli konut kredilerine ilişkin olumsuz gelişmelere bağlı olarak oluşan finansal krizin etkileri, 2008 yılının yaz aylarında ikinci el konut kredisi piyasasında faaliyet gösteren ve hükümetçe desteklenen FannieMae ve FreddieMac'in finansal yapılarına ilişkin endişeler nedeniyle tekrar yükselişe geçmiştir. Artan endişelerin küresel finansal piyasalarda yarattığı bozulma, önceki dalgalanmalardan görece olarak daha az etkilenen finansal olmayan sektörleri ve gelişmekte olan ülkeleri içine alacak şekilde genişlemeye başlamıştır. 2008 yılı Ağustos ve Eylül aylarında gelişmiş ülkeler, finansal piyasalardaki gerginliği azaltmak amacıyla piyasalara eşgüdümlü olarak yüklü miktarlarda likidite sağlamışlardır.

Alınan önlemlere rağmen söz konusu endişelerin giderilememesi sonucu, 7 Eylül 2008 tarihinde FannieMae ve FreddieMac'in yönetimini Federal Emlak Finansmanı Otoritesi (Federal Housing Finance Agency-FHFA)'nin devralmasıyla finansal kriz yeni bir boyuta ulaşmıştır. Nitekim, 15 Eylül 2008 tarihinde finansal kuruluşlardan Lehman Brothers şirketi iflasını açıklamış, 16 Eylül 2008 tarihinde American International Group (AIG) adlı dünyanın en büyük sigorta şirketinin hisse senetleri yüzde 60 değer kaybetmiş ve ABD Merkez Bankası (Fed) tarafından yüksek miktarda mali destek sağlanmıştır. Bu gelişmelerin yanısıra, diğer büyük yatırım şirketlerinin de mevduat kuruluşlarına sağlanmakta olan Fed'in kısa dönemli likidite imkanlarından yararlanma istekleri risk algılamasını artırmış ve dünya genelinde bankalararası para piyasaları kilitlenerek fonlama maliyetleri yükselmiştir.

Sonuç olarak, bu gelişmelerin etkilerinin ABD ekonomisiyle sınırlı kalmaması, finansal krizin küresel ölçekte bir krize dönüşebileceğini göstermiştir. Nitekim, Avrupa'nın finansal kuruluşlarının da ABD'deki gibi kurtarılması gereği ortaya çıkmış ve buna bağlı olarak küresel piyasalarda sistemik risk artmıştır. Sistemik riskin artması sonucunda gözlenen küresel finansal sistemdeki bozulmanın reel sektöre yansımaları, artan fonlama maliyetleri ve daralan kredi imkanları kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede kredi piyasalarında arz yönlü daralmanın artarak devam etmesi, krizin finansal olmayan sektörleri ve gelişmekte olan ülkeleri daha fazla

etkilemesi olasılığını artırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki kırılganlıklar bölgeden bölgeye farklılık göstermekle birlikte, küresel krizin olumsuz etkilerinin bankacılık sektörü ve bütçe yapısı sağlam olmayan, kısa vadeli sermaye girişlerinin ağırlıklı olduğu, döviz kurundaki değişimlere duyarlı ekonomilerde kendini daha fazla hissettirebileceği düşünülmektedir.

Küresel ölçekte makro ekonomik büyümenin yavaşlaması ile birlikte büyük finansal kuruluşların iflasın eşiğine gelmesi veya iflas etmesi, kredi riskinin artmasına, banka bilançolarının bozulmasına ve hisse senetlerinin değerlerinin de hızla düşmesine neden olmuştur. Söz konusu gelişmeler, küresel finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik kamu müdahalelerinin eşi görülmedik seviyelere ulaşmasına neden olmuştur. Bir diğer deyişle, küresel kredi piyasalarına ilişkin hızla artan kaygılar sonucunda ABD ve Avrupa ülkeleri 2008 yılı Ekim ayı başlarında yeni önlem paketlerini hızla uygulamaya başlamışlardır. 3 Ekim 2008 tarihinde yürürlüğe giren Acil Ekonomik İstikrar Yasası (Emergency Economic Stabilization Act) kapsamında geliştirilen Sorunlu Varlıkları Kurtarma Planı (Troubled Asset Relief Program-TARF) çerçevesinde ABD Hazine Bakanlığı'na likiditesi düşük ipotekli kredileri devralma hakkı getirilmiştir. Söz konusu kurtarma planı ile konut kredisi kaynaklı zararların daha da büyümesinin önüne geçilmesi, konut kredisine dayalı varlıkların fiyatlanmasının daha şeffaf olmasının sağlanması ve banka bilançolarındaki likidite sıkışıklığının giderilmesi amaçlanmaktadır. Buna ek olarak, ABD ve Avrupa'da mevduata getirilen güvence sınırı da büyük oranda artırılmıştır. Ayrıca, G-7 ülkeleri, gerektiğinde kamu kaynaklarının kullanılması yoluyla söz konusu finansal kuruluşlara sermaye aktarılabilmesini kapsayan eylem planı üzerinde anlaşmaya varmıştır.

### ***2.1.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası***

Bu dönemde ABD ekonomisinin 2008 yılı ikinci çeyreğinde yüzde 2,2 oranında büyüdüğü görülmekte, ancak 2008 yılı üçüncü çeyreğinde büyüme hızının yavaşlayarak yüzde 1,2'ye düşeceği tahmin edilmektedir. ABD ekonomisinin 2008 yılındaki büyüme oranına ilişkin tahminlerin değişmediği, bununla birlikte 2009 yılı için önceki tahmin olan yüzde 1,4'ün keskin bir düşüşle yüzde 0'a gerileyeceği öngörülmektedir (Tablo 2.1.1).

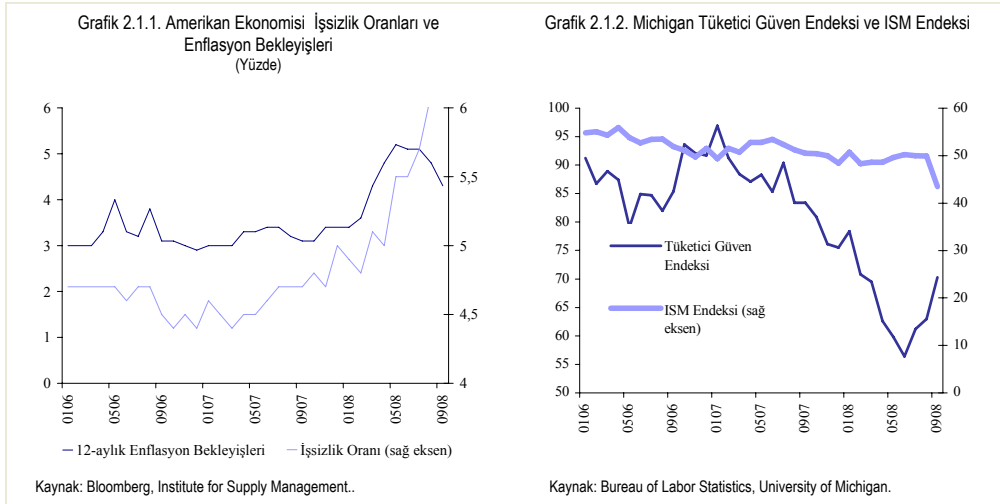
Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2007	2008 *	2009 *	2008				2009				
				I	II	III*	IV *	I*	II*	III *	IV*	
Dünya**	5,0	3,9	3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ABD***	2,0	1,8	0,0	2,5	2,2	1,2	1,3	1,3	1,0	1,4	2,1	2,1
Euro Bölgesi****	2,6	1,2	0,5	2,1	1,4	0,8	0,7	0,2	0,7	1,1	1,3	1,3
İngiltere****	3,0	1,1	-0,2	2,3	1,4	0,8	0,1	-0,1	0,2	0,8	1,4	1,4
Japonya****	2,0	0,7	0,5	1,2	1,0	0,9	0,5	0,0	0,8	1,0	1,3	1,3
Çin****	11,9	9,7	9,3	10,6	10,4	-	-	-	-	-	-	-
Almanya****	2,5	1,7	0,3	2,6	1,7	1,2	0,9	-0,1	0,7	1,0	1,3	1,3
Fransa****	2,1	0,9	0,5	2,0	1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	1,2	1,4	1,4
İtalya****	1,4	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,3	-0,1	0,4	0,6	0,7	0,7

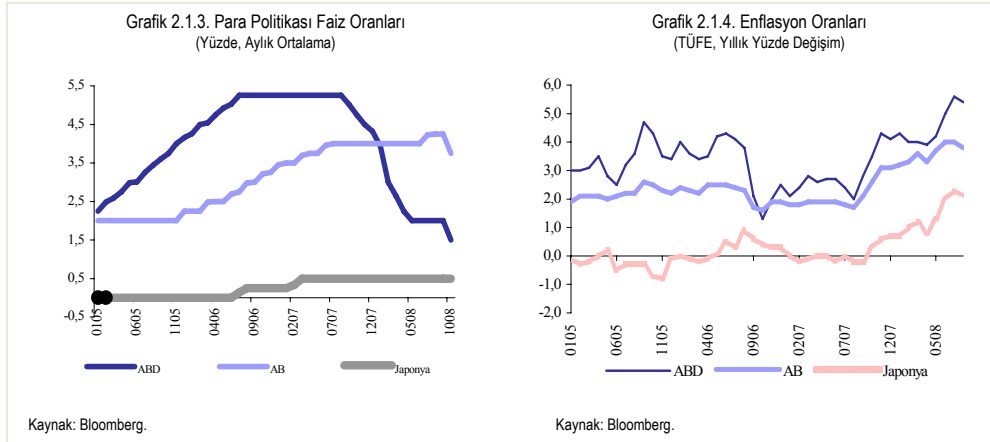
\*Tahmin.

Kaynak: \*\* IMF World Economic Outlook, \*\*\* Consensus Forecasts, \*\*\*\*Economic Intelligence Unit.

Yine bu dönemde ABD ekonomisinde işsizlik oranı artmış, azalan ekonomik faaliyetlere bağlı olarak enflasyon beklentileri az da olsa düşmüştür. Bunun yanı sıra reel sektör güven endeksinde (ISM) bozulma devam ederken tüketici güven endeksinde son aylarda düzelleme gözlenmiştir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).



ABD ekonomisi enflasyon verileri enflasyonun yüksek seviyesini koruduğunu, ancak özellikle yakın zamanda enerji ve emtia fiyatlarında gözlenen düşüşün önümüzdeki dönemde tüketici fiyatlarındaki artış hızını yavaşlatacağını göstermektedir. Tüketim harcamalarında beklenen yavaşlama bu beklentiyi güçlendirmektedir. Bunun sonucunda Fed, büyüme üzerindeki olumsuz gelişmeleri de gözönünde tutarak, 8 Ekim ve 29 Ekim tarihlerinde 50’şer baz puanlık faiz indirimine gitmiş ve kısa vadeli faiz oranını yüzde 1 seviyesine çekmiştir (Grafik 2.1.3 ve Grafik 2.1.4).



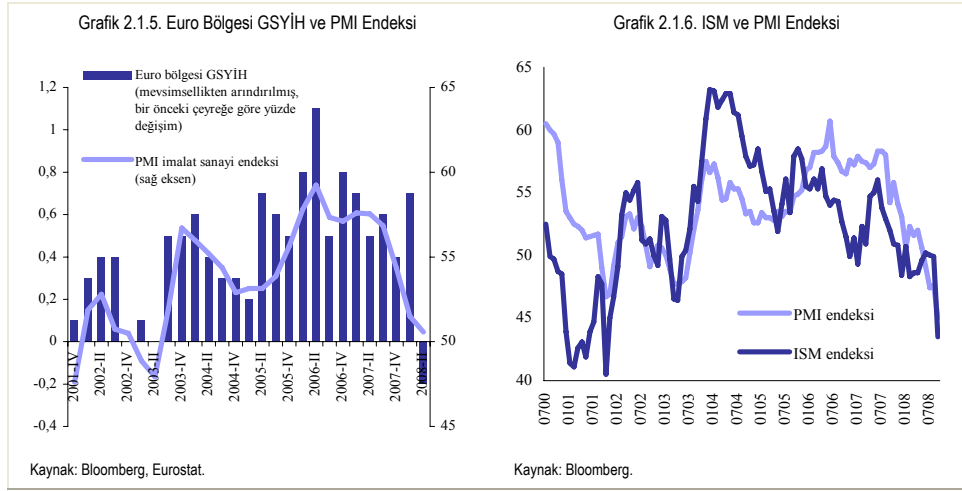
ABD ekonomisi ihracatı olumlu seyrine devam etmektedir. Yakın zamanda gözlenen petrol fiyatlarındaki düşüşün cari açığı azaltacağı beklenmekle beraber, küresel ekonomik aktivitenin yavaşlaması bu beklentinin çok güçlü olmasını engellemektedir.

Finansal piyasalardaki likidite sıkışıklığı nedeniyle Fed piyasadaki likiditeyi artırıcı önlemler almaya devam etmektedir. Bu kapsamda Vadeli İhale Kolaylığı (Term Auction Facility – TAF) programı uygulaması sürmektedir. Bir başka önlem olarak da Fed, Avrupa Merkez Bankası (ECB), İngiltere Merkez Bankası (BoE), Japonya Merkez Bankası (BoJ) ve İsviçre Merkez Bankası (SNB)’nın Amerikan doları cinsi likidite işlemlerine kaynak sağlamak amacıyla takas yetki limiti (Swap Authorization Limit) 330 milyar ABD doları artırılarak 620 milyar ABD dolarına çıkarılmış, daha sonra tamamen serbest bırakılmıştır. Ayrıca Fed, vadeli finansman piyasasındaki (Term Funding Market) likidite sıkışıklığını önlemeye yönelik olarak Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı (Commercial Paper Funding Facility–CPFF) programını uygulamaya koyacağını açıklamıştır.

2008 yılının ilk çeyreğinde yıllık yüzde 2,1 oranında büyüyen Euro bölgesi ekonomileri yılın ikinci çeyreğinde önceki yıla göre yüzde 1,4 oranında büyümüştür. 2008 yılının ilk çeyreğinde olumlu hava koşullarına bağlı olarak kaydedilen yüksek oranlı inşaat sektörü faaliyetleri ilk çeyrekte büyümenin sürükleyici faktörü iken, yılın ikinci çeyreğinde özellikle yatırım harcamalarının azalması yoluyla gerçekleşen iç talep azalışı ekonomik büyümede önceki çeyreğe göre daralmaya neden olmuştur. Aynı dönemde

gerek ithalat gerekse ihracatın da milli gelir içerisindeki payının düştüğü görülmektedir.

Euro bölgesi büyümesine ilişkin beklentiler, iç talep daralmasının ve finansal kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın gelecek dönemde büyümeyi olumsuz etkileyeceği yönündedir. Öncü göstergeler niteliğinde olan Euro bölgesi imalat sanayi güven endeksi (PMI) 2008 yılı Haziran ayında 50 eşik değerinin altına inerek söz konusu sektöre ilişkin büyüme beklentilerinin pozitiften negatife döndüğünü göstermektedir. PMI'daki aşağı yönlü hareket bu tarihten sonra da devam etmiş ve Eylül ayı itibarıyla 45 seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.1.5 ve Grafik 2.1.6).



Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) enflasyonu 2008 yılı Ağustos ayında yüzde 3,8 ve Eylül ayında yüzde 3,6 oranında yükselerek fiyat istikrarı için ideal kabul edilen yüzde 2 seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.4). 2008 yılı Haziran ve Temmuz aylarında yüzde 4 seviyesine çıkan yıllık HICP enflasyonunun takip eden aylarda azalmaya başlaması, enerji fiyatları enflasyonunun yavaşlamasından kaynaklanmaktadır. Bu azalışta özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşle beraber gerçekleşen petrole dayalı enerji malları enflasyonundaki gerileme etkili olmuştur. Buna ek olarak, gerek işlenmiş gerekse işlenmemiş gıda enflasyonu HICP enflasyon oranının gerilemesine katkıda bulunmaktadır. Öte yandan, Euro bölgesi enflasyon oranının 2009 yılı içinde azalış eğilimine gireceği ancak fiyat istikrarı ile tutarlı seviyenin üzerinde bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.1.4).



Derinleşen küresel finansal kriz nedeniyle Euro bölgesi para politikasında önemli değişiklikler kaydedilmiştir. ECB Yönetim Konseyi 3 Temmuz 2008 tarihli toplantısında yükselen HICP enflasyonunun ikincil etkilerini en aza indirmek ve fiyat istikrarı üzerinde orta dönem için artan yukarı yönlü riskleri azaltmak amacıyla politika faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 4,25'e yükseltmiştir. Enflasyon oranının fiyat istikrarı için kabul edilebilir düzeyin üzerinde seyretmesine karşın ECB, finansal istikrarın sağlanmasına öncelik vererek 8 Ekim 2008 tarihinde politika faiz oranını Fed, BoE, Kanada Merkez Bankası (BoC), SNB ve İsveç Merkez Bankası (Riksbank) ile aynı anda 50 baz puan düşürerek yüzde 3,75'e indirmiştir.

ABD konut kredisi piyasalarındaki sorunlara bağlı olarak küresel finansal piyasalarda yaşanmakta olan kriz, Japonya ekonomisini ve finans sektörünü de yakından etkilemiştir. Uluslararası yatırımcılar ve finansal kuruluşlar yeni portföylerini oluştururken uzun ve orta vadede daha düşük risk taşıyan sabit gelirli araçlara ve özellikle Japon devlet tahvillerine yönelmektedirler. Söz konusu araçlara olan talep artışı 2008 yılı Mart ayından bu yana fiyatlarda dalgalanmaya neden olurken, likidite sıkışıklığını da beraberinde getirmiştir. Aynı zamanda, küresel enflasyon artışına yönelik beklentiler Japon piyasalarına da yansımış ve likidite sıkışıklığının da etkisiyle uzun dönem faiz oranlarında hızlı bir artışa neden olmuştur.

Öte yandan, Japon hisse senedi piyasalarındaki fiyat dalgalanmaları ABD ve Avrupa piyasalarına göre sınırlı olmuştur. Gecelik faiz oranları ise BoJ'un hedefi olan 0,5 oranı etrafında durağan seyretmiştir. Japon yeni üzerinden alınmış kaldıraçlı pozisyonların çözülmesi nedeniyle Japon yenine olan talep artmış ve yen ABD doları karşısında değer kazanmıştır.

Enerji ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara ek olarak ihracattaki yavaşlama ve küresel mali dalgalanmanın etkisiyle Japonya'da büyüme hız kesmiştir (Tablo 2.1.1). Büyümedeki daralma tüm GSYH bileşenlerinde gözlenmiştir. GSYH'nin 2008 yılı ikinci çeyreğine göre yüzde 0,6 azalmasında, özellikle özel sektör tüketim harcamaları (yüzde 0,6), sabit sermaye yatırımları (yüzde 0,2), ve gayrimenkul yatırımlarının (yüzde 3,4) azalması etkili olmuştur. 2008 yılının ilk yarısında ihracattaki düşüşe rağmen, Temmuz ayında Çin'e yapılan ihracat artışı, yılın geri kalanındaki ihracat artışına yönelik beklentiler yaratmıştır. Uluslararası gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar, üretimin yanısıra Japonya tüketici fiyatlarını da olumsuz etkilemeye devam etmektedir (Grafik

2.1.2). Temmuz ayı yıllık fiyat artışı, yüzde 2,5 ile BoJ'un yüzde 0-2 olan hedef aralığını aşmıştır.

BoJ, uluslararası mal fiyatlarının ve küresel belirsizliklerin Japon ekonomisine etkisinin sınırlı da olsa bir süre daha devam edeceğini belirtmiş, ancak bu gelişmenin politika değişikliği gerektirmediğini ifade ederek gecelik faiz oranını yüzde 0,5 oranında sabit tutmaya karar vermiştir (Grafik 2.1.1).

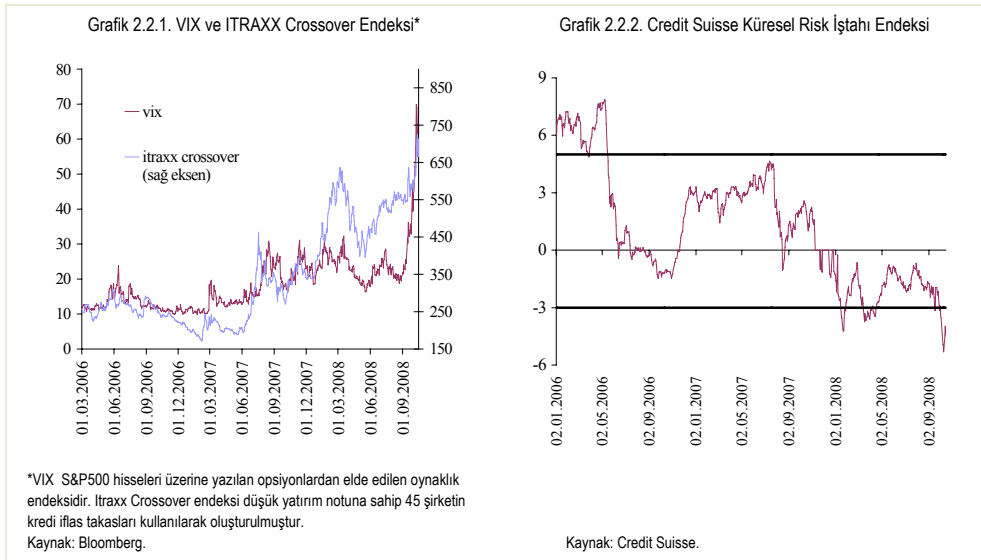
Küresel kriz ve doğal afetler, 2008 yılının ilk yarısında, Çin ekonomisine ilişkin yeni belirsizliklerin oluşmasına neden olmuştur. Öte yandan, artan enflasyonist baskıya ve ödemeler dengesindeki sorunlara rağmen Çin yüksek oranlı büyümesini (yüzde 10,4) yılın ikinci çeyreğinde sürdürmeye devam etmiştir. Yatırım, tüketim ve ihracattaki büyüme Çin'in büyümesinin temel kaynaklarını oluşturmuştur. Önümüzdeki dönemde Çin hükümetinin vergi indirimi ve altyapı yatırımlarıyla ekonomik büyümeye destek vereceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, gıda fiyatları artışlarındaki yavaşlama genel fiyat artışlarının hız kesmesini sağlamıştır. Çin tüketici fiyatları endeksi 2008 yılı Haziran ve Temmuz aylarında yıllık olarak sırasıyla yüzde 7,9 ve 7,7 olarak artarken, Ağustos ayında yüzde 7,3 oranında gerçekleşmiştir.

Çin Merkez Bankası tüketici fiyatlarındaki hızlı artışa dikkat çekerek 2008 yılında sıkı para politikası uygulama kararı almasına rağmen, doğal afetler sonrasında oluşan sorunları çözmek amacıyla, açık piyasa işlemleri ve mevduat munzam oranları gibi para politikası araçlarını kullanarak, genişletici para politikası uygulamıştır. Bu çerçevede, gerek para politikası faiz oranı gerekse mevduat munzam karşılıklarında düşüş gerçekleşmiştir. Aynı zamanda afetlerde zarar görmüş bölgelere merkez bankasından borçlanabilme olanakları genişletilmiştir. Öte yandan, ABD piyasalarındaki gelişmelerin yakından takip edildiğini belirten Çin Merkez Bankası, Çin ekonomisinin söz konusu gelişmeler karşısında güçlü konumunu koruduğunu, küresel finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmak amacıyla ABD piyasalarına gerekli finansal desteği verebileceğini açıklamıştır.

## 2.2. Uluslararası Piyasalar

### 2.2.1. Finansal Piyasalar

ABD para ve kredi piyasalarında başlayan ve son dönemde küresel boyuta ulaşan mali kriz sürecinde bankacılık ve yatırım kuruluşlarının ardı ardına açıkladıkları zararlar ile bazı yatırım kuruluşlarının iflas etmeleri veya devlet kontrolüne geçmeleri, ABD’de beklenen resesyonun şiddetine dair endişeler, yatırımcıların ani tepkilerinin daha da belirginleşmesine yol açmıştır. Bu durum özellikle risk iştahında yaşanan aşırı gerilemelere paralel olarak gelişmekte olan ülke mali piyasalarında oynaklıkların yükselmesine neden olmuştur. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi (CSRA) risk iştahındaki keskin düşüşü yansıtırken, endeks özellikle son dönemde yatırımcıların panik içinde olduğunu gösteren bölgede seyretmektedir.<sup>1</sup> Öte yandan 2008 yılı ikinci çeyreğinde azalma eğiliminde olan VIX ve Itraxx Crossover<sup>2</sup> endeksleri son dönemde şiddetlenen küresel kriz ile beraber tarihinin en yüksek seviyelerine yükselmiştir (Grafik 2.2.1, Grafik 2.2.2).

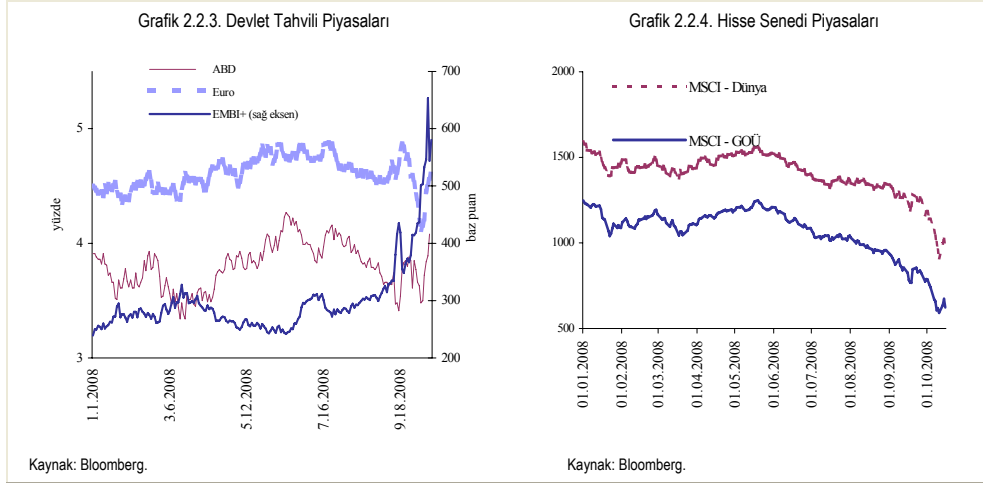


Gelişmiş ülkelere ait tahvil piyasaları incelendiğinde, öne çıkan unsur ikinci çeyrek boyunca artış eğiliminde olan ABD ve Euro bölgesi uzun vadeli tahvil getirilerinin 2008 yılı Haziran ayının sonundan itibaren düşüş eğilimine

<sup>1</sup> Endeksin “-3” değerinin altına düşmesi yatırımcıların panik içinde olduğunu gösterirken, “5” değerinin üzeri aşırı iyimserlik bölgesi olarak tanımlanmaktadır.

<sup>2</sup> Itraxx Crossover endeksi kapsadığı şirketlerin yatırım notlarının Türkiye’yi de içine alan gelişmekte olan ülkelerin yatırım notlarına yakın olması sebebiyle yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelik küresel risk algılamalarının göstergesi olarak kullanılmaktadır.

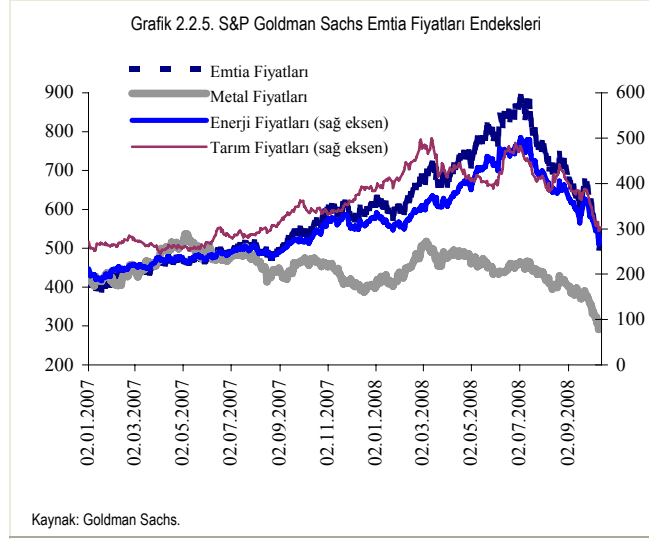
girmesidir. Küresel durgunluk olasılığının bir önceki döneme göre artması ve Euro bölgesi ile ABD hükümetlerinin finansal kuruluşların likit olmayan varlıklarını satın alması sonucu tahvil arzının artacağı beklentisiyle, yatırımcıların güvenli araçlara ilgisi artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise EMBI+ risk primi endeksi azalan küresel risk iştahı ve artan belirsizlikler nedeniyle yükselme eğilimine girmiştir (Grafik 2.2.3).



Hisse senedi piyasalarında 2008 yılı boyunca gözlenen düşüş eğilimi son dönemde iyice belirginleşmiştir. Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) G-7 ülkeleri alt endeksi, 15 Eylül 2008 tarihi itibarıyla, 2007 yılı sonuna kıyasla yüzde 40,2 oranında gerilemiştir. Aynı dönemde MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) alt endeksi ise, ABD doları bazında, yüzde 50 oranında azalış sergilemiştir. Hisse senedi piyasalarında görülen gerilemenin en önemli belirleyicisinin finansal şirketlerin hisse değerlerinin düşüşü olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 2.2.4).

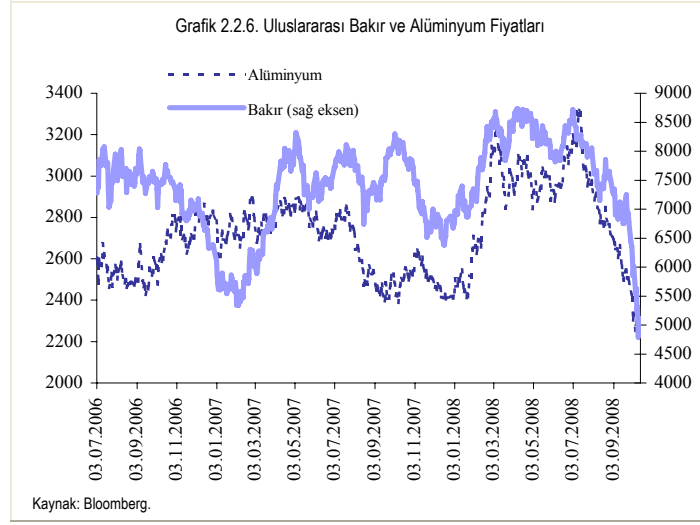
### 2.2.2. Emtia Piyasaları

S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksinin 2008 yılının üçüncü çeyreğinde belirgin bir düşüş eğilimine girdiği gözlenmektedir. Endeks, yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 13,9 oranında artarken, bir önceki çeyreğe göre yüzde 27,9 oranında gerilemiştir. Emtia fiyat endeksinin alt endeksleri olan enerji, metal ve tarım fiyat endekslerinde ise, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre sırasıyla yüzde 29,8, yüzde 22,7 ve yüzde 25,5 oranlarında düşüş gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.5).



Küresel finansal krizin giderek yaygınlık ve derinlik kazanmasıyla birlikte gelişmiş ülke ekonomilerinin resesyona gireceği yönündeki beklentiler belirginlik kazanmıştır. Bu da, sanayide ve yapı inşaatında yoğun olarak kullanılan alüminyum ve bakır talebinde azalmaya neden olmuştur. Temel olarak bu gelişmelerin etkisiyle alüminyum ve bakır fiyatları 2008 yılının üçüncü çeyreğinde sert bir düşüş kaydetmiştir. Enerji girdisi yüksek olan alüminyum üretimindeki maliyetlerin azalması da fiyat düşüşünü destekleyen bir diğer unsur olmuştur.

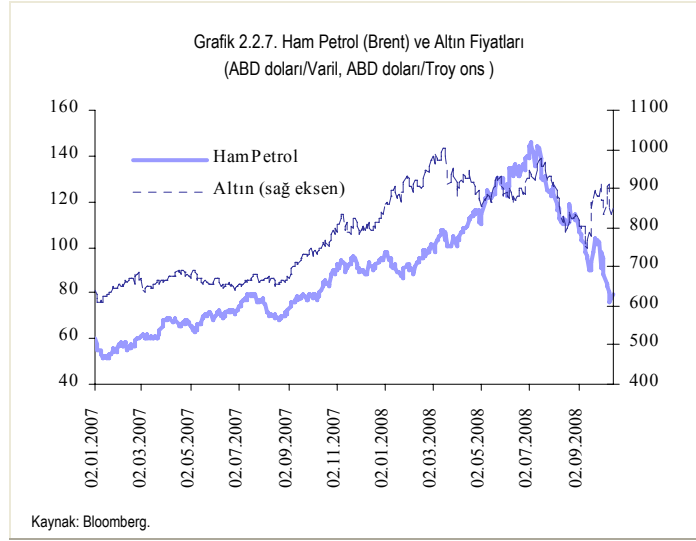
Alüminyum fiyatları 2008 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,8 oranında azalırken, bakır fiyatlarındaki düşüş, yine aynı dönemde, yüzde 20,7 oranında gerçekleşmiştir. Alüminyum ve bakır fiyatlarının 2008 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre kaydettikleri azalma ise, sırasıyla yüzde 22,1 ve yüzde 25,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.6). Şili’de bulunan dünyanın en büyük bakır madenindeki greve ve Çin’in alüminyum üretimini azaltmaya devam etmesine rağmen bakır ve alüminyumda oluşan arz fazlası, fiyatların önümüzdeki dönemde düşük düzeyini koruyacağı yönündeki beklentileri güçlendirmektedir.



2008 yılının Temmuz ayında 145,7 ABD doları/varil düzeyi ile tarihi zirvesine ulaşan uluslararası ham petrol fiyatları, bu tarihten itibaren belirgin bir düşüş eğilimine girmiş, 14 Ekim 2008 tarihi itibarıyla 79,5 ABD doları/varil seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.2.7). Bu seviye, geçen yılın aynı gününe göre yüzde 4,6, Temmuz ayındaki zirve değerine göre ise yüzde 45,4 oranında bir azalışa işaret etmektedir. OPEC ülkelerinin üretimi artırımlarıyla birlikte ortaya çıkan arz artışı, OECD ülkelerinin ekonomik yavaşlama nedeniyle petrole olan talebinin azalması, Gustav ve Ike kasırgalarının petrol arzı üzerinde öngörülenden daha az etkiye yol açması, ABD dolarının değer kazanma eğilimine girmesi ve alternatif enerji fiyatlarında gözlenen düşüşler, petrol fiyatlarında ortaya çıkan azalmanın arkasında yatan temel unsurlar olmuştur. Bununla birlikte, Kafkasya’da yaşanan çatışma ve Nijerya ile İran’a ilişkin jeopolitik sorunlar, petrol fiyatlarındaki gerilemeyi sınırlandırıcı gelişmelerdir.

Özellikle sanayileşmiş ülkelerde ekonomik durgunluk beklentisinin artmasıyla birlikte ulaşım ve sanayi yakıtına olan talep gerilemiştir. OPEC, tüketim hızındaki yavaşlamanın 2009 yılında da devam edeceğini ve petrol talebinin 2002 yılından itibaren gözlenen en düşük seviye olan 0,9 milyon varil(mv)/gün seviyesinde artacağını tahmin etmektedir. Talep hızındaki bu azalmaya karşın OPEC, özellikle OPEC üyesi olmayan ülkelerin petrol arzındaki artışın 2008 yılının kalan kısmı ve 2009 yılında devam edeceğini ve ham petrol stokunun artacağını beklemektedir. Petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturması kaçınılmaz bu durum karşısında OPEC Eylül ayında düzenlediği olağan toplantısında, petrol üretimini 2007 yılı Eylül ayı

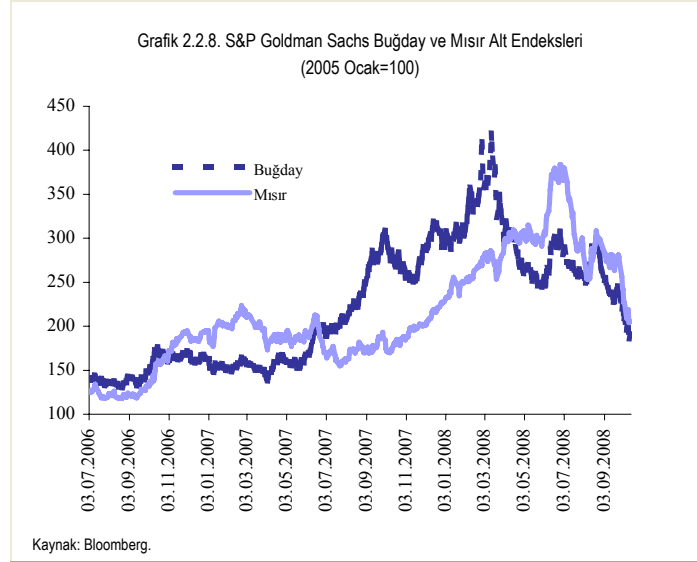
toplantısında belirlenen 28,8 mv/gün düzeyinde sabit tutacağını bildirmiş, Ekim ayında yapılan olağanüstü toplantıda ise günlük petrol üretimini 1,5 milyon varil azaltma kararı almıştır. Önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki hareketliliğin aşağı yönlü olması daha olası görünmektedir. Ancak, petrol çıkarma maliyetlerindeki artışlar, jeopolitik belirsizlikler ve yaklaşan kış, petrol fiyatlarındaki düşüşü sınırlayan unsurlar olacaktır.



Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında risk algılamasının artması, küresel ölçekte enflasyon beklentilerinin yükselmesi ve ABD dolarının diğer temel para birimleri karşısında izleyeceği seyre ilişkin belirsizlikler, özellikle son bir aylık dönemde altına olan talebi artırarak altın fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. 14 Ekim 2008 tarihi itibarıyla altın fiyatları 851,2 ABD doları/Troy ons değerinde işlem görmüş, geçen yılın aynı gününe göre yüzde 12,1 oranında artmıştır (Grafik 2.2.7).

Son bir yıllık dönemde enflasyonun küresel ölçekte yükselmesine neden olan en önemli unsurlardan biri uluslararası gıda fiyatlarındaki hızlı artıştır. Ancak, 2008 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla, uluslararası gıda fiyatlarında belirgin bir düşüş eğilimi gözlenmektedir. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde S&P Goldman Sachs buğday ve mısır alt endeksleri geçen çeyreğe göre sırasıyla yüzde 20,8 ve yüzde 33,9 oranlarında azalma kaydetmişlerdir. Buğday ve mısır fiyatlarında gözlenen gerileme, temel olarak 2008 yılının kalan kısmı ve 2009 yılı için beklenen üretim artışlarından kaynaklanmaktadır. Buna ek olarak, ABD’de etanol üretimi için kullanılan mısır miktarında azalma olacağı

öngörüsü de mısır fiyatları üzerinde azaltıcı yönde katkıda bulunmuştur (Grafik 2.2.8).





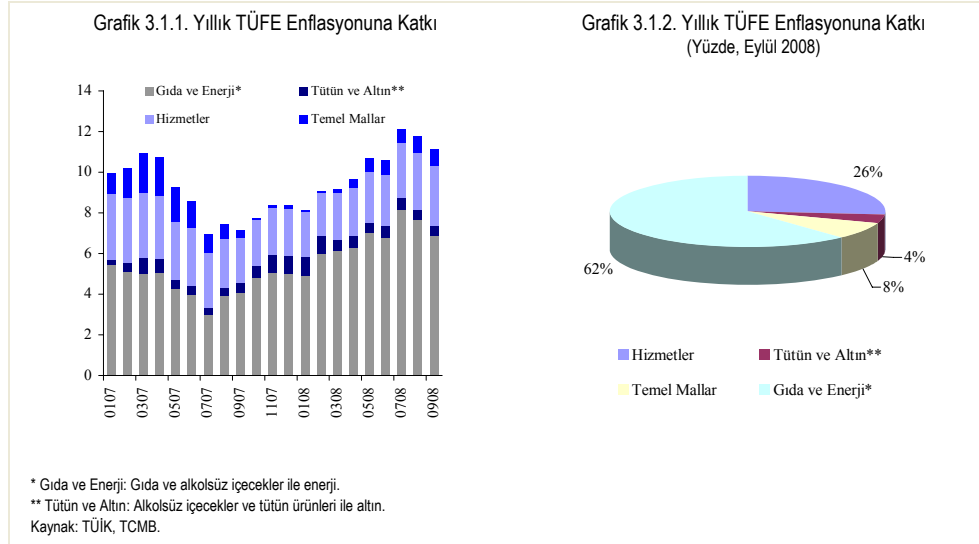


## 3. Enflasyon Gelişmeleri

### 3.1. Enflasyon

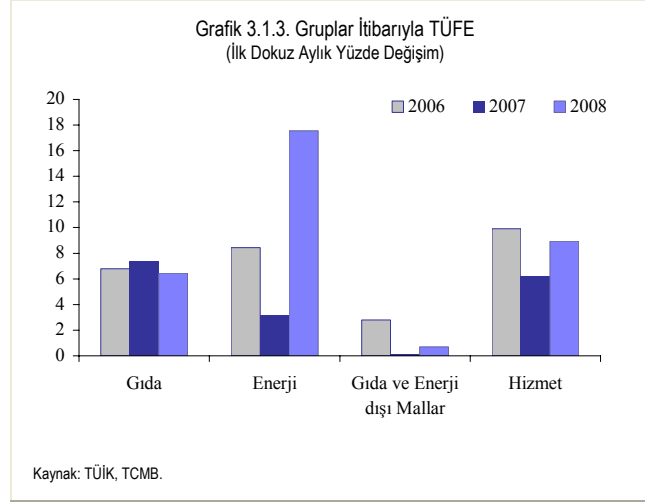
2008 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık enflasyon yüzde 11,13 olmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 0,78 ile önceki yıl ortalamalarına kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır. Bununla birlikte, ilk iki çeyrekteki yüksek artışlar nedeniyle yılın ilk dokuz ayındaki birikimli fiyat artışı yüzde 6,83 ile son beş yıla kıyasla daha yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde gıda fiyatlarında belirgin bir yavaşlama gözlenirken, enerji fiyatlarındaki artışlar sürmüştür. Hizmet fiyatları ise gıda ve enerji fiyatlarındaki birikimli artışların yansımaları ile yükselmiştir.

Gıda, enerji, tütün ürünleri ve altın fiyatlarının yıllık enflasyona yaptıkları katkı Temmuz ayında en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra son iki ayda kademeli olarak gerilemiştir. Diğer taraftan, hizmetler ile temel mal fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı, baz etkisi ve arz şoklarının gecikmeli yansımaları ile bu çeyrekte yükselmiştir (Grafik 3.1.1).



2008 yılının ilk dokuz aylık döneminde gıda fiyatlarındaki artış son yıllardaki yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 3.1.3). Yılın ilk yarısında oldukça yüksek seviyelere ulaşan gıda fiyatları yıllık artış oranı, hem yurt içi üretimdeki iyileşme hem de uluslararası fiyatlardaki düşüş sonucunda üçüncü çeyrekte azalmıştır. Petrol fiyatlarının son dönemde önemli bir oranda gerilemesine karşın, akaryakıt dışındaki kalemlerde gözlenen yüksek oranlı

artışlar sonucu enerji fiyat artışları üçüncü çeyrekte de sürmüş ve yılın ilk dokuz ayında enerji fiyatları yüzde 17,6 yükselmiştir (Grafik 3.1.3).



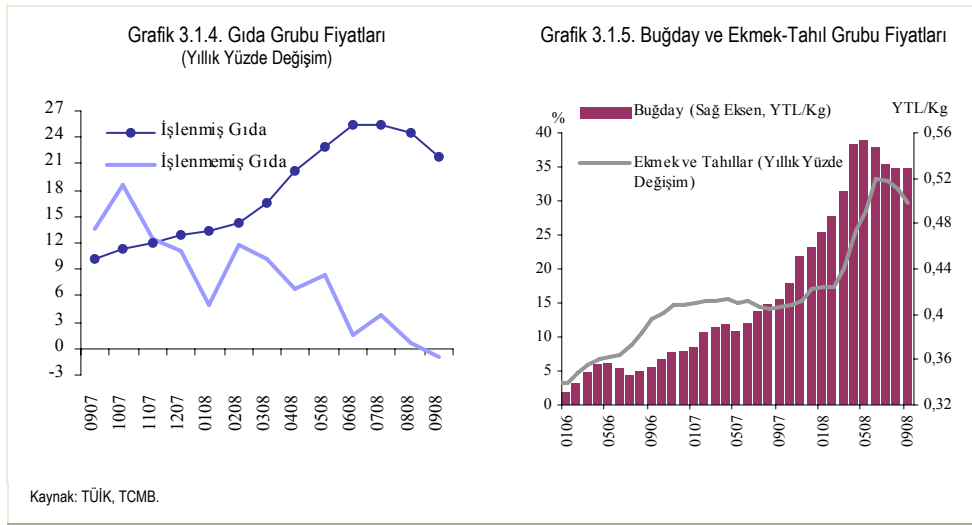
Gıda ve enerji dışı mal grubu fiyatları yılın ilk dokuz ayında yüzde 0,69 ile geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır. Aynı dönemde hizmet grubundaki fiyat artışı ise baz etkisi ve gıda ile enerji fiyatlarının dolaylı yansımalarıyla geçen yılın üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.3). Özetle, yılın ilk dokuz aylık döneminde gıda ve enerji fiyatları yıllık enflasyonun yüksek seyrinin temel belirleyicileri olmuştur. Nitekim, üçüncü çeyrek sonu itibarıyla bu iki gruptaki fiyat artışlarının yıllık tüketici enflasyonuna doğrudan katkısı 6,9 puan düzeyindedir.

Gıda fiyatlarında yavaşlama eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatları üçüncü çeyrekte yüzde 0,29 oranında azalmış ve bu grupta yıllık enflasyon yüzde -0,90 seviyesine gerilemiştir (Grafik 3.1.4). Bu gelişmede, yılın ilk yarısındaki önemli ölçüdeki gerilemenin ardından üçüncü çeyrekte de yüzde 8,14 oranında azalan taze meyve ve sebze fiyatları temel belirleyici olmuştur. Taze sebze ve meyve fiyatlarının yıllık artış oranı Eylül ayı itibarıyla yüzde -18,95 seviyesindedir.

Meyve ve sebze fiyatlarında görünümün olumluya dönmesinde arz koşullarındaki iyileşme etkili olmuştur. TÜİK bitkisel üretim ilk tahminlerine göre, 2008 yılında sebze ve meyve üretiminin sırasıyla yüzde 5,6 ve 9,8 oranında artması beklenmektedir (Kutu 3.1). Olumlu üretim verilerinin yanı sıra, meyve ve sebze ihracat miktarının aşağı yönlü eğilimi ve akaryakıt fiyatlarındaki yavaşlama da fiyatlardaki düşüşü desteklemektedir. Öte yandan, son bir yıldır bakliyat fiyatlarında üretim kayıpları kaynaklı görülen artış

eğilimi, yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamakla birlikte sürmüştür. Bakliyat grubundaki fiyat artışlarının son çeyrekte yavaşlamaya devam etmesi beklenmektedir.

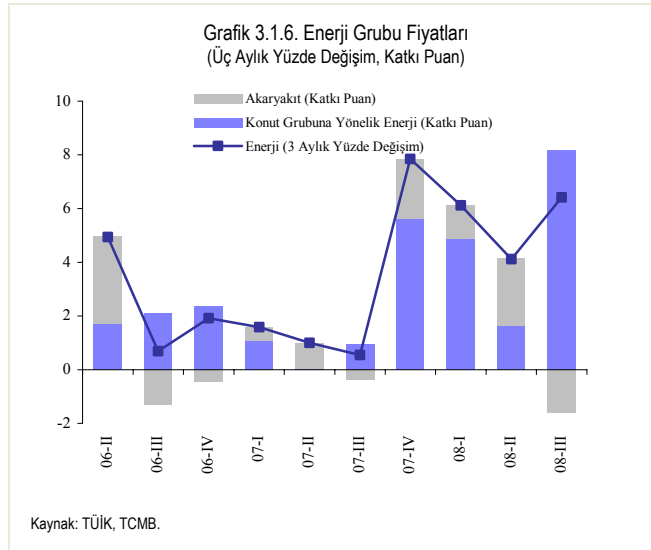
İşlenmiş gıda ürünleri fiyatları artış oranında 2006 yılı sonrasında gözlenen hızlanma, yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlama göstermiştir. Böylelikle, üçüncü çeyrekte işlenmiş gıda ürünleri yıllık enflasyonu ikinci çeyrek sonuna kıyasla 3,48 puan azalarak, yüzde 21,83 oranına gerilemiştir (Grafik 3.1.4).



Bir önceki enflasyon raporunda, iklim koşullarındaki normalleşme sonucunda üretim kayıplarından kaynaklanan etkilerin zayıflamasıyla, işlenmiş gıda ürünleri fiyatları artış hızının yılın ikinci yarısında yavaşlayacağı dile getirilmişti. Üçüncü çeyrek gelişmeleri bu öngörüye destekler nitelikte gelişmiştir. İşlenmiş gıda enflasyonunun artışına en yüksek katkıyı yapan ekmek-tahıl ürünleri grubunda fiyatların artış hızı, buğday fiyatlarındaki gerilemeye paralel olarak, önemli ölçüde yavaşlamıştır. Bitkisel üretim ilk tahminleri buğday üretiminde bir önceki yıla kıyasla yüzde 3,4'lük bir artış öngörmektedir (Kutu 3.1). Nitekim, 2008/2009 hasadının başlamasıyla birlikte buğday fiyatları gerileyerek, son 4 aylık dönemde yüzde 4,62 azalış göstermiştir (Grafik 3.1.5). Bu paralelde, bir önceki çeyrekte yüzde 15,25 oranında artan ekmek-tahıl ürünleri fiyatları, üçüncü çeyrekte yüzde 1,22 oranında artmıştır. Ekmek-tahıl ürünleri yıllık enflasyonundaki yavaşlamanın önümüzdeki dönemde de süreceği tahmin edilmektedir.

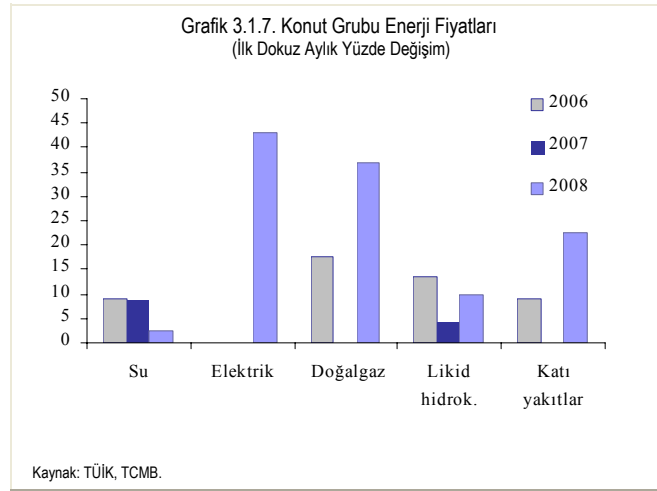
Uluslararası gıda emtia fiyatları yavaşlama eğilimi sergilemektedir. Söz konusu yavaşlamanın yurt içi fiyatlara olumlu etkisi işlenmiş gıda ürünleri fiyatları kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Ekmek-tahıl grubundan sonra işlenmiş gıda enflasyonuna en yüksek katkıda bulunan bitkisel sıvı yağlarda, yurt içi arz açığının ithalat yoluyla karşılanması nedeniyle dış fiyatların seyri önem arz etmektedir. Bu çerçevede, gerek yağlı tohumların yurt içi üretiminde gözlenen artışlar gerekse dış fiyatlardaki gevşeme sonucunda, bitkisel sıvı yağ fiyatları son çeyrekte yüzde 8,23 oranında gerilemiştir. Üretim kayıplarından gelen etkinin zayıflaması ve uluslararası gıda emtia fiyatlarındaki yavaşlamaya ek olarak, petrol fiyatlarındaki düşüş de önümüzdeki dönemde işlenmiş gıda enflasyonuna olumlu katkı yapabilecek bir unsurdur. Öte yandan, son dönemde YTL’de gözlenen değer kaybı işlenmiş gıda fiyatlarını kısa vadede olumsuz etkileyecektir.

Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 6,41 oranında artmış, yıllık enerji enflasyonu yüzde 26,79’a yükselmiştir. Bu dönemde, uluslararası petrol fiyatlarındaki gerilemeye paralel olarak yurt içi akaryakıt fiyatlarının yüzde 6 oranında azalmasına rağmen, akaryakıt dışındaki enerji kalemleri fiyatlarında gözlenen yüzde 11,13 oranındaki artış nedeniyle enerji grubu fiyatları önemli ölçüde yükselmiştir (Grafik 3.1.6).

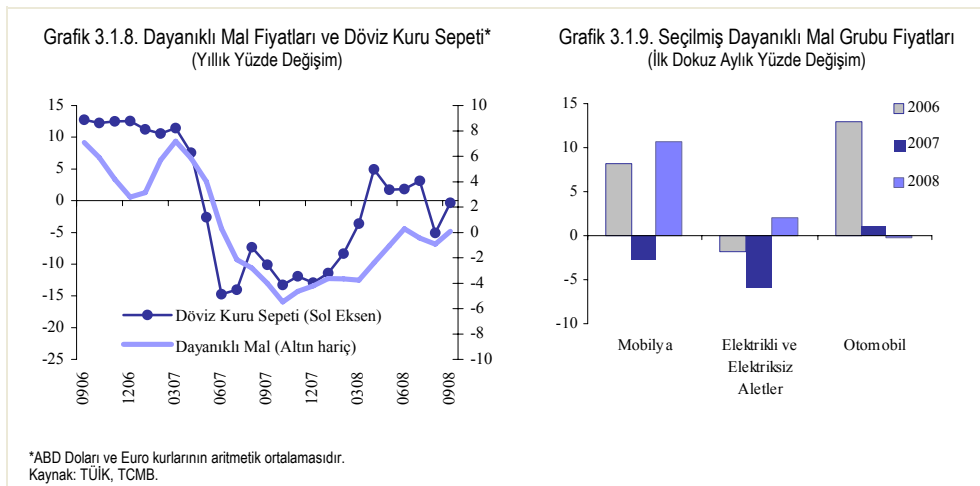


Konut grubunda elektrik, doğalgaz ve katı yakıtlar fiyatlarında artışlar üçüncü çeyrekte de devam etmiş ve bu kalemlerdeki ilk dokuz aylık artışlar sırasıyla yüzde 43, 37 ve 23’e ulaşmıştır (Grafik 3.1.7). Gerek elektrik fiyatlarındaki birikmiş artışların bu yıl içinde yapılması gerekse enerjide

maliyet bazlı otomatik fiyatlandırmaya geçilmesi yüksek oranlı artışları beraberinde getirmiştir. Otomatik fiyatlandırma ile petrol fiyatlarındaki değişimler önce doğalgaz sonra da elektrik fiyatlarına gecikmeli olarak yansımaktadır. Nitekim, petrol fiyatlarındaki gerilemeye karşın, geçmişteki birikimli artışlar sebebiyle son dönemde elektrik ve doğalgaz fiyatları yükselmeye devam etmiş ve Ekim ayında elektrik fiyatları yüzde 9, doğalgaz fiyatları da yüzde 4,5 oranında artmıştır.



2008 yılı üçüncü çeyreğinde enerji ve gıda ürünleri dışında kalan mal grubu fiyatları yüzde 3,5 oranında gerilerken, bu grupta yıllık enflasyon yüzde 4,2 seviyesinde seyretmektedir.

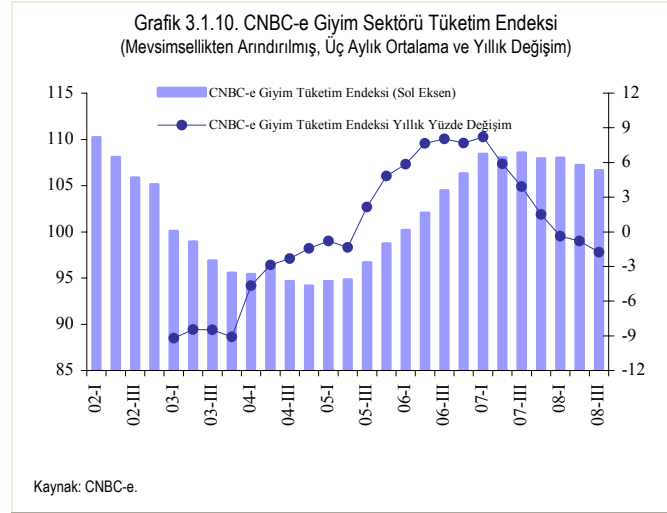


Dayanıklı tüketim malları (altın hariç) fiyatları, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 1,80 oranında azalmış; bu grubun yıllık enflasyonu ise yüzde

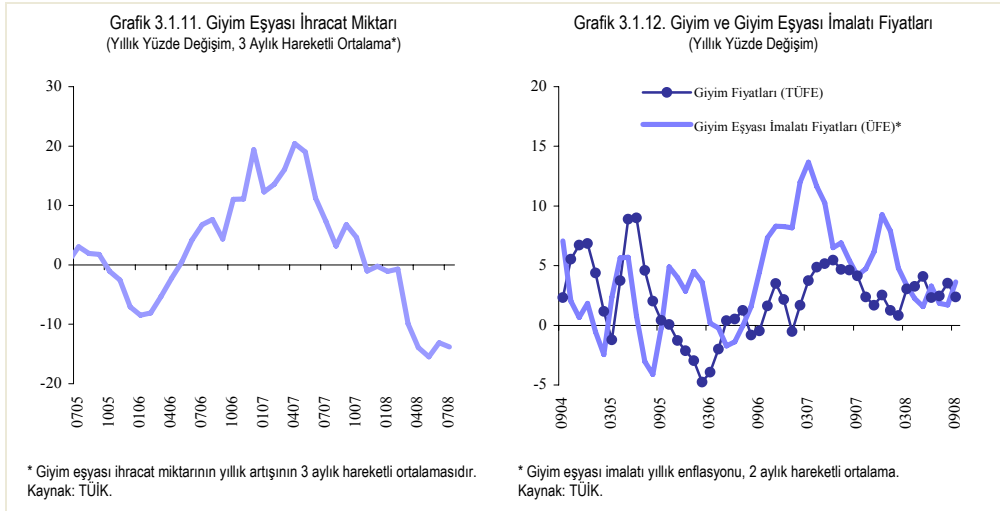
0,09 olmuştur (Grafik 3.1.8). Bu çeyrekte otomobil fiyatları, gerek YTL'deki değerlenme gerekse iç talepteki yavaşlamayla birlikte yüzde 3,63 oranında düşerken, elektrikli ve elektriksiz aletler grubunda beyaz eşya fiyatları yüzde 2,22 oranında artmıştır. Mobilya fiyatları ise yılın üçüncü çeyreğinde gerilemiştir (Tablo 3.1.1). Ancak, dayanıklı mal grubu yıllık enflasyonu özellikle elektrikli ve elektriksiz aletler ile mobilya gruplarında oluşan baz etkisi ile yıl içinde artmıştır (Grafik 3.1.9). YTL'de yakın dönemde gözlenen değer kaybıyla, dayanıklı mal grubunda yıllık enflasyon önümüzdeki dönemde de artmaya devam edecektir.

	2007			2008		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>-1,60</b>	<b>-2,41</b>	<b>-4,21</b>	<b>1,58</b>	<b>2,81</b>	<b>-1,80</b>
Mobilya	-6,34	0,94	-1,80	4,13	7,60	-1,27
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-1,80	-2,35	-8,18	1,16	0,68	0,12
Otomobil	0,71	-4,42	-3,37	1,04	2,44	-3,63
Diğer Dayanıklı Mallar	-0,52	0,32	1,71	0,04	0,89	1,02

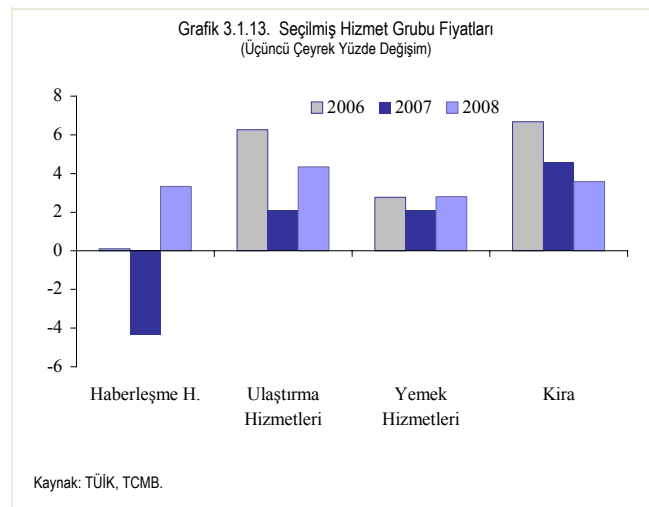
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Giyim ve ayakkabı grubu fiyatları yıllık enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 2,6'ya gerilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış CNBC-e Tüketim Endeksi, giyim sektörü iç piyasa satışlarında yavaşlamanın sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 3.1.10). Ayrıca, giyim ihracat miktarı da son bir yıl içinde belirgin oranda azalırken, giyim eşyası imalat sanayi fiyatlarındaki olumlu seyir bu çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 3.1.11, Grafik 3.1.12). Sonuç olarak, giyim sektöründe enflasyonun aşağı yönlü görünümünde toplam talep ve maliyet koşullarının seyri etkili olmaktadır.

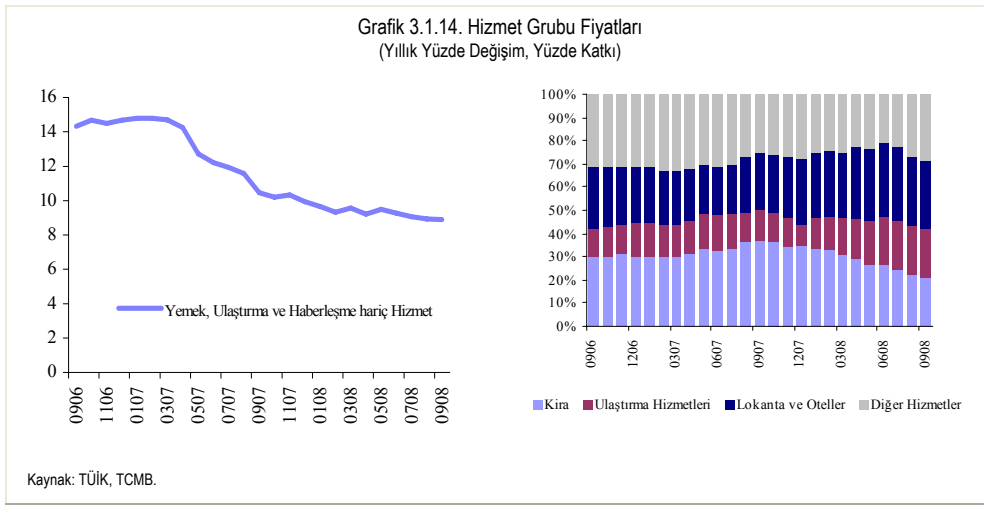


Hizmet grubu fiyatları üçüncü çeyrekte yüzde 2,94 oranında artmış ve yıllık hizmet enflasyonu yüzde 11,47'ye yükselmiştir (Tablo 3.1.2). Gıda ve enerji kaynaklı arz şoklarının gecikmeli yansımaları, yavaşlayarak da olsa hizmet fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Nitekim, gıda fiyatlarındaki birikimli artışların etkisiyle üçüncü çeyrekte yemek hizmetlerinin yıllık enflasyonu önceki çeyreğe kıyasla 0,8 puan yükselmiştir. Bunun yanında petrol fiyatlarındaki birikimli artışların yansımalarıyla ulaştırma hizmetleri fiyatları hızlı artmaya devam etmiş ve bu grupta yıllık enflasyon yüzde 17,31'e ulaşmıştır (Grafik 3.1.13). Haberleşme hizmetleri fiyatlarının yıllık artış oranı ise baz etkisinin de katkısıyla bir önceki çeyreğe kıyasla 8,1 puan artarak yüzde 9,1'e yükselmiştir.





Yemek, ulaştırma ve haberleşme hizmetleri dışındaki hizmetler grubunda ise yıllık enflasyon, yılbaşından bu yana kademeli bir azalış eğilimi göstermektedir (Grafik 3.1.14). Özellikle, kiranın yıllık artışındaki istikrarlı iyileşme bu çeyrekte de sürmüştür. Bu gelişmeler çerçevesinde, son bir yıllık dönemde kiranın yıllık hizmet enflasyonuna yaptığı katkı önemli ölçüde gerilerken, ulaştırma hizmetlerinin katkısı artmıştır (Grafik 3.1.14). Önümüzdeki dönemde arz şoklarının etkisini kaybetmesi ve iç talebin zayıflamaya devam etmesiyle hizmet enflasyonunun kademeli olarak düşeceği tahmin edilmektedir.

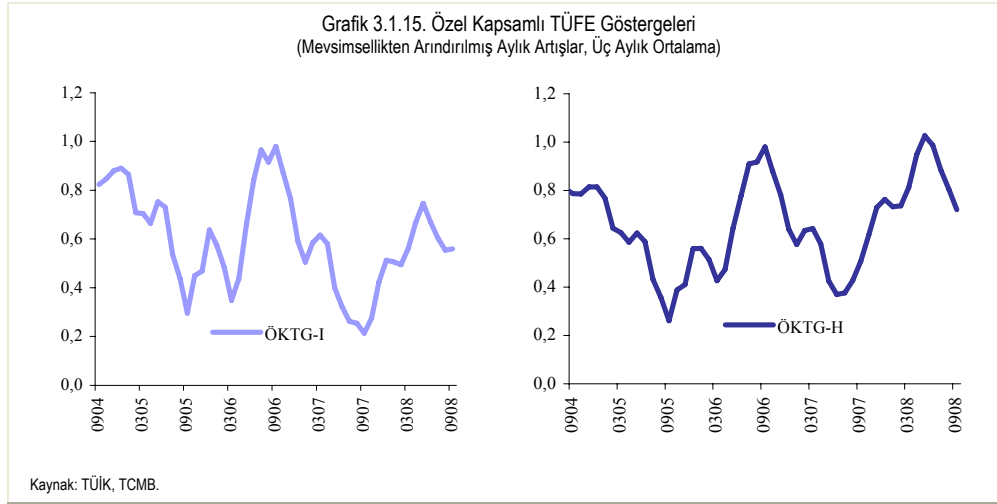


Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

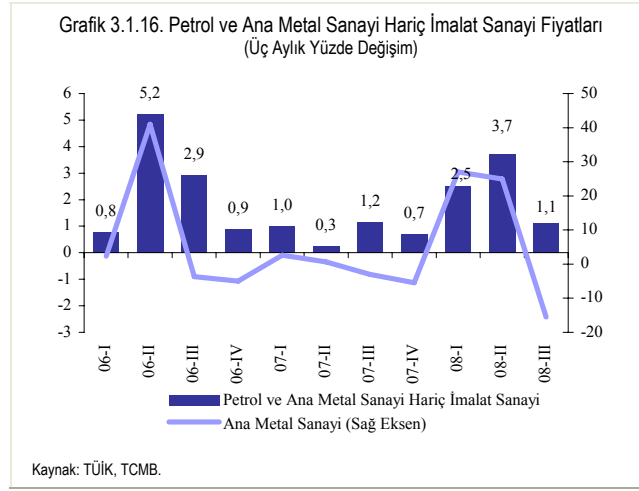
	2007			2008		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>TÜFE</b>	<b>0,31</b>	<b>4,02</b>	<b>8,39</b>	<b>3,09</b>	<b>2,82</b>	<b>0,78</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>-0,11</b>	<b>4,65</b>	<b>8,29</b>	<b>3,27</b>	<b>2,69</b>	<b>0,05</b>
Enerji	0,55	7,85	11,25	6,11	4,12	6,41
İşlenmemiş Gıda	2,23	3,30	10,99	10,90	-13,25	-0,29
İşlenmiş Gıda	4,26	5,31	12,95	5,61	8,06	1,37
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	-3,51	3,46	3,56	-2,35	6,87	-3,52
Dayanımlı Mallar	-1,15	-1,71	-3,34	3,45	1,97	-2,34
(Altın Fiy. Hariç)	-1,60	-2,41	-4,21	1,58	2,81	-1,80
Yarı Dayanımlı Mallar	-3,50	7,67	7,86	-1,23	9,20	0,01
Dayanımsız Mallar	2,52	4,21	11,69	6,44	-1,43	0,74
<b>2. Hizmetler</b>	<b>1,50</b>	<b>2,32</b>	<b>8,64</b>	<b>2,55</b>	<b>3,20</b>	<b>2,94</b>
Kira	4,56	3,30	16,01	2,79	2,74	3,58
Lokanta ve Oteller	2,27	3,64	10,87	3,13	4,58	2,77
Ulaştırma Hizmetleri	2,10	1,91	5,93	4,10	5,98	4,35
Diğer Hizmetler	-0,36	1,27	5,29	1,68	1,80	2,29

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Üçüncü çeyrekte gerek baz etkisiyle gerekse arz şoklarının gecikmeli yansımalarının devam etmesi nedeniyle temel enflasyon göstergelerinde iyileşme gözlenmemiştir. Bu dönemde ÖKTG-H'nin yıllık artışı bir önceki çeyreğe paralel seyrederken, ÖKTG-I'nın yıllık artışı yaklaşık bir puan yükselmiştir. Öte yandan, özel kapsamlı göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları ise önceki çeyreğe oranla gerileyerek enflasyonun genel eğiliminde yavaşlamaya işaret etmiştir (Grafik 3.1.15).



Tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet yönlü etkilerin değerlendirilmesi açısından üretici fiyatlarındaki gelişmeler de önem taşımaktadır. Uluslararası piyasalardaki metal fiyatlarına bağlı olarak 2008 yılının ilk yarısında oldukça yüksek oranlı artış gösteren ana metal sanayi fiyatları üçüncü çeyrekte bu eğilimin tersine dönmesiyle yüzde 15,53 oranında gerilemiştir. Metal fiyatlarındaki azalışın etkisiyle ara ve sermaye malları fiyatlarında da gerileme gözlenmiştir (Tablo 3.1.3). Ayrıca, petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak enerji fiyatları da üçüncü çeyrekte aşağı yönlü bir hareket sergilemiştir. Diğer taraftan, dayanıklı tüketim mallarında üretici fiyatlarının yukarı yönlü seyri üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Petrol ve ana metal sanayi hariç imalat sanayi fiyatları artış hızı ise yılın ilk yarısına göre daha olumlu bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.16).



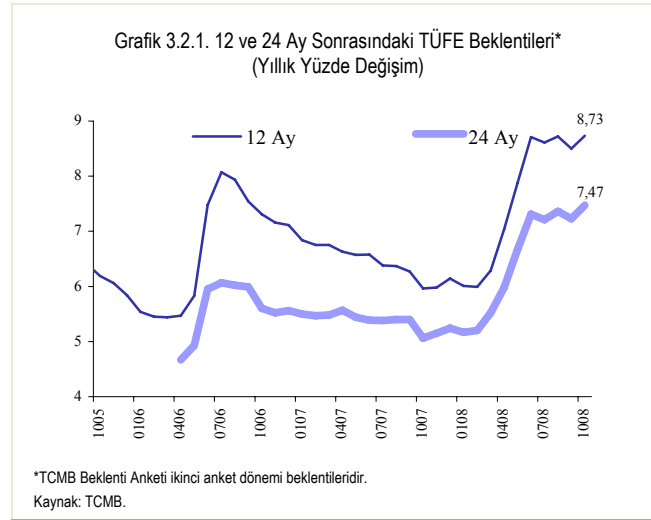
**Tablo 3.1.3. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri**  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2007					2008		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>Petrol ve Ana Metal Sanayi Ürünleri Hariç İmalat Sanayi</b>	<b>0,99</b>	<b>0,95</b>	<b>0,09</b>	<b>0,26</b>	<b>3,15</b>	<b>2,53</b>	<b>3,73</b>	<b>1,11</b>
Ara Malları Fiyatları	1,29	0,58	0,15	-1,25	0,75	7,28	8,84	-2,39
Sermaye Malları Fiyatları	0,03	-1,8	-0,06	-0,48	-2,32	4,56	6,60	-1,69
Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatları	0,96	-0,51	-0,8	-3,06	-3,41	1,59	3,05	3,29
Dayanaksız Tüketim Malları Fiyatları	1,54	1,1	2,4	2,88	8,15	1,33	1,77	1,46
Enerji Fiyatları	2,64	0,19	4,22	2,65	10,02	16,89	16,65	-5,22

Kaynak: TÜİK, TCMB.

### 3.2. Beklentiler

Mart-Haziran döneminde artış eğilimi gösteren orta vadeli enflasyon beklentileri, takip eden dönemlerde gıda ve petrol fiyatlarının olumlu seyrinin ve parasal sıkılaştırmanın etkisiyle iyileşme sürecine girmiştir. Ekim ayı itibarıyla gelecek on iki ve yirmi dört ay sonraki yıllık enflasyon beklentileri 8,7 ve 7,5 düzeyi ile orta vadeli hedeflerin bir miktar üzerinde seyretmektedir (Tablo 3.2.1).



Enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin bir ölçüsü olarak değerlendirilen değişim katsayısı<sup>1</sup> incelendiğinde, Ağustos, Eylül ve Ekim aylarında gelecek on iki ve yirmi dört aylık enflasyon beklentileri için söz konusu katsayının gerilediği gözlenmektedir (Tablo 3.2.1).

Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi

Cari Dönem	Yıl Sonu Ortalama Beklenti*	12 Ay Sonrası		24 Ay Sonrası	
		Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı	Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı
Ekim-07	6,94	5,96	0,12	5,06	0,11
Kasım-07	7,90	5,98	0,09	5,15	0,09
Aralık-07	8,64	6,14	0,13	5,24	0,15
Ocak-08	6,47	6,01	0,13	5,17	0,14
Şubat-08	6,54	5,99	0,10	5,20	0,13
Mart-08	7,27	6,29	0,15	5,52	0,17
Nisan-08	8,44	7,04	0,14	5,98	0,16
Mayıs-08	9,64	7,88	0,14	6,67	0,19
Haziran-08	10,63	8,71	0,13	7,31	0,16
Temmuz-08	10,76	8,61	0,12	7,21	0,16
Ağustos-08	11,04	8,72	0,09	7,36	0,11
Eylül-08	10,70	8,50	0,10	7,23	0,14
Ekim-08	10,45	8,73	0,11	7,47	0,15

\*Tablodaki ortalama beklenti değerleri, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalamanın uç değerler analizi ile karşılaştırılması sonucunda seçilen uygun ortalamadır.  
Kaynak: TCMB.

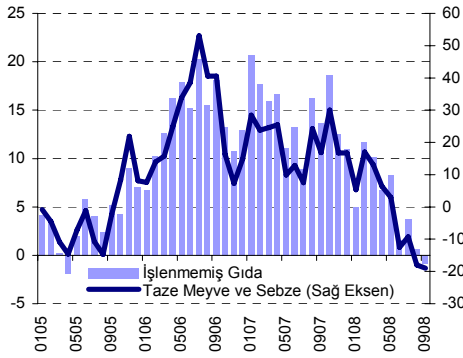
<sup>1</sup> Katılımcıların beklentileri arasındaki değişimi gösteren değişim katsayısı uygun ortalama seçimi yapılan veri setinde standart sapmanın ortalamaya oranıdır.

### KUTU 3.1. Bitkisel Üretim Tahminleri ve Fiyat Gelişmeleri

TÜİK üçüncü çeyrekte 2008 yılına ilişkin bitkisel üretim ilk tahminlerini yayımlamıştır. Bu kutuda söz konusu üretim tahminlerine ve tahminlerin gıda sektöründeki fiyat gelişmeleri açısından dikkat çeken unsurlarına değinilmektedir. Tahminler meyve, sebze ve tarla ürünlerinde bir önceki yıla kıyasla üretim artışı öngörmektedir (Tablo 1). Söz konusu üretim artışları, tarım katma değerinde 2008 yılı ilk yarısında gözlenen yüzde 1,5 oranındaki gerilemenin, yılın ikinci yarısında yerini artışa bırakabileceğine işaret etmektedir. Ancak, yıl genelinde üretim maliyetlerinde (enerji gibi) dalgalı bir seyir gözlenmesi, üretim rakamları üzerinden tarım katma değerine ilişkin kesin bir değerlendirilmede bulunmayı güçleştirmektedir.

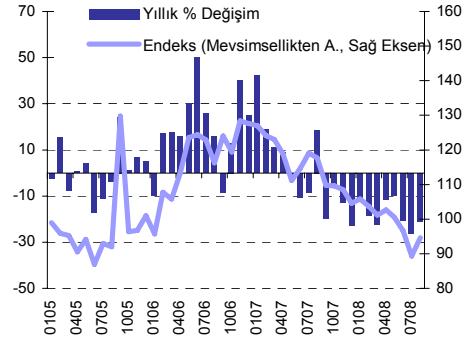
Tahminlere göre, 2008 yılında sebze ve meyve üretiminin bir önceki yıla kıyasla sırasıyla yüzde 5,6 ve 9,8 oranında artması beklenmektedir (Tablo 1). Üretimde beklenen bu artışlar yılın ilk çeyreğinden bu yana meyve ve sebze fiyatlarının artış oranındaki gerilemelerle uyum arz etmektedir (Grafik 1). Ayrıca, meyve ve sebze ihracat miktarının 2007 yılıyla birlikte gerileme eğilimine girerek Ağustos ayı itibarıyla bir önceki yıla kıyasla yaklaşık yüzde 21 azalması, toplam talep kanalıyla fiyatların olumlu seyrini desteklemektedir (Grafik 2).

Grafik 1. İşlenmemiş Gıda Fiyatları  
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Meyve ve Sebze İhracat Miktar Endeksi  
(Yıllık Yüzde Değişim ve Mevsimsellikten Arındırılmış Endeks)



Kaynak: TÜİK.

Tarla ürünleri incelendiğinde, tahıllarda üretim bir önceki yıl seviyesindedir. Bu durum büyük ölçüde arpa üretiminde yaşanan yüzde 18,4 oranındaki gerilemeden kaynaklanmakta olup, buğday, mısır ve çeltikte üretimin bir önceki yıla kıyasla sırasıyla yüzde 3,4, 18,4 ve 18,2 oranlarında artması beklenmektedir (Tablo 1). Fiyatlar açısından en önemli tahıl olan buğdaydaki üretim artışı, bir önceki yıldaki yüzde 13,9'luk kayıpla kıyaslanınca düşük oranlı bir artıştır. Üretimdeki artışın sınırlı bir düzeyde kalmasında büyük ölçüde Güneydoğu Anadolu ve Konya Havzasındaki kuraklık belirleyici olmaktadır (Grafik 3). Yurt içi buğday fiyatları ilk beş aydaki belirgin yükselişin ardından hasat döneminin başlamasıyla birlikte Haziran-Eylül döneminde gerileme göstermiştir. Bu doğrultuda, ekme ve tahıl grubu aylık fiyat artış hızındaki yavaşlama sürmektedir. Benzer şekilde, dünya buğday üretim ve stoklarındaki artışla birlikte dış fiyatlar da gerileme eğilimi sergilemektedir. Mevcut tahminler dünya buğday üretiminin bir önceki yıla kıyasla yüzde 11 artacağı ve stokların 2007 yılına göre 30 milyon ton yükseleceği yönündedir (Tablo 2).

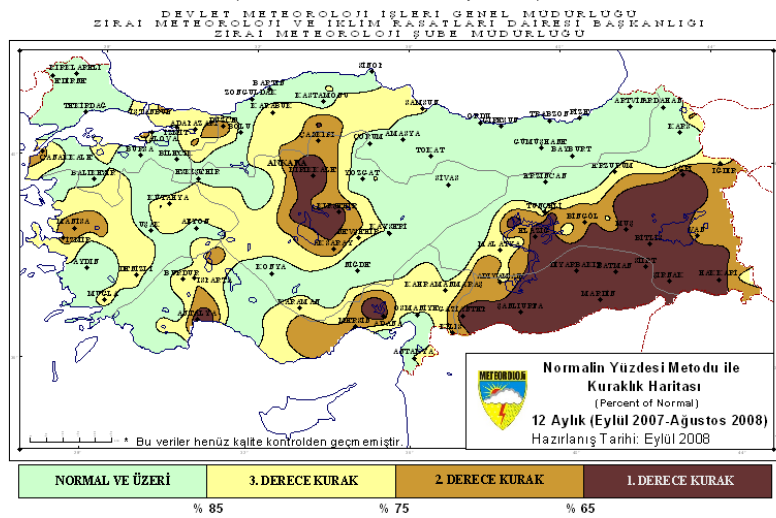
Tablo 1. 2008 Yılı Bitkisel Üretim İlk Tahminleri (Seçilmiş Ürünler, Ton)

	Üretim		Değişim (Yüzde)
	2007	2008	
<b>1. Tarla Ürünleri (Toplam)</b>	<b>50 816 134</b>	<b>53 336 608</b>	<b>5,0</b>
<b>Tahıllar</b>	<b>29 256 990</b>	<b>29 311 555</b>	<b>0,2</b>
Buğday	17 234 000	17 821 000	3,4
Mısır	3 535 000	4 185 000	18,4
Çeltik	648 000	765 724	18,2
Arpa	7 306 800	5 959 000	-18,4
<b>Patates, kuru baklagiller, yenilebilir kök ve yumrular</b>	<b>5 511 082</b>	<b>5 100 864</b>	<b>-7,4</b>
Patates	4 227 726	4 198 863	-0,7
Bezelye	3 503	3 924	12,0
Nohut	505 366	536 292	6,1
Fasulye	154 243	154 643	0,3
Mercimek (kırmızı)	508 378	110 170	-78,3
Mercimek (yeşil)	26 803	26 409	-1,5
Yüksek nişasta içerikli yumru ve kökler	18 547	26 689	43,9
<b>Yağlı tohumlar</b>	<b>1 031 552</b>	<b>1 255 349</b>	<b>21,7</b>
Ayçiçeği	854 407	1 025 280	20,0
<b>Şeker pancarı</b>	<b>12 414 715</b>	<b>15 234 700</b>	<b>22,7</b>
<b>Tekstilde kullanılan ham bitkiler</b>	<b>2 275 044</b>	<b>2 073 024</b>	<b>-8,9</b>
Pamuk (kütü)	2 275 000	2 073 000	-8,9
<b>2. Sebzeler (Toplam)</b>	<b>25 675 748</b>	<b>27 107 445</b>	<b>5,6</b>
Yumru ve kök sebzeler	3 222 478	3 383 546	5,0
Meyvesi için yetiştirilen sebzeler	20 854 683	22 083 257	5,9
Başka yerde sınıflandırılmamış diğer sebzeler	1 598 587	1 640 642	2,6
<b>3. Meyveler (Toplam)</b>	<b>14 409 672</b>	<b>15 820 536</b>	<b>9,8</b>
Üzüm	3 612 781	3 923 147	8,6
Muz, incir, avakado, kivi (Toplam)	415 432	425 120	2,3
Turunçgiller (Toplam)	2 988 664	3 018 890	1,0
Taş çekirdekli meyveler (Şeftali, Kayısı, Erik vb., Toplam)	1 979 777	2 110 087	6,6
Diğer taze meyveler (Çilek, Nar, Ayva vb., Toplam)	551 469	574 500	4,2
Zeytin ve diğer sert kabuklular (Toplam)	1 957 695	2 758 245	40,9
Baharat bitkileri	89 728	94 184	5,0
Çay*	1 145 321	1 100 000	-4,0

Kaynak: TÜİK.

\* Yeşil yaş çay yaprağı, meyve üretimi toplamına dahil değildir.

Grafik 3. 12 Aylık Dönemdeki Meteorolojik Kuraklık Haritası (Normalin Yüzdeleri Metodu - Eylül 2008)



Tablo 2. Dünya Buğday Tahminleri (Milyon Ton)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09 Tahmin
<b>Üretim</b>	628	621	598	609	676
<b>Ticaret</b>	110	110	110	109	116
<b>Tüketim</b>	615	624	611	611	646
<b>Stoklar</b>	142	138	125	123	153
<b>Stok Değişimi</b>	14	-4	-13	-2	30

Kaynak: Uluslararası Hıhubat Konseyi (IGC, 25 Eylül 2008 Tarihli Tahıl Piyasası Raporu).

Tarla ürünlerinde fiyat gelişmeleri açısından önemli olduğu düşünülen diğer gelişmeler ise şu şekilde özetlenebilir:

- Kırmızı mercimekte (en önemli üretim bölgesi olan Güneydoğu Anadolu Bölgesi'ndeki kuraklık sebebiyle) yüzde 78,3 ile dikkate değer bir üretim kaybı söz konusudur. Bu üründe 2007 yılı Temmuz ayı ile başlayan yüksek oranlı aylık fiyat artışları 2008 yılı Eylül ayına kadar hız kesmeden sürmüş, Ağustos ayı itibarıyla yıllık fiyat artışı yüzde 170'ler civarında gerçekleşmiştir. TMO'ya Temmuz ayı itibarıyla 31 Mayıs 2009 tarihine kadar sıfır gümrük vergisiyle 100 bin ton ithalat yapma izni verilmiş, TMO Kanada'dan 45 bin ton ithalat gerçekleştirip, ürünü yakın zamanda yurt içi piyasaya sürmüştür. Bu çerçevede, ürün fiyatları Eylül ayında bir önceki aydaki seviyesini korumuştur.
- Yağlı tohumlardaki üretim artışı yüzde 21,7 (ayçiçeğinde yüzde 20) ile olumlu bir görünüm çizmektedir (bir önceki yıl yağlı tohumlarda üretim yüzde 21,4 oranında gerilemişti). Ayçiçek ve mısır özü yağlarında fiyatlar Temmuz ayı itibarıyla son bir yıllık dönemde yüzde 80-90 oranında artış göstermiştir. İşlenmiş gıda fiyatlarının hızlanmasında önemli etkisi bulunan sıvı yağlarda, fiyat artışları 2008/09 hasadının başlaması ve ithalat fiyatlarındaki gerileme ile birlikte önemli ölçüde yavaşlamış ve son iki ayda fiyatlar yüzde 9,4 oranında gerilemiştir.
- Tekstilde kullanılan pamuk, keten gibi ham bitkilerde ise üretim kayıpları sürmektedir. Pamuk (kütülü) üretimi 2007 yılında yüzde 10,8 gerileme kaydetmişti. 2008 yılına ilişkin ilk beklentiler yüzde 8,9'luk daralma ile bu durumun devam ettiği yönündedir.

Özette, 2008 yılına ilişkin ilk tahminler bitkisel üretimde bir önceki yıla kıyasla olumlu bir görünüme işaret etmekte, söz konusu gelişmeler çerçevesinde bazı ürün gruplarının fiyatlarında ya da fiyatların artış hızında yavaşlama eğilimi gözlenmektedir. Öte yandan, tahıl ürünleri üretiminde düşük oranlı bir artış (yüzde 0,2) beklenmesi, üretimdeki olumlu görünümü kısmen sınırlamaktadır. Tahminler ayrıca tarım katma değerinin yılın ikinci yarısında artabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, yukarıda yapılan değerlendirmelerin ilk tahminlere dayandığı ve tahminlerin revizyona açık olduğu gözönünde bulundurulmalıdır.

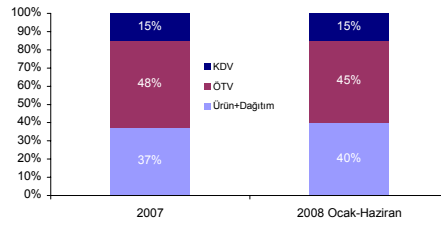
### KUTU 3.2. Petrol Fiyatları Üzerine Ampirik Bulgular

Bu kutuda döviz kuru, ham petrol ve akaryakıt fiyatları ile tüketici fiyatları arasındaki ilişki özetlenmektedir. Üç değişkenli VAR modellerine dayanan analiz sonucunda elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

**Bulgu 1:** Uluslararası petrol fiyatlarında (ABD doları bazında, Brent tipi petrol) yüzde 10 oranındaki bir artış, yurt içi akaryakıt fiyatlarında 24 aylık bir dönem sonunda 3,2 puan artışa neden olmaktadır (Grafik 2). Diğer bir ifade ile, uluslararası petrol fiyatlarındaki bir artışın yaklaşık 1/3'ü yurt içi akaryakıt fiyatlarına yansımaktadır. Bu düşük oranlı geçişkenliğin nedeni, akaryakıt ürünleri üzerindeki vergi yükünün nihai tüketici fiyatları içinde önemli bir paya sahip olmasıdır. Akaryakıt ürünlerindeki dolaylı vergilerin toplam pompa fiyatı içerisindeki payı, ürün cinsine bağlı olmakla birlikte, yüzde 50–65 arasında değişmektedir.<sup>1</sup>

Örneğin, 2008 yılı Ocak-Haziran döneminde, 95 oktan kurşunsuz benzinin ortalama pompa fiyatı içerisinde (ÖTV'nin payı yüzde 45, KDV'nin payı ise yüzde 15 olmak üzere) toplam dolaylı vergilerin payı yüzde 60'dır. Ürün bedeli ve dağıtım payı ise ortalama pompa fiyatının yüzde 40'ını oluşturmuştur. Bu oran 2007 yılı için yüzde 37'dir (Grafik 1).

Grafik 1. Dolaylı vergilerin ortalama pompa fiyatı içindeki payı\*

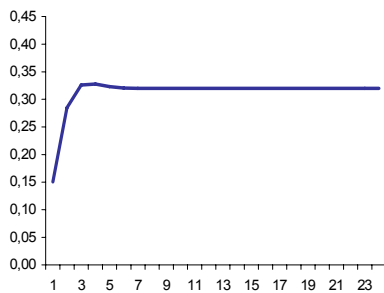


\* Kurşunsuz benzin, 95 oktan  
Kaynak: Petrol Sanayi Derneği, 2008 Ocak-Haziran Sektör Raporu.

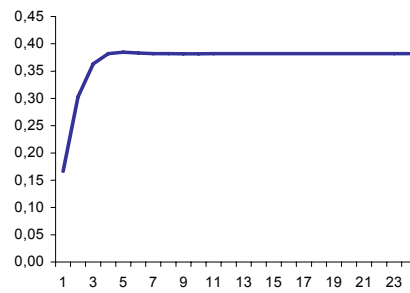
Bu bulguyu gerçekleşmiş fiyat verilerini kullanarak teyid etmek mümkündür. Vergi hariç olarak hesaplanan üretici fiyatları endeksinde, 2008 yılının ilk 9 ayındaki petrol fiyat artışı yüzde 24,29'dur. Bu artış YTL cinsinden uluslararası ham petrol fiyat artışı olarak varsayılabilir. Belirtilen dönemde tüketiciye yansıyan (vergi dahil) akaryakıt fiyat artışı ise yüzde 7,7 oranındadır. Diğer bir ifadeyle, yüzde 24,29 oranındaki ham petrol artışının vergi sonrası tüketici fiyatlarına yansması yüzde 7,7 olmuştur. Bu durumda, YTL bazında yüzde 10 oranındaki ham petrol fiyat artışı, tüketiciye yansıyan akaryakıt fiyatlarında yüzde 3,2 oranında bir artışa denk gelmektedir.

Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki artışın yurt içi akaryakıt fiyatlarına geçişkenliği büyük bir bölümü iki ay gibi kısa bir süre zarfında tamamlanmaktadır (Grafik 2).

Grafik 2. Ham petrol fiyatlarında yüzde 1'lik bir artışa yurt içi akaryakıt fiyatlarının birikimli tepkisi



Grafik 3. ABD Doları/YTL kurunda yüzde 1'lik bir artışa yurt içi akaryakıt fiyatlarının birikimli tepkisi



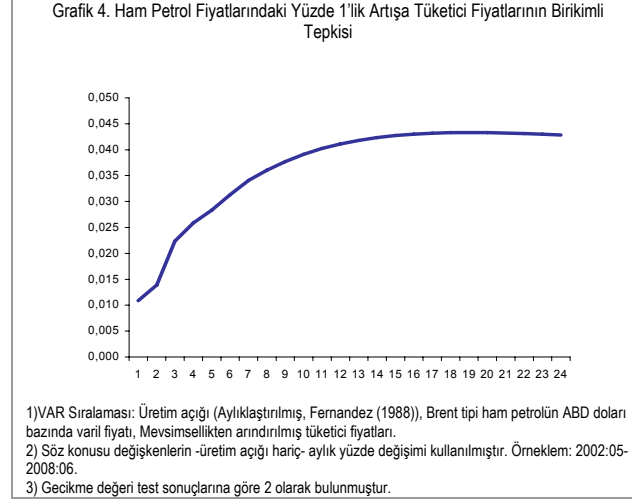
1) VAR Sıralaması: ABD doları/YTL kuru, Brent tipi ham petrolün ABD doları bazında varil fiyatı, yurt içi akaryakıt fiyat endeksi.  
2) Söz konusu değişkenlerin aylık yüzde değişimi kullanılmıştır. Örneklem: 2002.05-2008.07.  
3) Gecikme değeri test sonuçlarına göre 1 olarak bulunmuştur.

<sup>1</sup> Kaynak: Petrol Sanayi Derneği, 2008 Yılı Ocak-Haziran Dönemi Sektör Raporu.



**Bulgu 2:** ABD doları/YTL kurundaki yüzde 10'luk bir artış yurt içi akaryakıt fiyatlarını 3,8 puan ile ham petrol fiyatlarına kıyasla daha yüksek bir oranda artırmaktadır. Geçişkenlik ham petrol fiyatlarında olduğu gibi büyük ölçüde ilk iki ayda tamamlanmaktadır (Grafik 3). Döviz kurunun geçişkenliğinin daha yüksek olmasındaki temel neden akaryakıt dağıtım paylarının ürün bazında döviz cinsinden belirlenmesidir.

**Bulgu 3:** Uluslararası petrol fiyatlarındaki yüzde 10'luk bir artış, 24 aylık bir dönem sonunda tüketici fiyatlarında 0,43 puanlık bir yükselişe neden olmaktadır (Grafik 4). Ham petrol fiyatlarındaki bir artışın tüketici enflasyonu üzerindeki etkisi yaklaşık bir yıl sürmekte, etkinin yarısı ilk üç ayda, yüzde 75'i ise ilk altı ayda tamamlanmaktadır.

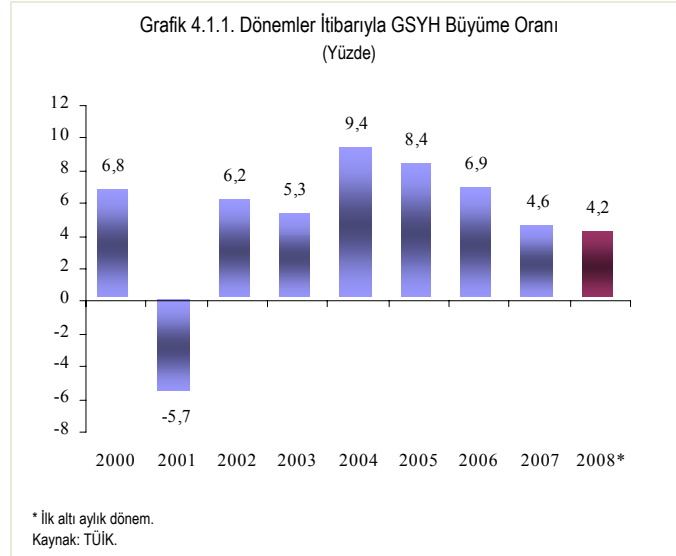


Öte yandan, toplam geçişkenlik etkisinin yukarıda hesaplanandan daha yüksek olabileceğini düşündüren unsurlar söz konusudur. Bunlardan ilki, petrol fiyat artışlarının belli bir gecikme ile etkilediği elektrik fiyatlarının, etki-tepki sonuçlarının hesaplandığı örnekte -yakın dönem dışında- çoğunlukla sabit seyretmiş olmasıdır. Bu nedenle, geçişkenlik tahminlerinin elektrik fiyat etkisini görel olarak daha düşük yansıtmış olması muhtemeldir. İkinci bir husus ise ikincil etkilerin, petrol fiyat değişimlerinin kalıcı bir nitelik kazandığında ortaya çıkma ihtimalinin daha yüksek olduğudur. Bu kutuda sunulan bulgular yorumlanırken, söz konusu noktaların göz önünde bulundurulması faydalı olacaktır.

## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

### 4.1. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) 2008 yılının ilk altı aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 4,2 oranında büyüme sergilemiştir (Grafik 4.1.1). Yılın ilk çeyreğinde, önceki yılın aynı dönemindeki düşük bazın da katkısıyla yüzde 6,7 oranında gerçekleşen GSYH büyüme oranı, yılın ikinci çeyreğinde belirgin olarak düşerek yüzde 1,9 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler, GSYH'nin yılın ikinci çeyreğinde bir önceki döneme göre daraldığını göstermektedir.



Yılın ikinci çeyreğine ilişkin GSYH gelişmeleri üretim yönünden incelendiğinde, söz konusu dönemde yaşanan bölgesel kuraklığın etkisiyle tarım sektörü katma değerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre küçüldüğü görülmektedir. Önceki dönemlerde GSYH büyümesine olumlu katkı yapan net vergi kaleminin ise ikinci çeyrekte merkezi yönetim bütçesi vergi gelirlerinde sağlanan artışa rağmen 0,6 puanlık negatif katkı yaptığı görülmektedir. Diğer yandan, söz konusu dönemde hizmetler katma değeri diğer ana sektörlerle oranla daha hızlı büyümüş, sanayi ve inşaat sektörleri katma değerlerinin GSYH büyümesine katkıları ise sınırlı düzeylerde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.2).

GSYH gelişmeleri harcamalar yönünden incelendiğinde, özel tüketim harcamalarının yılın ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2,8 oranında arttığı, kamu tüketim harcamalarının ise yüzde 3,7 oranında gerilediği görülmektedir. Toplam yatırım harcamaları ise kamu yatırım harcamalarındaki daralma ve özel yatırım harcamalarında belirgin yavaşlama sonucunda bu dönemde yüzde 1,5 oranında küçülme kaydetmiştir. Kamu yatırımlarındaki küçülmede önceki yıla ait yüksek baz etkili olurken, özel makine-teçhizat yatırımlarında gözlenen küçülme iç talepte ortaya çıkan yavaşlama ile tüketici ve yatırımcı güvenindeki azalmadan kaynaklanmıştır (Tablo 4.1.1).

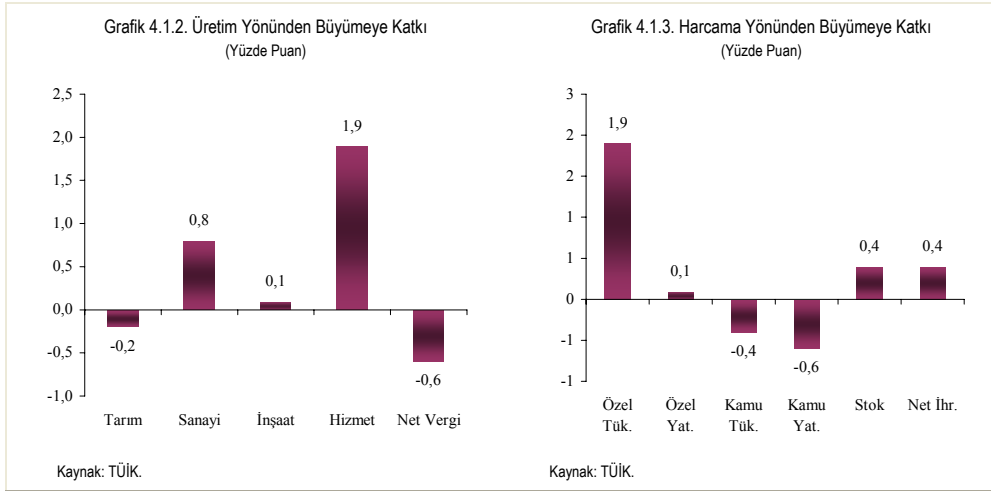
Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYH Gelişmeleri  
(Yıllık Yüzde Artış)

	2007					2008		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	İlk altı ay
1-Tüketim Harcamaları	3,8	3,2	6,2	4,3	4,4	7,4	1,9	4,6
Kamu	7,0	13,5	4,2	2,7	6,5	5,6	-3,7	0,5
Yerleşik Hanehalkı Tüketimi	3,4	1,8	6,5	4,6	4,1	7,6	2,8	5,1
Yurt İçi Tüketim	3,5	1,4	4,8	3,6	3,4	7,4	2,2	4,7
Gıda, İçki ve Tütün	3,7	2,8	2,1	-1,8	1,6	5,3	3,8	4,5
Giyim ve Ayakkabı	-3,5	-8,4	-3,4	3,0	-3,4	7,7	0,0	4,2
Mobilya, Ev Aletleri	8,8	-1,9	0,7	-0,1	1,6	4,7	-4,0	0,1
Ulaştırma-Haberleşme	-2,4	-5,0	8,2	8,5	2,3	15,9	6,0	10,7
Lokanta ve Oteller	8,8	0,6	0,5	1,8	2,1	1,3	0,6	1,0
2-Sabit Sermaye Yatırımları	4,5	3,9	4,7	8,7	5,5	11,9	-1,5	4,7
Kamu	3,7	8,2	16,1	1,5	7,3	-9,1	-16,8	-13,7
Özel	4,6	3,4	3,0	10,1	5,2	14,1	0,6	7,0
Makine-Teçhizat	-0,1	0,9	3,2	15,1	4,7	18,1	-2,7	6,8
İnşaat	12,9	8,2	2,8	2,2	6,3	7,7	7,0	7,4
3- Stok Değişimi*	3,0	-0,3	0,1	1,4	1,0	-1,5	0,4	-0,5
4-Mal ve Hizmet İhracatı	13,3	9,8	4,6	3,3	7,3	12,2	2,3	7,0
5-Mal ve Hizmet İthalatı	8,2	5,1	14,0	15,5	10,7	12,8	0,7	6,4
Net İhracat*	0,7	0,8	-2,4	-3,5	-1,2	-0,8	0,4	-0,2
6-Toplam Yurt İçi Talep	7,0	3,1	5,6	6,9	5,6	7,1	1,5	4,2
7-Toplam Nihai Yurt İçi Talep	4,0	3,3	5,8	5,4	4,7	8,5	1,1	4,6
8-GSYH	8,1	4,1	3,3	3,6	4,6	6,7	1,9	4,2

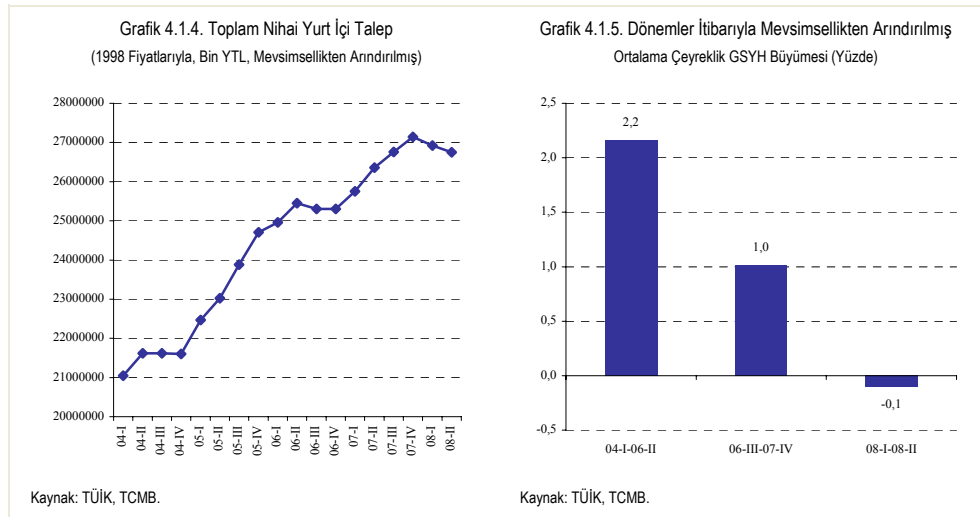
\*GSYH büyümesine katkı, yüzde puan.

Kaynak: TÜİK.

Özetle, yılın ikinci çeyreğinde özel tüketim ve yatırım harcamalarında belirgin bir yavaşlama olduğu gözlenmektedir. Ayrıca, bu dönemde toplam kamu harcamalarının büyümeye katkısı negatif olmuştur. İç talepte ortaya çıkan yavaşlamaya paralel olarak mal ve hizmet ithalatının da yavaşlaması, dış talebin gücünü koruması ve turizm gelirlerindeki artış, net ihracat kaleminin büyümeye katkısının pozitif olmasını sağlamıştır (Grafik 4.1.3).

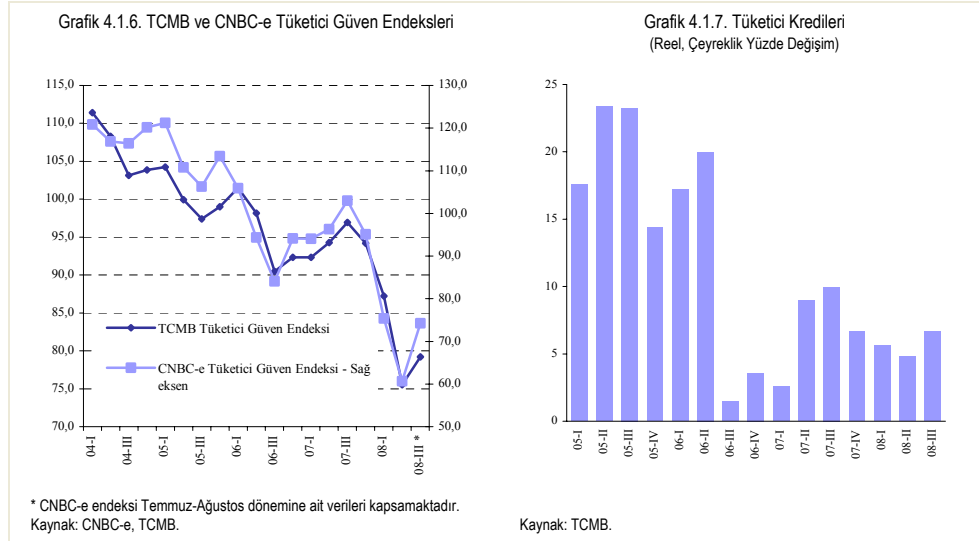


Yurt içi talebe ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde belirginleşerek sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.1.4). Hızlı ekonomik büyümenin hakim olduğu 2006 yılı öncesinde GSYH çeyreklik bazda ortalama yüzde 2,2 oranında bir büyüme sergilerken, parasal sıkılaştırma dönemi sonrasında çeyreklik büyüme yavaşlayarak yüzde 1 düzeyine düşmüştür. Küresel finans piyasalarındaki sorunların ve yurt içi belirsizlik algılamalarının bir arada görüldüğü 2008 yılının ilk yarısında ise ortalama çeyreklik büyüme oranı yaklaşık sıfır düzeyine inmiştir (Grafik 4.1.5).

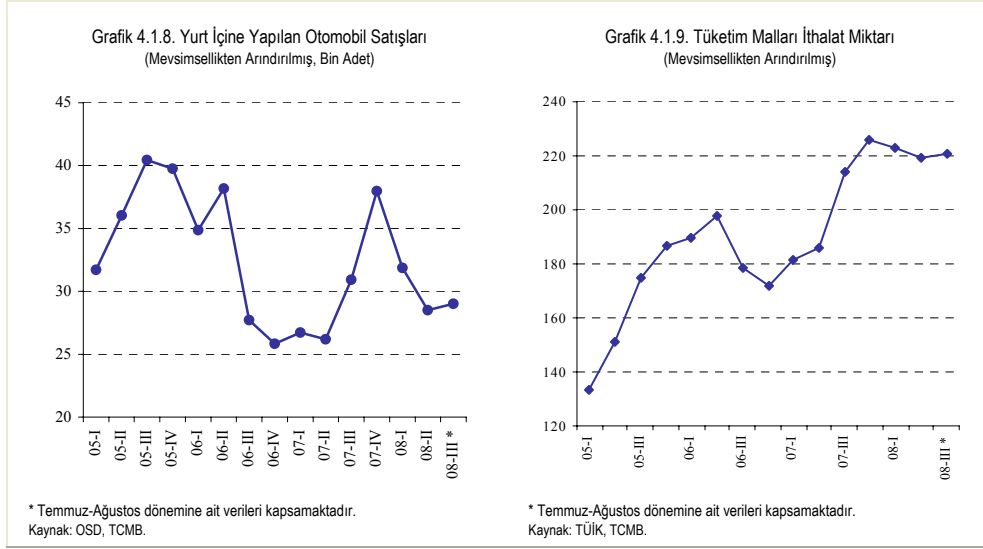


Mevcut göstergeler, özel tüketim talebinin, 2008 yılının ikinci çeyreğinde belirginleşen yavaşlamanın ardından, yılın üçüncü çeyreğinde yatay bir seyir izlediğine işaret etmektedir. TÜİK-TCMB ve CNBC-e tüketici güven endeksleri yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar artmasına karşın halen düşük

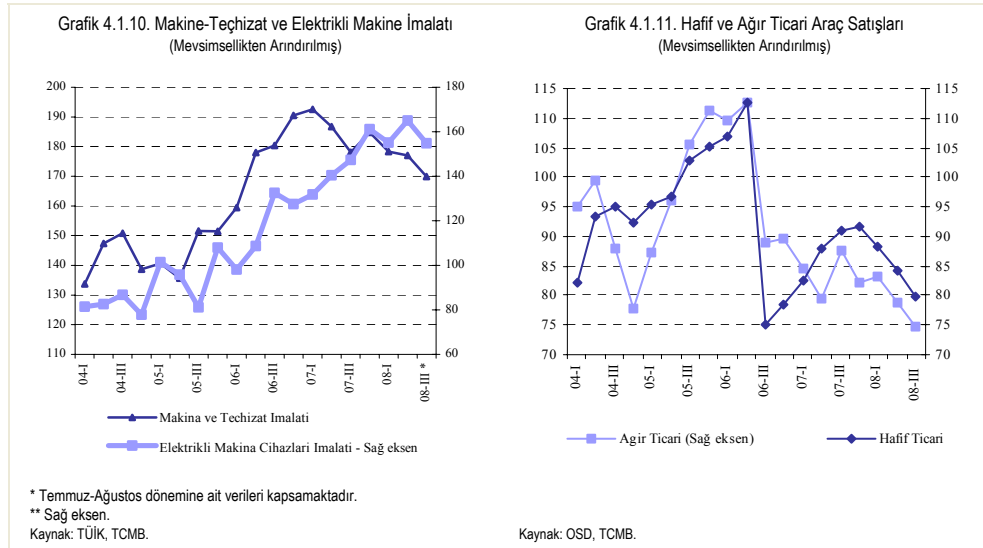
düzeylede seyretmektedir (Grafik 4.1.6). Tüketici güven endekslerindeki gelişmeye paralel olarak, yılın üçüncü çeyreğinde, ağırlıklı olarak Eylül ayındaki kredi kullanımındaki artış sonucu reel tüketici kredisi artışında bir önceki çeyreğe göre hızlanma gözlenmiştir (Grafik 4.1.7). Tüketime ilişkin diğer öncü göstergeler de bu gelişmelerle uyumlu bir görünüm sergilemektedir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler, yurt içine yapılan otomobil satışlarının, yılın ilk yarısındaki hızlı gerilemenin ardından, yılın üçüncü çeyreğinde yatay bir seyir izlediğini göstermektedir (Grafik 4.1.8). Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış tüketim malları ithalat miktar endeksi, yılın üçüncü çeyreğinde önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 4.1.9).



Ancak, küresel düzeyde mali piyasalarda yaşanan sorunların derinleşerek krize dönüşmesi, yılın son çeyreğinde, başta tüketici güveni olmak üzere, kredi arz ve talebindeki zayıflamanın devam edebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Ekim ayının ilk yarısına ilişkin veriler, tüketici kredilerinin tüm alt kalemlerde (konut, taşıt ve diğer) reel olarak gerilediğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, yılın geri kalanında özel tüketim harcamalarının zayıflamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, aynı dönemde, bütçe hedefleriyle uyumlu olarak, kamu tüketim harcamalarının hızlanması beklenmektedir. Nitekim, Eylül ayı merkezi yönetim bütçe sonuçları kamu tüketim harcamalarında artışa işaret etmektedir.

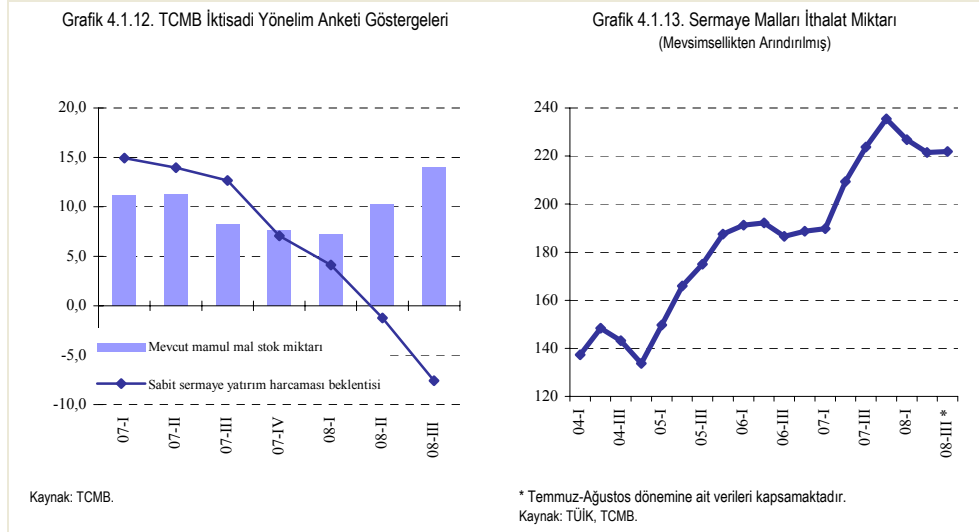


Öte yandan, özel yatırım harcamalarına ilişkin öncü göstergeler, 2008 yılının ikinci çeyreğinde özel yatırım harcamalarında gözlenen yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre elektrikli makine cihazları ve makine ve teçhizat üretimleri, yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki döneme göre gerilemiştir (Grafik 4.1.10). Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış hafif ve ağır ticari araç satışları da bu dönemde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 4.1.11).

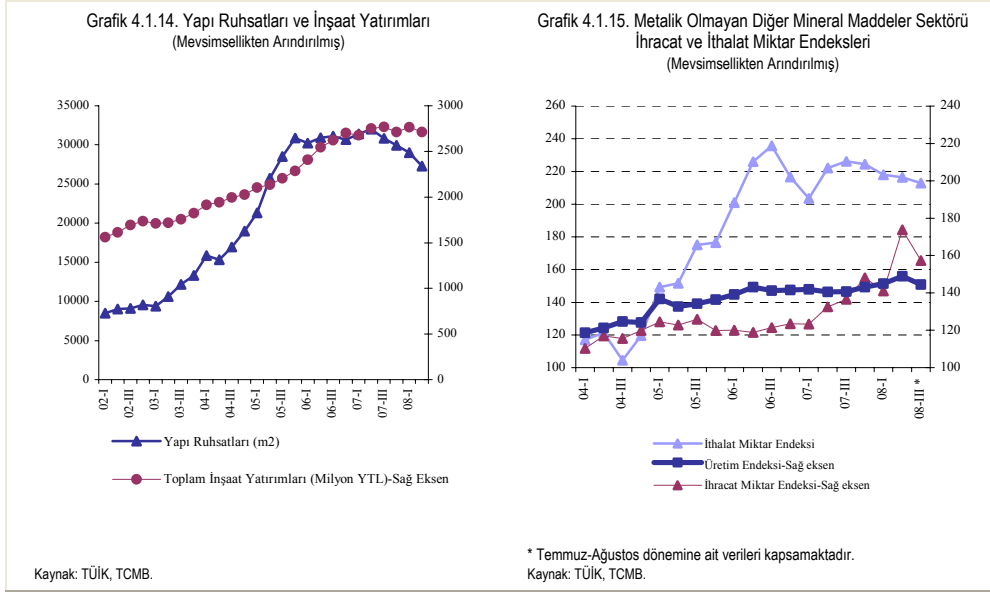


Ayrıca, yılın ikinci çeyreğinde negatife dönen TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergelerinden özel sabit sermaye yatırım harcaması beklentisi, yılın üçüncü çeyreğinde de bozulma eğilimini sürdürmüştür. TCMB İYA kapsamındaki özel şirketlerin mamul mal stokları yılın üçüncü çeyreğinde

önceki döneme göre hızlı bir artış göstermiştir (Grafik 4.1.12). Her ne kadar, sermaye malları ithalat miktarı endeksinde yılın ilk yarısında yaşanan hızlı gerileme üçüncü çeyrekte durmuş olsa da, özel makine-teçhizat yatırım harcamalarının 2008 yılının üçüncü çeyreğinde de yavaşlama eğilimini sürdürmesi beklenmektedir (Grafik 4.1.13).



İnşaat yatırımlarına öncü gösterge olan bina ruhsatları 2008 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki döneme göre özel kesim kaynaklı olarak yüzde 20,1 oranında azalmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre konut ruhsatlarının 2007 yılının ikinci çeyreğinden bu yana sürekli olarak gerilediği görülmektedir (Grafik 4.1.14). Temmuz ve Ağustos aylarına ilişkin ortalama veriler baz alındığında, yılın üçüncü çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış metalik olmayan diğer mineral maddeler sektörü üretim ve ihracat miktar endeksleri bir önceki döneme göre yavaşlama göstermiştir. Ayrıca, söz konusu sektörün ithalat performansı da Nisan ayından beri olumsuz bir seyir izlemektedir (Grafik 4.1.15). Küresel düzeyde ortaya çıkan mali krizin ülkemizdeki kredi arzını olumsuz yönde etkilemesine bağlı olarak, özel inşaat harcamaları artış hızında gözlenen yavaşlamanın, yılın son çeyreğinde hızlanarak devam edeceği düşünülmektedir. Diğer taraftan, 2008 yılı için öngörülen merkezi yönetim bütçesi yatırım harcamaları hedefi dikkate alındığında, yılın ikinci yarısında başta inşaat yatırımları olmak üzere kamu yatırım harcamalarında hızlanma beklenmekte ve bu durumun özel sektör yatırım harcamalarındaki yavaşlamayı kısmen de olsa telafi edeceği düşünülmektedir.

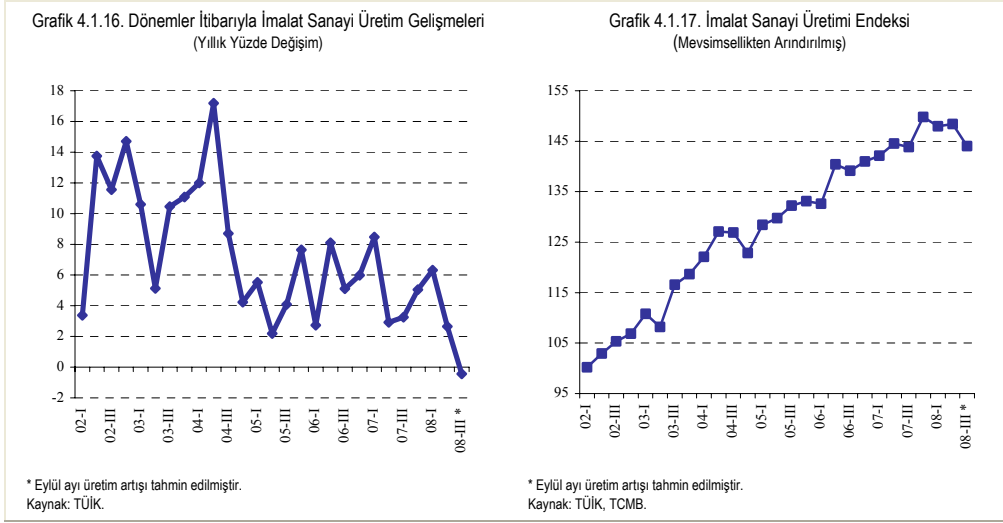


Sanayi sektöründeki gelişmeler incelendiğinde, toplam sanayi ve imalat sanayi üretimlerinin, Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre sırasıyla yüzde 4 ve yüzde 5,7 oranlarında gerilediği görülmektedir. İmalat sanayi üretimi alt sektörler itibarıyla incelendiğinde, Ağustos ayındaki üretim düşüşünün, plastik, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri ile kağıt ürünleri sektörleri dışında kalan tüm alt sektörlerde yayıldığı görülmektedir. Ayrıca, Eylül ayı TÜİK imalat sanayi eğilim anketi sonuçları Ağustos ayındaki düşüşün ardından imalat sanayi üretiminde sınırlı oranda toparlanma olacağını, ancak düşük büyüme eğiliminin devam edeceğini göstermektedir.

Bu çerçevede, Temmuz ve Ağustos aylarına ait sanayi üretim gelişmeleri ile Eylül ayı imalat sanayi eğilim anketi sonuçları dikkate alındığında, yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayi üretiminde yıllık bazda sınırlı da olsa bir daralma beklenmektedir. Böylece, 2002 yılından bu yana imalat sanayinde ilk defa negatif büyüme gerçekleşecektir (Grafik 4.1.16). Ayrıca, mevsimsellikten arındırılmış veriler de söz konusu dönemde imalat sanayi üretiminde belirgin bir yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 4.1.17).

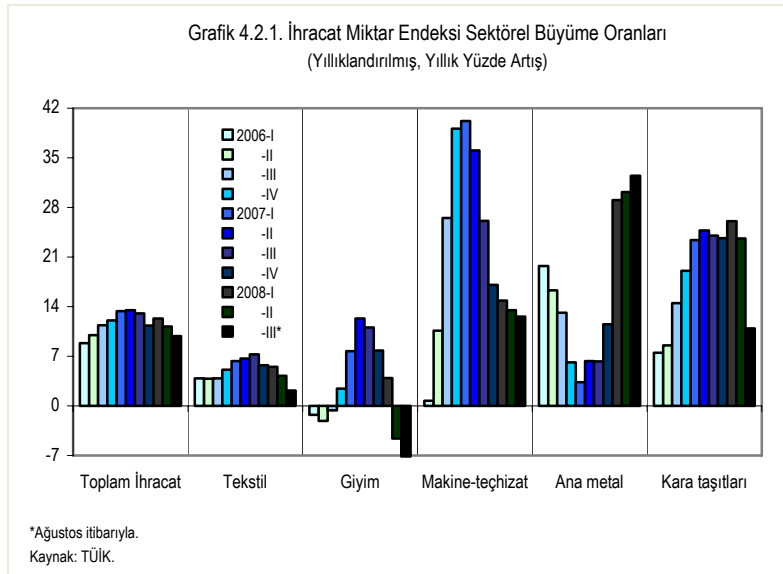
Yılın son çeyreğinde ise dış talepte beklenen daralmanın başta ihracatçı sektörler olmak üzere toplam sanayi üretimini olumsuz yönde etkileyeceği düşünülmektedir. Diğer yandan, yılın ilk yarısında küçülme kaydeden tarım katma değerinin, TÜİK'in bitkisel üretim tahminleri baz alındığında, yılın ikinci yarısında büyümesi beklenmektedir.





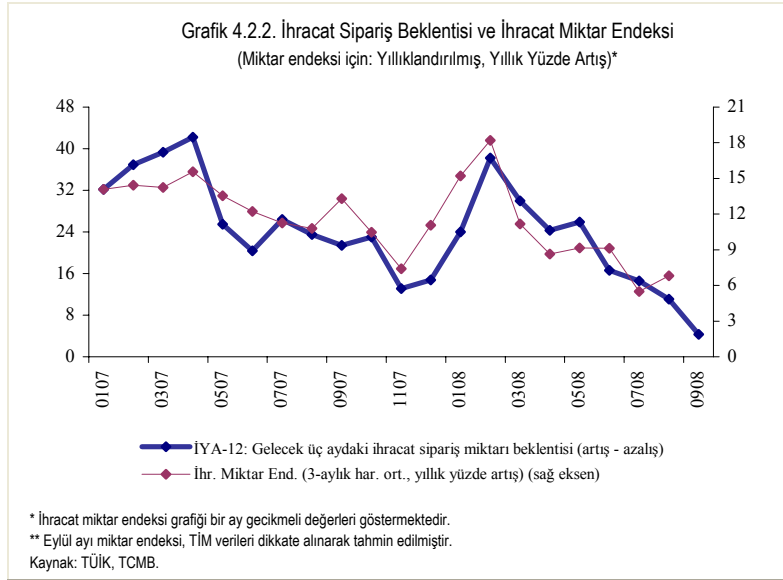
## 4.2. Dış Talep

2008 yılının ikinci çeyreğinde reel mal ihracatının yıllık büyüme oranının reel mal ithalatı büyüme oranının üzerinde gerçekleşmesinin ve turizm gelirlerindeki iyileşmenin etkisiyle, net ihracatın büyümeye katkısı pozitif olmuştur. İhracat artışında kara taşıtları, ana metal ve kimyasal ürün gibi sanayiler etkili olmuştur. Makine-teçhizat sektörü ihracatı yüksek oranda artmış olmakla birlikte, 2007 yılı boyunca ve 2008 yılının ilk yarısında yavaşlama eğilimi göstermiştir. Tekstil ihracatı nispeten istikrarlı bir seyir izlemiş, ancak son aylarda yavaşlama göstererek toplam ihracat performansının gerisinde kalmıştır. Giyim sektörü ihracatında ise belirgin bir gerileme görülmektedir (Grafik 4.2.1).

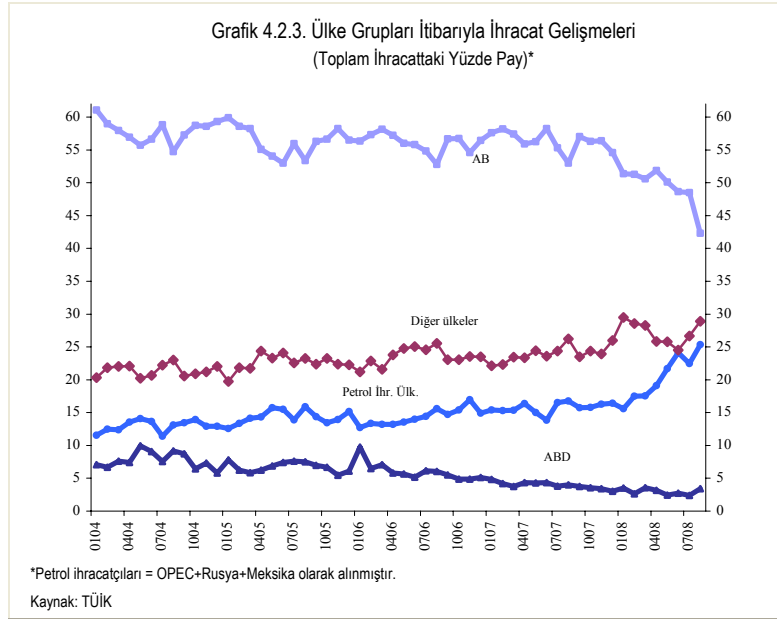


İthalatın miktar olarak artışında esas olarak rafine edilmiş petrol ürünleri, kimyasal madde ve ürünler, motorlu kara taşıtları ile ana metal sanayi sektörüne girdi sağlayan “atık ve hurda” sektörleri belirleyici olmuştur. Nominal ithalat artışında ise, özellikle fiyat artışlarına bağlı olarak, toplam ithalat içinde en büyük paya sahip olan enerji ithalatı ve ana metal sektörü ithalatı etkili olmuştur.

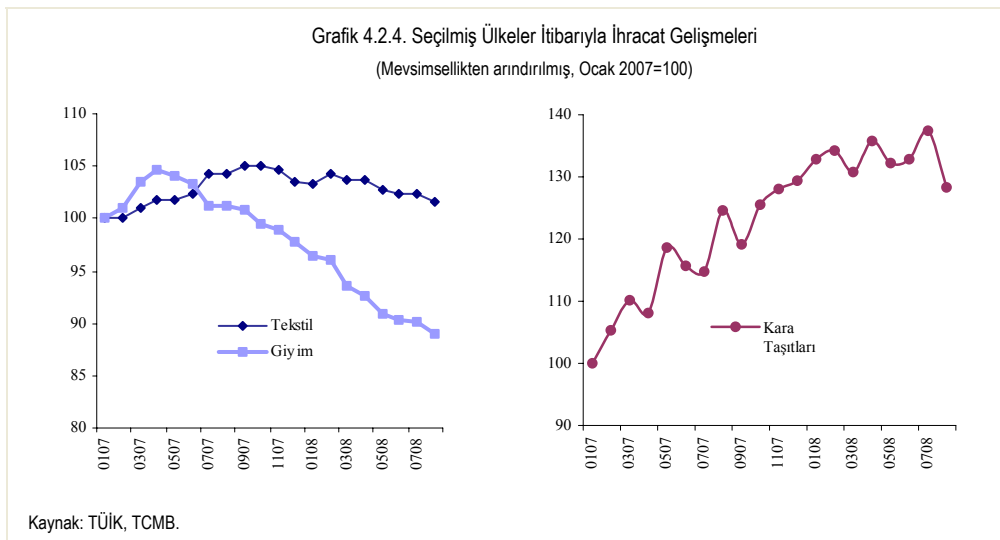
Güncel veriler, ihracatta son aylarda, ithalatta ise 2008 yılı başından bu yana süregelen belirgin bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Nitekim, TCMB İktisadi Yönelim Anketi’nde yer alan “Gelecek üç aydaki ihracat sipariş miktarı beklentisi” Eylül ayında da gerilemeye devam etmiştir (Grafik 4.2.2).



Küresel düzeyde ekonomik faaliyette beklenen yavaşlamanın özellikle gelişmiş ülkelerdeki ithalat talebinde azalışa yol açması, Türkiye’nin ihracat performansı açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Nitekim, AB ülkelerine yapılan ihracatın 2007 yılı başında yüzde 58’e ulaşan payı, son aylarda yüzde 42’ye kadar gerilemiştir. Buna karşın, aynı dönemde petrol ihracatçısı ülkeler ile AB ve ABD dışı diğer ülkelere yapılan ihracatın payında hızlı bir artış yaşanmıştır (Grafik 4.2.3). AB ve ABD dışındaki ülkelere yapılan ihracatın artış eğilimini sürdürmesi, ihracat için alternatif pazar imkânlarının genişlemesine işaret etmesi nedeniyle olumlu bir gelişmedir.

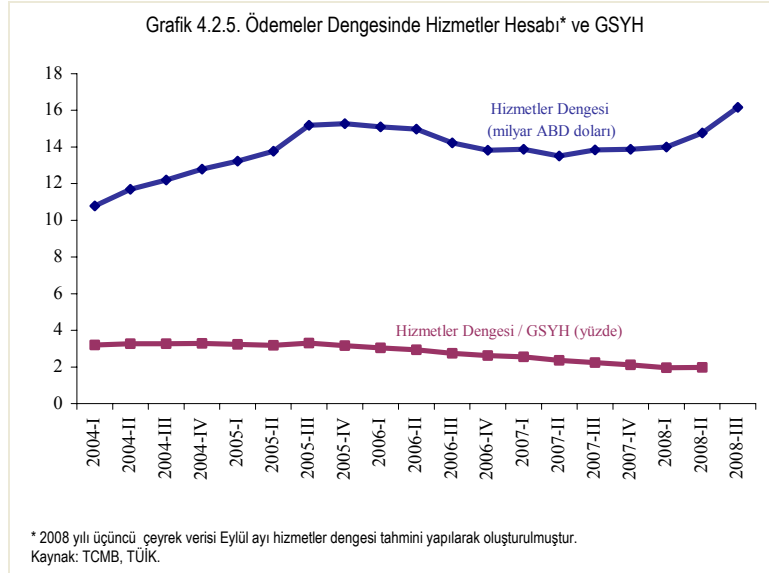


Kara taşıtlarında yeni model üretimlerine geçilmesi, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren hızlanan kara taşıtları ihracatının önümüzdeki dönemde nispeten olumlu bir performans gösterebileceğine işaret etmektedir. Yüksek kalite ile Avrupa Birliğine olan coğrafi yakınlık, nakliye maliyetlerinin arttığı son dönemlerde tekstil ve giyim sektörü ihracatında bir rekabet avantajı yaratmaktadır. Ancak, mevsimsellikten arındırılmış verilere göre gerek tekstil ve giyim sektörleri ihracatındaki gerileme eğilimi, gerekse kara taşıtları sektörü ihracat artışıdaki yavaşlama eğilimi, söz konusu sektörlerin ihracatı açısından kısa vadede olumsuz bir görünüm arz etmektedir (Grafik 4.2.4).



Gerek YTL'nin son dönemdeki değer kaybı gerekse iç talepteki yavaşlama, ithalatın miktar artış hızının özellikle Mart ayından itibaren gerilemesine yol açmıştır. Buna bağlı olarak, yılın ikinci çeyreğinde net ihracatın büyümeye pozitif katkısı olmuştur. Bu eğilimin yılın üçüncü çeyreğinde devam etmesi ve turizm gelirlerindeki artışın etkisiyle, net ihracatın büyümeye olumlu katkısının artması beklenmektedir. Yılın kalanında dış ticaret açığındaki genişleme hızının bir miktar yavaşlayacağı, petrol ve diğer emtianın uluslararası ticaret fiyatlarındaki yüksek oranlı artış eğiliminin sona ermesinin dış ticaret ve cari işlemler açığını özellikle 2009 yılında önemli ölçüde sınırlandırabileceği tahmin edilmektedir.

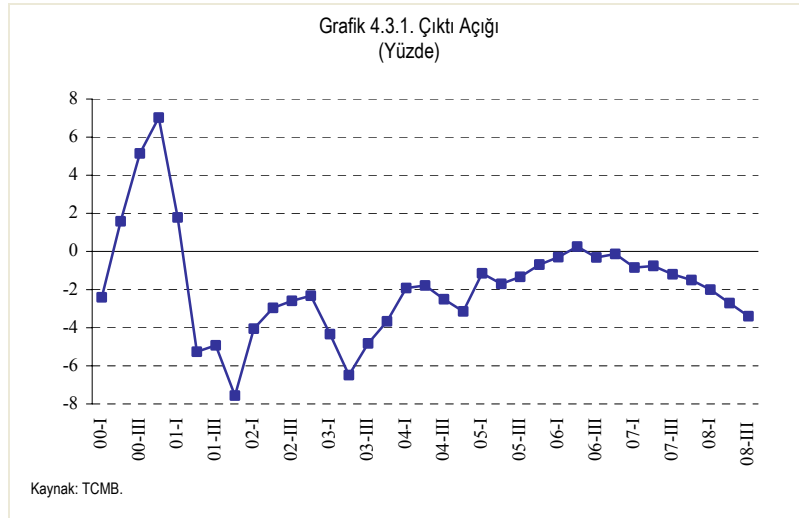
Cari işlemler açığını sınırlayan önemli bir kalem olan hizmetler hesabı fazlası, özellikle 2006 yılından bu yana kayda değer bir artış göstermemiş, GSYH içindeki payı ise gerileme eğiliminde olmuştur. Söz konusu durum, hizmet gelirlerindeki artışa karşın, yerleşiklerin yurt dışındaki turizm harcamaları ve sigortacılık başta olmak üzere, hizmet giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 2008 yılı Ocak-Ağustos dönemi ödemeler dengesi gelişmeleri, bu görünümün 2008 yılında turizm gelirlerindeki hızlı artışın etkisiyle düzeldiğine işaret etmektedir. Ancak, hizmet net gelirlerinin GSYH içindeki payı halen düşük düzeydedir.



### 4.3. Çıktı Açığı

Özetle, özel kesim tüketim ve yatırım talebine ilişkin göstergeler yurt içi talepte gözlenen yavaşlamanın üçüncü çeyrekte de sürdüğünü göstermektedir. Bu dönemde, kamu harcamalarında beklenen artışa rağmen özel kesim harcamalarındaki gerilemeye paralel olarak toplam yurt içi talepteki yavaşlamanın devam edeceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, ithalattaki yavaşlamaya bağlı olarak net ihracat kaleminin büyümeye katkısının yılın ikinci yarısında pozitif olması beklenmektedir. Ancak, ihracatın da son aylarda belirgin bir yavaşlama eğilimine girmesi nedeniyle söz konusu katkının sınırlı olacağı düşünülmektedir.

Sonuç olarak, açıklanan veriler yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde de uluslararası mali piyasalarda ortaya çıkan krizin etkisiyle, başta özel yatırım harcamaları olmak üzere toplam yurt içi talepteki yavaşlamanın devam edeceği tahmin edilmektedir. Buna göre, yılın üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin artarak süreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.1).



### 4.4. İşgücü Maliyetleri

Türkiye İstatistik Kurumu tarafından açıklanan “İmalat Sanayi Üretimde Çalışanlar ve Üretimde Çalışılan Saat Endeksi” sonuçlarına göre 2008 yılının ikinci çeyreğinde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,6 oranında artış kaydetmiştir (Tablo 4.4.1). Bu dönemde imalat sanayi üretiminin yüzde 2,6 oranında artması sonucu işgücü verimliliği yüzde 2,4

oranında yükselmiştir. İmalat sanayi çalışılan saat başı reel birim ücret endeksi artan verimliliğe bağlı olarak yüzde 2,3 oranında gerilemiştir (Grafik 4.4.1). 2008 yılının ikinci çeyreğinde imalat sanayi reel birim ücretleri gerilemeye devam ederek enflasyon açısından olumlu bir görünüm arz etmiştir.

Tablo 4.4.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2006			2007				2008	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	
<b>İstihdam<sup>(1)</sup></b>	-0,7	2,4	2,0	2,2	1,8	2,1	1,7	0,6	
Kamu	-4,0	-3,2	-3,8	0,6	0,0	-1,5	2,4	5,3	
Özel	-0,4	2,7	2,5	2,3	1,9	2,3	1,6	0,3	
<b>Reel Ücret<sup>(2)</sup></b>	0,9	-2,1	-0,5	3,5	1,6	0,6	0,0	0,0	
Kamu	-3,0	0,4	-2,1	3,8	-0,1	0,5	2,2	2,3	
Özel	1,9	-2,0	0,1	3,5	1,9	0,9	-0,5	-0,6	
<b>Kazanç<sup>(3)</sup></b>	0,9	-1,3	-0,1	3,7	0,6	0,7	2,1	-0,1	
Kamu	-1,5	1,1	0,3	3,0	0,8	1,3	6,8	-2,3	
Özel	1,8	-1,0	0,5	3,9	0,8	1,0	1,1	-0,3	
<b>Verimlilik<sup>(4)</sup></b>	6,7	5,1	0,5	1,1	3,9	2,6	3,6	2,4	
<b>Reel Birim Ücret<sup>(5)</sup></b>	-5,3	-6,9	-1,0	2,5	-2,3	-2,1	-3,4	-2,3	

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

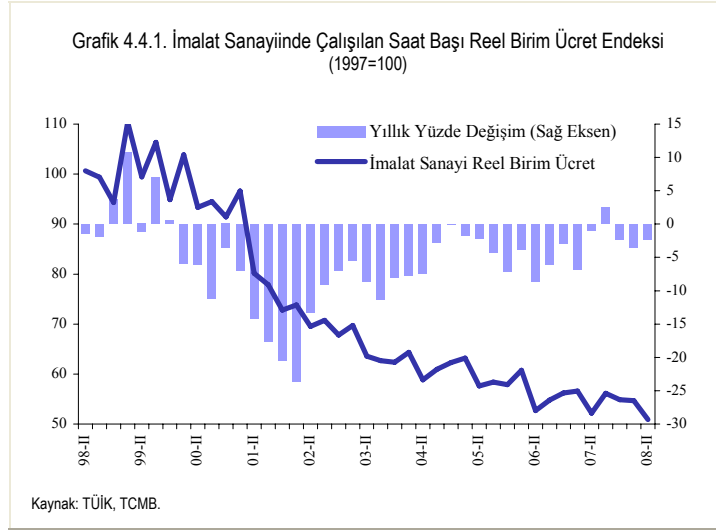
(2) İmalat Sanayi Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

(3) İmalat Sanayi Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

(4) İmalat Sanayi Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

(5) İmalat Sanayi Reel Birim Ücret Endeksi, 1997=100.

Kaynak: TÜİK, TCMB.



2008 yılının ikinci çeyreğinde, özel imalat sanayinde taşıt araçları, makine-teçhizat, ana metal ve gıda sektörlerinde üretimde çalışan sayısı artarken, tekstil, giyim ve mineral madde sektörlerinde gerilemiştir. 2007 yılı içinde gerileme eğiliminde olan kamu imalat sanayi istihdamı 2008 yılının ikinci çeyreğinde artış göstermiştir.

İmalat sanayinin ağırlıklı sektörleri arasındaki taşıt ve mineral madde sektörlerinde saat başına kısmi verimlilik artarken, tekstil ve makine-teçhizat sektörlerinde gerilemiştir. İhracatta önemli paya sahip olan tekstil ve makine teçhizat sektörlerindeki işgücü verimlilik kayıpları rekabet açısından olumsuz görünüm arz etmektedir. Mineral madde, giyim ve ana metal sektörlerinde saat başına reel ücret artarken, taşıt araçları, kimyasal maddeler ve tekstil sektörlerinde önemli oranlarda gerilemiştir.

Önümüzdeki dönemlerde ekonomik faaliyette gözlenen yavaşlamanın istihdam artışını sınırlayarak işsizlik oranının yükselmesine neden olması ve bu durumun reel birim ücretler üzerinde aşağı yönlü baskı yapması beklenmektedir.

### KUTU 4.1. Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları<sup>1</sup>

Türkiye ekonomisi, 1950 sonrası dönemde, sürekliliğe sahip en yüksek büyüme hızına 2002-2007 yılları arasında ulaşmıştır. Bu dönemde ekonomi yıllık ortalama yüzde 6,8, birikimli olarak ise yüzde 50 dolayında büyümüştür. Çeyrek dönemlerin yıllık artış oranına göre bakıldığında, 24 dönem boyunca ekonomide kesintisiz büyüme gözlenmiştir. Bu performans, çeyrek dönemler itibarıyla büyüme oranının açıklandığı 1987 yılından beri en uzun kesintisiz büyüme sürecine karşılık gelmektedir. Diğer taraftan, Türkiye'nin uzun dönemli büyüme oranında sürekli bir düşüş eğilimi gözlenmektedir. Yıllık ortalama büyüme oranı 1950-2007 döneminde yüzde 5 iken, 1960-2007 döneminde yüzde 4,7'ye, 1970-2007 döneminde yüzde 4,4'e, 1980-2007 döneminde yüzde 4,3'e gerilemiştir. 2001 yılından sonra gerçekleşen hızlı ekonomik büyüme neticesinde, 1990-2007 dönemindeki ortalama büyüme oranı, sınırlı bir iyileşme göstererek yüzde 4,5'e ulaşmıştır. Büyüme oranındaki zayıflık görece yüksek olan nüfus artış oranı ile birlikte ele alındığında, Türkiye ekonomisinde sağlanan uzun dönemli refah artışının sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. Bu çerçevede, geçmiş dönemde kaydedilen büyümenin temel kaynaklarının ortaya konulması ve sürdürülebilirliği hususu önem arz etmektedir.

Bu kutuda, Cobb-Douglas üretim fonksiyonu kullanılarak büyümenin kaynakları üretim faktörleri bazında ayrıştırılmıştır. Bu çerçevede, üç farklı model kullanılarak tahminler yapılmıştır. Birinci modelde standart üretim fonksiyonu kullanılmıştır. Başka bir ifadeyle, üretim miktarı veya yaratılan katma değer bağımlı değişken, sabit terim başlangıç yılındaki bilgi (teknoloji) düzeyi, geleneksel üretim faktörleri olan sermaye stoku ve istihdam ile doğrusal bir yıl (zaman) endeksiyle temsil edilen teknolojik bilgi düzeyindeki artış açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmaktadır (Model 1). İkinci modelde, sermaye stokundaki ve istihdamdaki devresel değişiklikleri kontrol etmek amacıyla bu üretim faktörleri sırasıyla imalat sanayii kapasite kullanım oranı ve imalat sanayiinde çalışılan saat ile çarpılarak üretim fonksiyonu tahmin edilmiştir (Model 2). Üçüncü modelde ise, ikinci modeldeki değişkenlere ek olarak büyüme performansı açısından önemli olduğu düşünülen sermaye stokunun yaşı eklenerek tahmin yapılmıştır (Model 3).

Model 3'te kullanılan ve sermaye stokunun yenilenme hızını temsil ettiği düşünülen sermaye stokunun yaşı, sermaye stokunun niteliğinde meydana gelebilecek değişimlerin kontrol edilmesi amacıyla tahminlerde kullanılmıştır. Bu değişken, sermaye stoku içerisinde yeni yatırımların payını göstermekte olup, son 3 yılda yapılan yatırımların toplam sermaye stoku içerisindeki yüzde payı hesaplanarak oluşturulmuştur. Söz konusu değişken kullanılarak büyük ölçüde yurt dışından ithal edilen makine-teçhizatın üretime yaptığı katkının daha doğru bir şekilde tahmini amaçlanmıştır. Bu katkının kontrol edilmesi, makine teçhizatı içerilmiş olan yeni teknolojileri de kapsayacağından, üretim fonksiyonunda dışsal olarak ölçülmeye çalışılan teknolojik gelişme katsayısının küçülmesine yol açabilecektir. Bu itibarla, tahmin edilecek yeni teknolojik gelişme katsayısı, firmaların verimlilik kapasitesindeki gelişimi (firma organizasyon yapısı, beşeri sermaye, Ar-Ge faaliyetleri, rekabet baskısı, girişimcilik, vb.) daha gerçekçi olarak yansıtacaktır. Niteliksel bir değişken olması ve ağırlıkla yurt dışı kaynaklı dışsallıkları temsil edebilmesi nedeniyle, sermaye stokunun yenilenme hızı modele sermaye stokunun düzeyinden bağımsız olarak eklenmiştir. Böylelikle, söz konusu yenilenmenin yansıtılabileceği teknolojik gelişimin kaynağının önemli ölçüde gelişmiş ülkeler olduğu ve ülke ekonomisine yansımalarının dışsallıklar biçiminde olacağı kabul edilmiştir. Sermayenin yenilenme hızının üretim fonksiyonunda dikkate alınmasının, sermaye stokunun büyümeye katkısını artırması (embodied technological change), ülke ekonomisinin teknoloji yeteneğindeki artış oranını ise azaltması beklenmektedir.

Diğer yandan, analiz yapılan dönem içerisinde üretim fonksiyonunda bulunan katsayılar dönem içerisinde değişim veya kırılma gösterebilmektedir. Bu kapsamda, yapılan tahmin sonuçları sermaye birikimi ve istihdam değişkenlerinin katsayılarının istikrarlı olduğunu, ancak teknolojik gelişme değişkeninin katsayısının 1988-2000 ile 2001-2007 dönemleri arasında yukarı yönlü kırıldığını göstermiştir. Teknolojik gelişme değişkenindeki kırılmanın üretim fonksiyonuna yansıtılması amacıyla bu iki dönem için ayrı ayrı teknolojik gelişme değişkenleri tanımlanmış ve tahminlere yansıtılmıştır.

<sup>1</sup> Bu kutu, Saygılı, Ş. ve C. Cihan (2008) "Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamikleri: 1987-2007 Döneminde Büyümenin Kaynakları Temel Sorunlar ve Potansiyel Büyüme Oranı", TÜSIAD-TCMB Küresel Ekonomiye Entegrasyon Sürecinde Büyüme Dizisi No:3 " çalışmasının bazı sonuçlarını özetlemektedir.



Tablo 1’de Türkiye ekonomisinde 1988-2007 döneminde gerçekleşmiş olan büyüme oranı arz yönlü kaynaklarına ayrıştırılmaktadır. Büyümenin kaynaklarına ayrıştırılmasında Solow (1957) tarafından geliştirilen Büyüme Muhasebesi yöntemi kullanılmıştır. Bu çerçevede, üretim fonksiyonu tahmininden elde edilen katsayılar (teknolojik gelişme değişkeni hariç) ve üretim faktörlerinin artış oranları kullanılarak, ilgili faktörün büyüme oranına yaptığı katkı hesaplanmış; bu faktörlerin katkısıyla açıklanamayan artık bölümün ise toplam faktör verimliliği (TFV) artışı olduğu kabul edilmiştir.

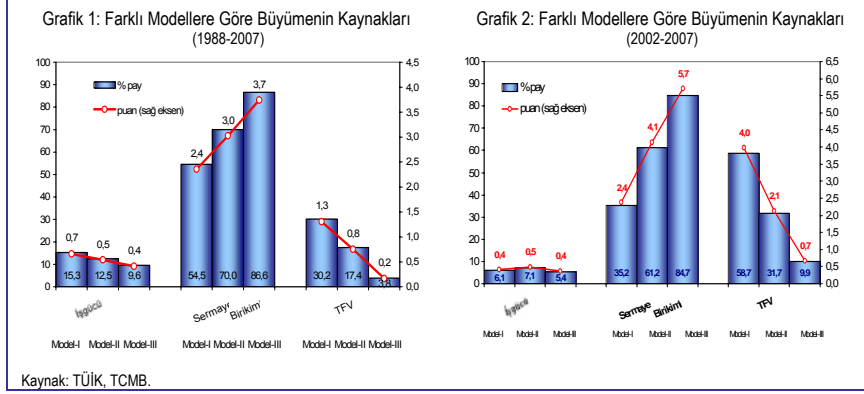
Tablo 1. Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları (Yüzde)				
		1988-2001	2002-2007	1988-2007
Ortalama	GSYH	3,2	6,8	4,3
<b>Artışı</b>				
<b>Model 1</b>				
	İşgücünün Katkısı	24,3	6,1	15,3
	Sermayenin Katkısı	73,4	35,2	54,5
	TFV'nin Katkısı	2,3	58,7	30,2
<b>Model 2</b>				
	İşgücünün Katkısı	17,8	7,1	12,5
	Sermayenin Katkısı	78,7	61,2	70,0
	TFV'nin Katkısı	3,6	31,7	17,4
<b>Model 3</b>				
	İşgücünün Katkısı	13,6	5,4	9,6
	Sermayenin Katkısı	88,5	84,7	86,6
	TFV'nin Katkısı	-2,1	9,9	3,8

Ekonomide yaşanan kısa dönemli dalgalanmaları (devresel), içsel-dışsal şokların etkisini ve sermayenin yaşında meydana gelen değişimleri dikkate almaksızın yapılan tahmin sonuçlarına göre (Model 1), 1988-2007 dönemindeki yıllık ortalama yüzde 4,3 oranındaki büyümenin yüzde 15,3’ü işgücü (istihdam) artışından, yüzde 54,5’i sermaye birikiminden, yüzde 30,2’si ise verimlilik artışından kaynaklanmaktadır. Büyüme oranındaki düşüklük dikkate alınmaz ise, söz konusu büyüme yapısının oldukça sağlıklı olduğu, yüzde 30 dolayındaki verimlilik artışı payının sürdürülebilir büyüme açısından önemli bir düzey olduğu söylenebilir. Yıllık ortalama yüzde 6,8’lik büyüme oranına ulaşıldığı 2002-2007 döneminde ise yüzde 58,7 ile büyümenin sürükleyici gücünün verimlilik artışı olduğu, ekonomideki tek sorunlu alanın iş gücü piyasaları veya istihdam yaratmak olduğu sonucuna varılabilir.

Ekonomideki devresel hareketleri temsil eden iş gücünün ortalama çalışma saati endeksi ve kapasite kullanım oranı değişkenleri dikkate alındığında, sonuçlar önemli ölçüde değişmektedir (Model 2). 1988-2007 döneminde, sermaye stokunun büyümeye yaptığı katkı yüzde 54,5’den yüzde 70 dolayına yükselmekte, TFV’nin katkısı ise yüzde 30,2’den 17,4’e gerilemektedir. 2002-2007 döneminde ise sermaye stokunun katkısı yüzde 35,2’den yüzde 61,2’ye çıkmakta, TFV’nin katkısı ise yüzde 58,7’den yüzde 32 düzeyine inmektedir. Bu tespit, gerek devresel hareketler, gerekse içsel-dışsal şoklar nedeniyle büyüme oranında önemli dalgalanmalar yaşandığını; son yıllarda büyüme oranında gözlenen hızlı artışta mevcut (atıl) üretim kapasitesinin daha etkin kullanılmasının önem taşıdığını; kapasite kullanım oranındaki bu geçici dalgalanmalar dikkate alınmaksızın büyüme performansının kaynaklarına ve sürdürülebilirliğine yönelik yapılacak değerlendirmelerin yetersiz kalacağını göstermektedir.

Kapasite kullanım oranına ek olarak, sermaye stokunun yenilenme hızının Türkiye ekonomisinin büyüme hızına önemli katkı yaptığı tespit edilmiştir (Model 3). Bu katkının bir bölümü, doğrudan, sermayenin yenilenme hızını temsil eden değişkenin katsayısına, diğer bir bölümü ise, dolaylı olarak, sermaye stokunun düzeyini temsil eden değişkenin katsayısına yansımaktadır. İncelenen dönemin bütününde, sermaye stokunun yenilenme hızını da dikkate alacak şekilde, bir bütün olarak sermaye stokunun büyümeye olan katkısının yüzde 86 dolayında olduğu hesaplanmıştır. Bu bulgu, Türkiye ekonomisinin üretim kapasitesinin genişlemesinde temel sürükleyici faktörün yatırımlar olduğunu göstermektedir.

Sermayenin yenilenme hızının dikkate alınmasıyla birlikte, sermaye stokunun büyüme oranına katkısında ortaya çıkan artış, etkisini daha çok TFV'nin büyüme oranına yaptığı katkıda göstermektedir. Nitekim 1988-2007 dönemi genelinde, başlangıçta yüzde 30,2 olarak ölçülen TFV'nin büyüme oranına katkısı, kapasite kullanım oranı ve işgücünün çalışma saatinin dikkate alınmasıyla yüzde 17,4'e, sermaye stokunun yenilenme hızının da dikkate alınmasıyla yüzde 3,8'e gerilemiştir. 2002-2007 döneminde ise başlangıçta yüzde 58,7 olarak tahmin edilen TFV'nin büyümeye katkısı, öncelikle yüzde 31,7'ye, sermayenin yenilenme hızının analizde kapsanması sonrasında da yüzde 10 dolayına düşmüştür. İstihdamın büyümeye katkısı oldukça düşüktür. Bu katkının, kontrol değişkenlerinin kullanıldığı modellerde daha da azaldığı görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2).



2002-2007 dönemindeki görece yüksek büyüme oranında hem kalıcı (istihdam, sermaye birikimi, sermayenin yenilenme hızı ve verimlilik artışı), hem de geçici (devresel) faktörlerin (iş gücünün ortalama çalışma saati ve kapasite kullanım oranı) etkisi olduğu görülmektedir. Bu dönemde sağlanan yıllık ortalama büyüme hızı olan yüzde 6,8'in 5 puanı kalıcı faktörlerden, 1,8 puanı ise geçici faktörlerden kaynaklanmıştır. Büyüme oranına yaptıkları yüzde katkı hesaplandığında, kalıcı faktörlerin payının yüzde 74, geçici faktörlerin payının ise yüzde 26 olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu tespitler, Türkiye ekonomisinde üretim kapasitesindeki büyümenin son yıllarda iyileşme gösterdiğini ve söz konusu büyümenin yaklaşık yüzde 5 düzeyinde olduğunu ortaya koymaktadır.

Günümüzün en çok kabul gören iktisadi büyüme yaklaşımı olan "İçsel Büyüme Yaklaşımı"na göre, salt fiziki yatırım faaliyetleriyle, uzun dönemli dinamik-sürdürülebilir büyüme performansına ulaşmak mümkün değildir. Fiziki yatırımlar yoluyla büyüme oranının artırılması, özellikle düşük gelirli ülkelerde, kısa-orta vadede mümkün olmakla birlikte, uzun vadede gelişmiş ülkelere yakınsayacak biçimde yüksek büyüme hızına ulaşmak mümkün olmayacaktır. Bu yaklaşıma göre, iktisat politikalarının temel hedefi, fiziki yatırımlardaki azalan verimi telafi edecek ve hatta bunu tersine çevirecek verimlilik artırıcı önlemler olmalıdır. Diğer bir ifadeyle, uzun vadeli sürdürülebilir büyüme kaçınılmaz olarak TFV'yi artırıcı önlemleri gerektirmekte; bu önlemlerin ise bireylerin, firmaların ve kamu kesiminin verimlilik artışına odaklanmasını sağlayacak "davranış değişikliğini" ortaya koyması önem taşımaktadır. Bu itibarla, ülkelerin temel kaynağı olan işgücünün niteliğinin yükseltilmesi temel politika amaçlarından biri olarak değerlendirilmelidir. Diğer taraftan, işgücünün niteliği yanında, daha geniş bir alanı kapsayan mikro ve makro politikalar yoluyla, makroekonomik istikrarın kalıcı bir şekilde tesis edilmesi, kayıt dışılığın azaltılması, etkili bir rekabet ortamının oluşturulması, fiziki altyapının niteliğinin iyileştirilmesi, finansman kaynaklarına erişimin kolaylaştırılması, teknopark ve sanayi bölgesi uygulamalarının geliştirilmesi, kurumsallaşmanın artırılması ve teknolojik yenilik faaliyetlerinin güçlendirilmesi uzun vadeli yüksek bir büyüme patikasına ulaşılması açısından büyük önem taşımaktadır.

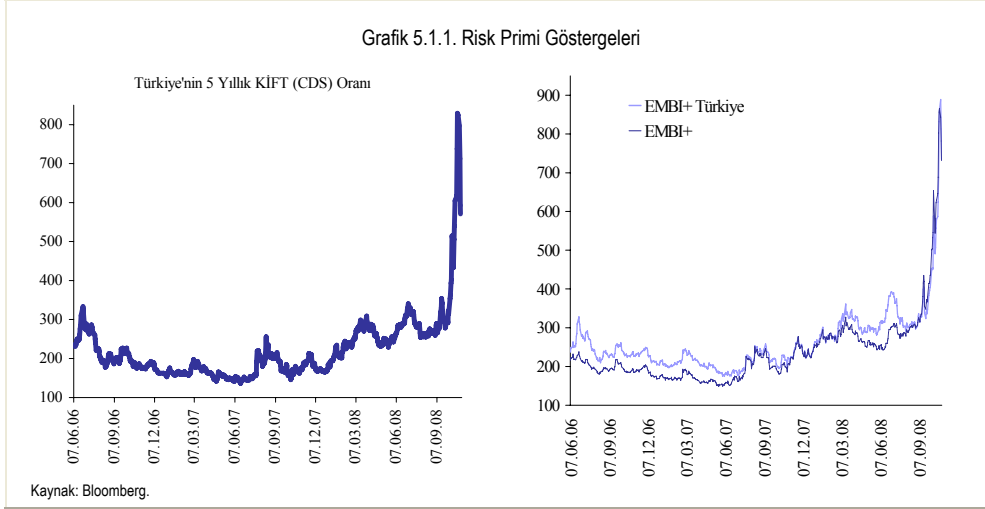


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

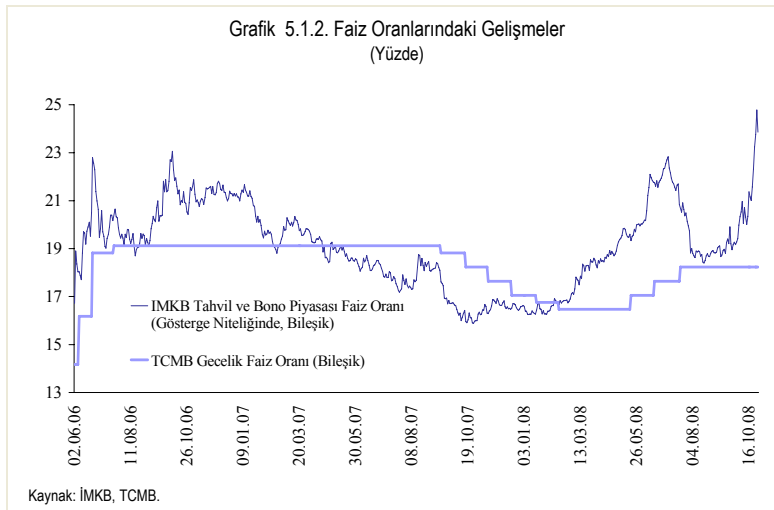
### 5.1. Finansal Piyasalar

2008 yılının üçüncü çeyreğinde, uluslararası finans piyasalarındaki sorunlar büyüyerek devam etmiştir. ABD ipotekli konut piyasalarında başlayan, ardından para ve sermaye piyasalarına yayılan finansal oynaklık sürecinde, finansal kuruluşların riskli yatırım araçlarına ne derece maruz kaldıklarına dair belirsizlik küresel finans piyasasında güvenilirlik kaygılarını artırmıştır. Bu dönemde büyük finansal kuruluşlara dair olumsuz haberlerin artması, bazı kuruluşların iflaslarını açıklamaları ve bazılarının devlet müdahalesine ihtiyaç duymaları yaşanan güven sorununu belirginleştirmiştir. Bu gelişmelerin sonucu olarak bankalar arası likidite sıkışıklığı daha da artmıştır. Küresel finans piyasalarındaki belirsizliğin ortadan kalkmaması üzerine, piyasanın işlemesi için gerekli güveni yeniden tesis etmek ve finansal sistemdeki sistemik riski ortadan kaldırmak amacıyla gelişmiş ülke devlet otoriteleri ve merkez bankaları, daha önce başlattıkları eş güdümlü likidite operasyonlarının yanı sıra yeni likidite imkanları sunma, sermaye artırımına katkıda bulunma ve mevduat garantisi sağlama gibi eylemleri kapsayan ekonomik paketleri uygulamaya koymuşlardır. Ne var ki, üçüncü çeyrek sonu itibarıyla bu programların finansal sistemi tekrar istikrara kavuşturup kavuşturamayacağına dair endişeler ortadan kalkmış değildir.

Küresel finansal sistemdeki sorunlara ve bu sorunların küresel ekonomiye etkilerine dair endişelerin yoğunlaşması risk algılamalarındaki bozulmayı ileri boyutlara taşımıştır. Bunun bir sonucu olarak gelişmekte olan ekonomilere sermaye akışı yavaşlamış, bu ülkelerin risk primlerindeki artış üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Ülkemizde de 5 yıllık Kredi İflas Takası (KİFT) primi ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksi gibi risk primi ölçütlerinde yüksek oranlı artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Öte yandan bu dönemde, yurt içi belirsizliklerin ortadan kalmasıyla birlikte Türkiye'nin risk priminde gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre daha düşük oranlı bir artış gerçekleşmiştir. Küresel ekonomik konjoktüre ilişkin belirsizlikler ortadan kalkmadan risk primlerindeki ve diğer finansal göstergelerdeki oynaklıkta kalıcı bir düşüş beklenmemektedir.

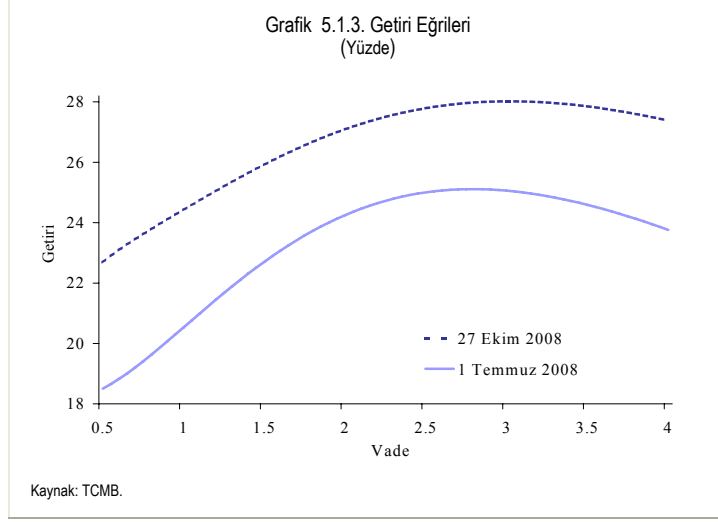


2008 yılının üçüncü çeyreğinin ilk dönemlerinde küresel piyasalara dair belirsizliklerin yanı sıra iç siyasi belirsizliklerin de etkisiyle piyasa faizlerinde keskin bir yükseliş yaşanmıştır. Ağustos ayıyla birlikte siyasi belirsizliklerin ortadan kalkması sonucunda hızla düşen piyasa faizleri, Eylül ayında finansal piyasalardaki oynaklığın şiddetlenmesiyle tekrar artış eğilimine girmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda, üçüncü çeyreğin başında düşen gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranı küresel finansal piyasalara dair risk algılamalarında Eylül ayında başlayan bozulmayla birlikte tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Belirsizliklerin devam etmesinin sonucunda, gösterge niteliğindeki faiz oranı TCMB gecelik faiz oranından daha yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.2).

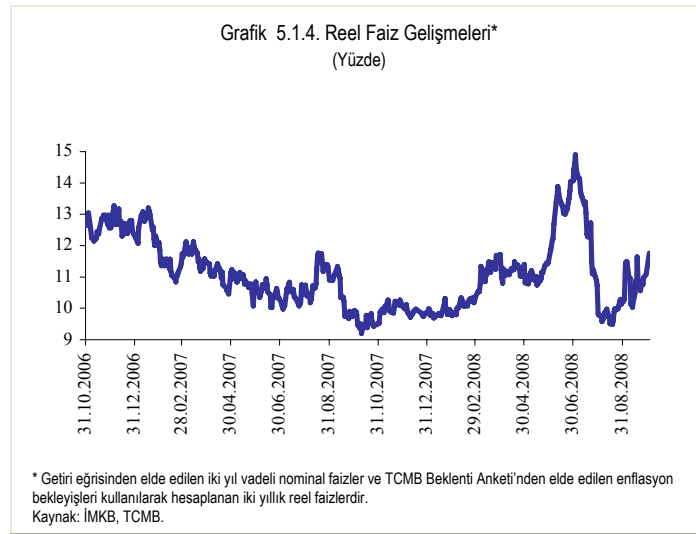


Üçüncü çeyreğin son bölümünde gözlenen hızlı yükselişle piyasa faizleri ilgili dönem başına göre daha yüksek seviyelerde oluşmuştur. Nitekim 27 Ekim

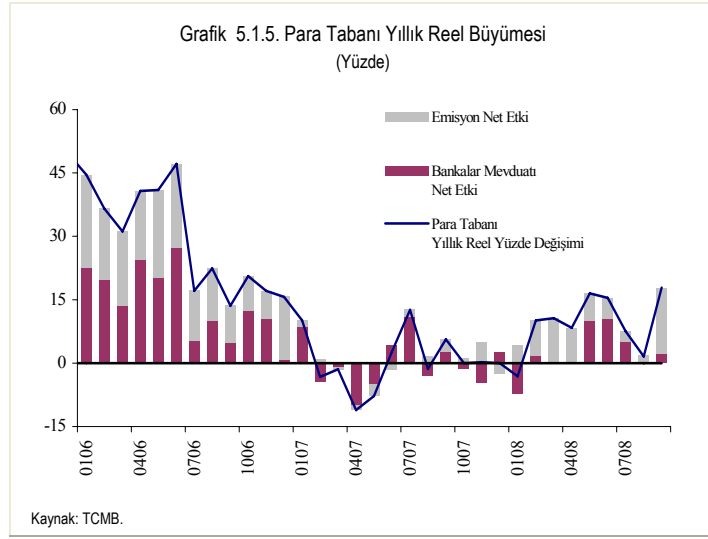
tarhinde oluşan getirilerin, 1 Temmuz tarihinde oluşan getirilerin her vadede üstünde gerçekteştiği görülmektedir (Grafik 5.1.3). Öte yandan, getiri eğrisinin uzun ucunun negatif eğiminin korunduğu görülmektedir. Bu durum, orta vadede enflasyondaki düşüşün devam edeceği beklentisinin sürdüğüne işaret etmektedir.



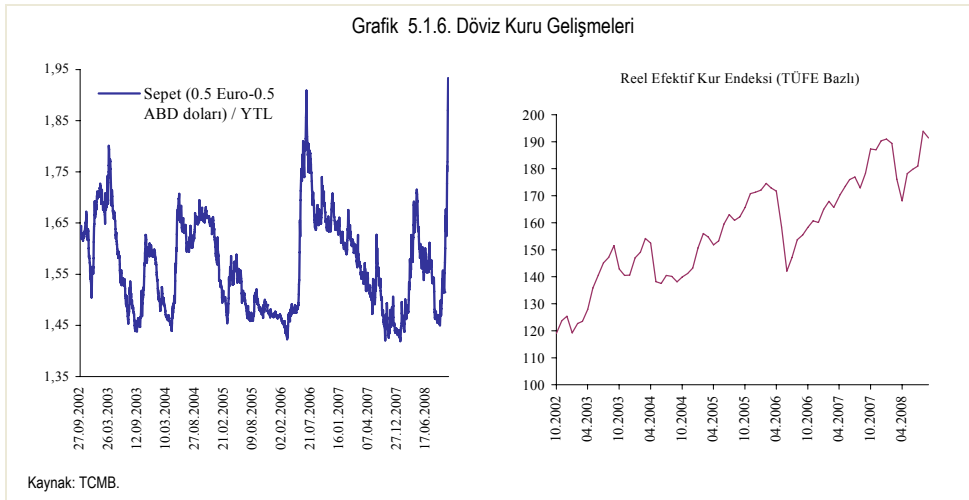
İç siyasi belirsizliklerin etkisiyle geçici olarak yükselen ve belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla düşen orta vadeli reel faizler, Eylül ayıyla birlikte küresel belirsizlik algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle tekrar yükseliş eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.4). Çeyrek sonu itibarıyla, son bir yıllık ortalamasına yakın seviyelerde gerçekteşen reel faizler, iç talebi sınırlamakta ve enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam etmektedir.



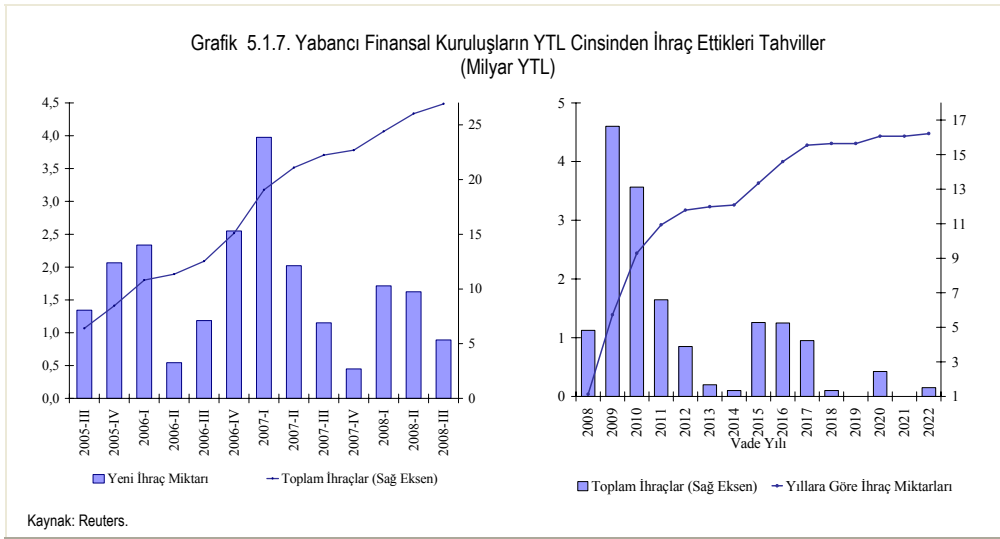
2008 yılının üçüncü çeyreğinde para tabanında sınırlı bir artış gözlenmiştir. Bunda, yılın başından beri devam eden emisyondaki yıllık reel büyüme eğilimi etkili olmuştur. Para tabanında özellikle Eylül ayında gözlenen artışın, belirsizlik algılamalarındaki bozulmaya paralel olarak likit olmayan varlıklardan daha likit ve risksiz varlıklara geçme eğiliminden kaynaklandığı, bu nedenle enflasyonist bir baskıya işaret etmediği düşünülmektedir (Grafik 5.1.5).



Üçüncü çeyreğin ilk dönemlerinde iç ve dış risklerin azaldığı algılamasıyla birlikte gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kazanan YTL, küresel finansal piyasalardaki belirsizliğin artması sonucu Eylül ayından itibaren hızlı değer kayıpları yaşamıştır. Değer kayıplarıyla birlikte YTL'nin değişim oynaklığı da üst seviyelere çıkmıştır (Grafik 5.1.6).



Uluslararası likidite koşullarındaki ve küresel risk iştahındaki bozulmanın şiddetlenerek devam etmesi finansman koşullarını da sıkılaştırmaktadır. Yurt dışında YTL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı finansal kuruluşların YTL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre düşük seviyelerde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.7). Toplam tahvil stoku ise itfaların ihraçlardan fazla olması sonucunda bir önceki çeyreğe göre azalmıştır. Bu enstrümanlara talebin, faiz yükselişlerine rağmen küresel finansmanda düzelleme süreci başlayana kadar sınırlı kalacağı düşünülmektedir.

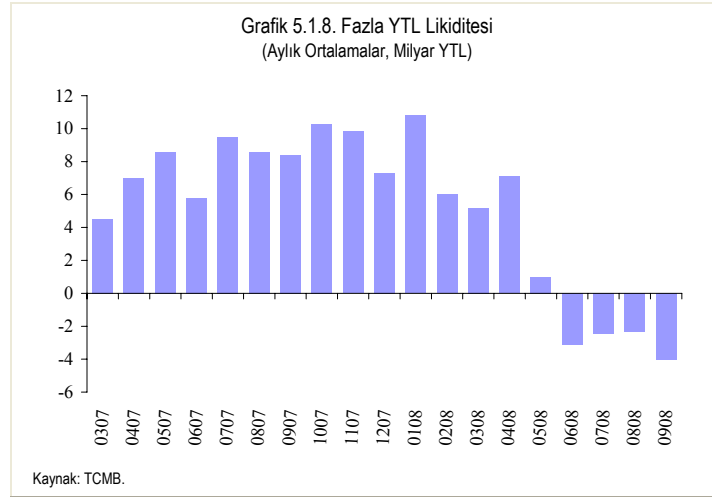


2008 yılının üçüncü çeyreğinde döviz alım ihalelerinde TCMB tarafından gerçekleştirilen net döviz alım tutarı yaklaşık 2 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. TCMB döviz rezervleri 24 Ekim 2008 itibarıyla 70,0 milyar ABD doları seviyesindedir. Kredi piyasalarında yaşanan sorunlar ve oluşan güven kaybıyla beraber küresel likidite akışkanlığında ortaya çıkan aksamalar karşısında TCMB, döviz piyasalarının işleyişini daha etkin hale getirmek üzere bir dizi önlemler almıştır. Bu önlemlerden ilki TCMB nezdindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerinin yeniden başlatılması ve Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin iki katına çıkarılması olmuştur. Bunun yanında, Türk bankalarının döviz likiditesi durumlarını daha da güçlendirmek amacıyla, 16 Ekim 2008 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Son olarak, döviz piyasasındaki sağlıklı fiyat oluşumlarını önlemek amacıyla 24-28 Ekim tarihleri arasında piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla likidite sağlanmış, döviz likiditesi koşullarının iyileşmesi ve daha sağlıklı fiyat



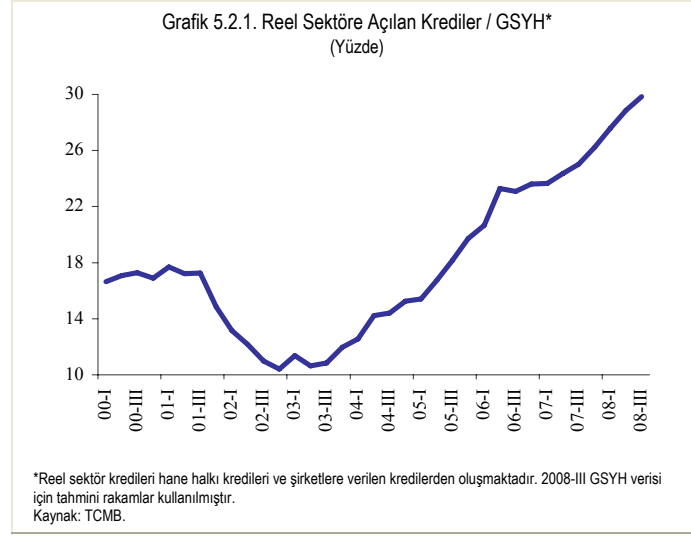
oluşumlarının gözlenmesi üzerine 30 Ekim itibarıyla satım ihaleleri durdurulmuştur.

2008 yılının ikinci yarısından itibaren gecelik piyasada oluşan likidite fazlası ortadan kalkmıştır (Grafik 5.1.8). Likiditedeki bu azalışın temel belirleyicisi özellikle Ağustos ayında TCMB nezdindeki Hazine nakit bakiyesinin 20 milyar YTL seviyelerinin üzerine çıkması olmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak piyasada likidite açığının ortaya çıktığı dönemlerde Merkez Bankası düzenlediği repo ihaleleri ile gerekli likiditeyi sağlamıştır. İhalelerde tutarlar belirlenirken gecelik piyasadaki faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşması ve Merkez Bankası gecelik borçlanma faizinin para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliğini sürdürmesi hedeflenmiştir.



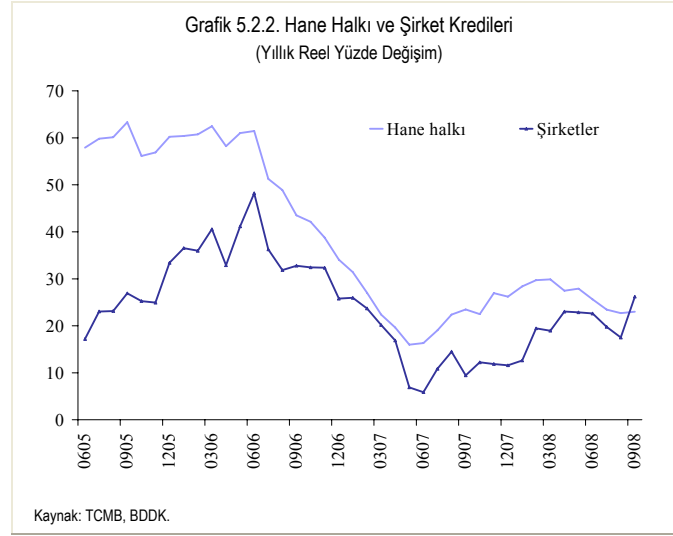
## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

2008 yılı üçüncü çeyreğinde toplam krediler sınırlı da olsa artışını sürdürmüştür. Bu dönemde, reel sektöre açılan kredilerin GSYH'ye oranı yükselmeye devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Yurt dışı piyasalarda gözlemlenen küresel dalgalanmanın yoğunluğunu artırması bankaları daha ihtiyatlı davranmaya teşvik etmiştir. Buna karşın kredilerin artış seyri, hane halkı ve şirketlerin likidite gereksinimlerinin devam etmesi ve bayram etkisi nedeniyle sürmüştür.



Yılın ikinci çeyreğinde, küresel dalgalanmanın finansal sistem üzerindeki etkisi dış finansman olanaklarında daralma ve maliyet artışı şeklinde ortaya çıkmıştı. Son dönemde ise para ve sermaye piyasalarından yabancı çıkışlarının hızlanması bankaların krediye dönüşebilecek fonlarındaki artış potansiyelini sınırlamaktadır. Bu gelişme sonucunda, siyasi belirsizliğin ortadan kalkması sonrası bankacılık kesiminde oluşan olumlu beklentiler yerini ihtiyatlı duruşa bırakmıştır.

Kredi koşullarındaki sıkılaşmaya paralel olarak, yılın üçüncü çeyreğinde hane halkı ve şirketlerin kredi kullanımlarındaki artış oranı yavaşlamıştır. Bu dönemde, beklentilerdeki bozulma ve maliyetlerdeki artış kredi talebinin temel belirleyicisi olmuştur. Ancak, çeyreğin son döneminde şirketlerin kullandıkları kredi artış hızında yükseliş gözlenmiştir. Reel sektör kredilerindeki artış büyük ölçüde bankaların yurt dışı şubeler aracılığıyla şirketlere kullandırdıkları yabancı para cinsi kredilerden ve diğer kısa vadeli kredilerden kaynaklanmıştır (Grafik 5.2.2). Küresel kredi piyasalarındaki sorunların artarak sürmesi, reel kesimin dış finansmana erişim olanaklarına ilişkin risk oluşturmaktadır.



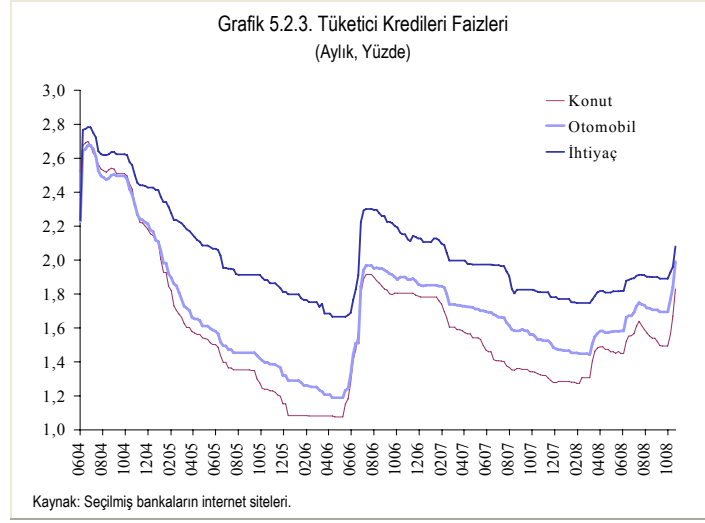
Tüketici kredilerinin alt kalemleri incelendiğinde üçüncü çeyrekte konut kredilerinin reel bazda artışının azalarak da olsa devam ettiği görülmektedir. Maliyeti daha yüksek olmasına rağmen, yeni öğretim yılının başlaması ve bayram etkisi, ihtiyaç kredilerindeki artışın ivmesini sürdürmesini sağlamıştır. Taşıtlı kredilerinde, son dönemde uygulanan kampanyalar ile sınırlı bir toparlanma gözlenmiştir (Tablo 5.2.1). Kredi kartlarından alacaklardaki reel artış ise azalarak olsa devam etmiştir.

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar  
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2007			2008		
	II	III	IV	I	II	III
Tüketici Kredileri	9,0	10,0	6,6	5,6	4,8	6,7
Konut Kredileri	7,5	10,2	5,4	6,5	4,2	4,1
Taşıtlı Kredileri	-3,4	-2,0	-1,4	-4,5	-1,9	0,2
Diğer Krediler	14,5	12,8	9,9	6,7	6,7	10,4
Kredi Kartları	7,7	2,4	3,2	2,2	5,9	5,4

Kaynak: TCMB.

Küresel finans piyasalarındaki belirsizliğin tüketici kredilerindeki genişlemeyi sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Ayrıca, sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerinin artış hızının son dönemde yavaşlaması, yurt dışından borçlanma olanaklarının azalmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Küresel piyasalardaki belirsizlikler, gerek bankaların doğrudan kredi olarak sunabilecekleri fonları azaltması gerekse likit portföy tercihlerinin öne çıkması nedeniyle, önümüzdeki dönemde de kredi arzını sınırlama potansiyeli taşımaktadır.



Üçüncü çeyrek sonunda, küresel riskler nedeniyle piyasa faizlerinde görülen artışa paralel olarak, tüketici kredileri faizlerinde yeniden artış eğilimi gözlenmiştir (Grafik 5.2.3). Bu gelişme, konut, taşıt ve ihtiyaç kredilerine olan talebi sınırlamaktadır.

Ulusal mali sistem, gerek sermaye yeterliliği seviyesi gerekse likit varlıklar ile teminata konu olabilecek menkul kıymet portföyü zenginliği bakımından diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha avantajlı durumdadır. Bununla birlikte, küresel belirsizlik algılamalarındaki artış ve likidite koşullarındaki daralma nedeniyle önümüzdeki dönemde yurt içi kredi büyümesindeki yavaşlamanın devam etmesi beklenmektedir. TCMB, toplam nihai yurt içi talep ile finansal sistemin sağlığına ilişkin içerdiği bilgiler nedeniyle, kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir.



## 6. Kamu Maliyesi

İlk belirtilerini 2007 yılında Amerika’da ipotekli konut kredisi piyasasında gösteren mali çalkantı bugün itibarıyla küresel boyutta bir krize dönüşmüştür. Söz konusu mali kriz, uluslararası kredi ve finansman olanaklarını önemli ölçüde daraltırken maliyetlerin de artmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, özellikle Türkiye gibi yüksek cari açık veren ülkelerde uluslararası mali krizin olumsuz yansımalarını en aza indirebilmek mali disiplinin kararlılıkla sürdürülmesini zorunlu kılmaktadır. Mali disiplinin titizlikle sürdürülmesi kamu finansman ihtiyacını azaltmakla kalmayacak, beklentileri de olumlu etkileyerek küresel mali krizin Türkiye ekonomisine olası etkilerini sınırlayacaktır.

Küresel düzeyde artan belirsizliklere ek olarak, yurt içi talepte oluşan yavaşlamanın vergi gelirlerini olumsuz etkilemesi ve bütçe harcamalarını artırması kamu maliyesi hedefleri üzerinde baskı oluşturabilecektir. Bu sürecin makroekonomik istikrarı bozmaması ancak mali alan yaratabilmeyle ve reform sürecinin devam etmesiyle mümkün olacaktır. Bu çerçevede, sürdürülen mali disiplinin yanı sıra, yatırım ortamını daha da iyileştirici, verimliliği ve rekabet gücünü artırıcı mikro düzeydeki reformların etkin olarak hayata geçirilmesi önemini korumaktadır. 2008 yılı Mayıs ayında kamuoyuna duyurulan Orta Vadeli Program, yapısal reformlara ve altyapı yatırımlarına kaynak aktarılması, orta ve uzun dönemde ekonomide verimlilik artışlarını desteklemesi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

2008 yılı Ocak-Eylül döneminde merkezi yönetim bütçe gelirlerindeki artış oranı bütçe giderlerindeki artış oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede faiz giderlerinin düşmesi ve beklenilenin üzerinde performans gösteren vergi gelirleri etkili olmuştur. Ayrıca, 4046 ve 4447 sayılı Kanunlar çerçevesinde Özelleştirme Fonundan ve İşsizlik Sigortası Fonundan Hazine’ye aktarılan önemli büyüklükteki kaynağın merkezi yönetim bütçesine gelir olarak yazılması yüksek gelir performansına katkı sağlamıştır. Faiz hariç bütçe giderlerindeki yüzde 11,6 oranındaki artışa en büyük katkıyı sırasıyla, cari transferler, personel giderleri, sermaye giderleri ve mal ve hizmet alım giderleri yaparken, sermaye transferleri azaltıcı yönde etki yapmıştır. Sonuç olarak, merkezi yönetim bütçe dengesi yılın ilk dokuz ayında hedefle tutarlı bir seviyede bütçe açığı vermiştir. Yılın son çeyreğinde bütçe harcamalarının

hızlanması ve yurt içi talebin yavaşlaması sonucunda vergi gelirlerinin azalması olası olmakla birlikte, merkezi yönetim bütçe hedeflerinin tutturulacağı düşünülmektedir.

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

2008 yılı Ocak-Ağustos döneminde 4,6 milyar YTL fazla veren merkezi yönetim bütçe dengesi, Eylül ayındaki 9,4 milyar YTL tutarındaki açığın etkisiyle 2008 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla toplamda 4,8 milyar YTL açık vermiştir. Benzer şekilde, Ocak-Ağustos döneminde 40,9 milyar YTL faiz dışı fazla veren merkezi yönetim bütçesi Eylül ayındaki 4,4 milyar YTL tutarındaki faiz dışı açığın etkisiyle toplamda 36,5 milyar YTL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Eylül ayındaki zayıf performansa rağmen, 2008 yılsonu faiz dışı fazla hedefinin yüzde 96,1'ine yılın ilk dokuz ayı itibarıyla ulaşılmış bulunmaktadır. 2008 yılı Ocak-Eylül döneminde merkezi yönetim bütçe gelirleri 2007 yılının aynı dönemine göre yüzde 13,3 artarken, merkezi yönetim bütçe giderlerindeki artış oranı yüzde 7,5 ile sınırlı kalmıştır. Aynı dönem itibarıyla faiz dışı bütçe giderlerindeki artış oranı yüzde 11,6 düzeyinde gerçekleşirken, faiz giderleri yüzde 3,4 oranında düşmüştür.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar YTL)

	2007 Ocak-Eylül	2008 Ocak-Eylül	Artış Oranı(Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	2008 Bütçe Hedefi *	2008 Bütçe Hedefi/GSYH**
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	<b>153,96</b>	<b>165,48</b>	<b>7,5</b>	<b>74,4</b>	<b>222,6</b>	<b>22,8</b>
<b>A) Faiz Giderleri</b>	<b>42,77</b>	<b>41,34</b>	<b>-3,4</b>	<b>73,8</b>	<b>56,0</b>	<b>5,7</b>
<b>B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>111,19</b>	<b>124,14</b>	<b>11,6</b>	<b>74,5</b>	<b>166,6</b>	<b>17,1</b>
I. Personel Giderleri	33,04	37,15	12,4	76,3	48,7	5,0
II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	4,09	4,53	10,8	70,8	6,4	0,7
III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	13,63	15,07	10,5	65,8	22,9	2,3
IV. Cari Transferler	47,69	52,51	10,1	75,9	69,2	7,1
V. Sermaye Giderleri	7,55	9,83	30,1	83,4	11,8	1,2
VI. Sermaye Transferleri	2,63	2,05	-21,8	98,5	2,1	0,2
VII. Borç Verme	2,56	3,01	17,5	76,4	3,9	0,4
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	<b>141,79</b>	<b>160,66</b>	<b>13,3</b>	<b>78,5</b>	<b>204,6</b>	<b>21,0</b>
<b>A) Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>138,25</b>	<b>156,36</b>	<b>13,1</b>	<b>78,4</b>	<b>199,4</b>	<b>20,4</b>
I-Vergi Gelirleri	111,66	127,28	14,0	74,3	171,2	17,5
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	34,22	40,37	18,0	76,8	52,6	5,4
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	3,19	3,69	15,6	91,5	4,0	0,4
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	46,96	50,86	8,3	71,2	71,4	7,3
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	21,06	25,51	21,1	76,2	33,5	3,4
II-Vergi Dışı Gelirler	26,60	28,80	8,3	102,1	28,2	2,9
<b>B) Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	<b>2,24</b>	<b>2,86</b>	<b>28,0</b>	<b>83,8</b>	<b>3,4</b>	<b>0,4</b>
<b>C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri</b>	<b>1,30</b>	<b>1,44</b>	<b>11,0</b>	<b>83,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-12,17</b>	<b>-4,82</b>			<b>-18,0</b>	<b>-1,8</b>
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	<b>30,60</b>	<b>36,52</b>	<b>19,4</b>	<b>96,1</b>	<b>38,0</b>	<b>3,9</b>

\* Orta Vadeli Plan çerçevesinde bütçe hedeflerinde yapılan revizyon tabloya yansıtılmamıştır.

\*\* 2008 yılı GSYH'sinin nominal olarak yüzde 14 oranında artacağı varsayılmıştır.

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Maliye Bakanlığı bütçe gelişmelerini sunarken, Eylül ayındaki zayıf performansın gerisinde Ramazan Bayramı nedeniyle bir kısım gelir tahsilatının Eylül ayından Ekim ayına, bir kısım giderlerin ise Ekim ayından Eylül ayına kaymasının yattığını belirtmiş olup, Eylül ayı performansının Ekim ayı sonuçları ile birlikte değerlendirilmesinin daha sağlıklı olacağını vurgulamıştır.

Faiz hariç bütçe giderlerindeki yüzde 11,6 oranındaki artışa cari transferler, personel giderleri, sermaye giderleri ve mal ve hizmet alım giderleri sırasıyla 4,3, 3,7, 2,0 ve 1,3 puan pozitif katkı yaparken, sermaye transferleri 0,5 puan negatif katkı sağlamıştır.

Faiz dışı bütçe giderleri içinde en büyük paya sahip olan cari transferler Eylül ayında hızlanan giderlerin etkisiyle yılın ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,1 oranında artmıştır. 2008 yılı Ocak-Ağustos döneminde, Bağ-Kur ve SSK prim affının etkisiyle, sosyal güvenlik kurumuna açık finansmanı için yapılan transferler yüzde 8,1 azalmıştı. Eylül ayında ise söz konusu transferlerde, Bağ-Kur emeklilerine Ekim ayında ödenmesi gereken aylık ve ek ödemelerin Ramazan Bayramı dolayısıyla Eylül ayına çekilmesinin etkisiyle önemli oranda artış gerçekleşmiş olup, sosyal güvenlik açık finansmanı için yapılan cari transferler 2008 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 3,9 oranında artmıştır. Cari transfer ödenekleri içinde yüzde 28,0 oranında yüksek bir paya sahip olan gelirden ayrılan paylar yılın ilk dokuz ayında yüzde 19,5 oranında artmıştır. Söz konusu artışta vergi gelirlerindeki yüksek performans ve mahalli idarelere genel bütçe vergi gelirlerinden ayrılan payın artırılması etkili olmuştur.

2008 yılı Ocak-Eylül döneminde personel giderleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 12,4 oranında artmıştır. Ağustos ayında yapılan bir düzenleme ile kurumsal ek ödemesi olmayan kamu görevlilerinin aylıklarında yapılan artışların ödemelerinin Eylül ayında yapılması söz konusu aya ait personel giderlerini yükseltmiştir.

2008 yılının ilk dokuz ayında sermaye giderleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 30,1 oranında yüksek bir artış kaydetmiştir. Söz konusu artışta, Karayolları Genel Müdürlüğü ve Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü yatırım gider gerçekleştirmelerinin Eylül ayında önemli oranda yükselmesi belirleyici olmuştur.



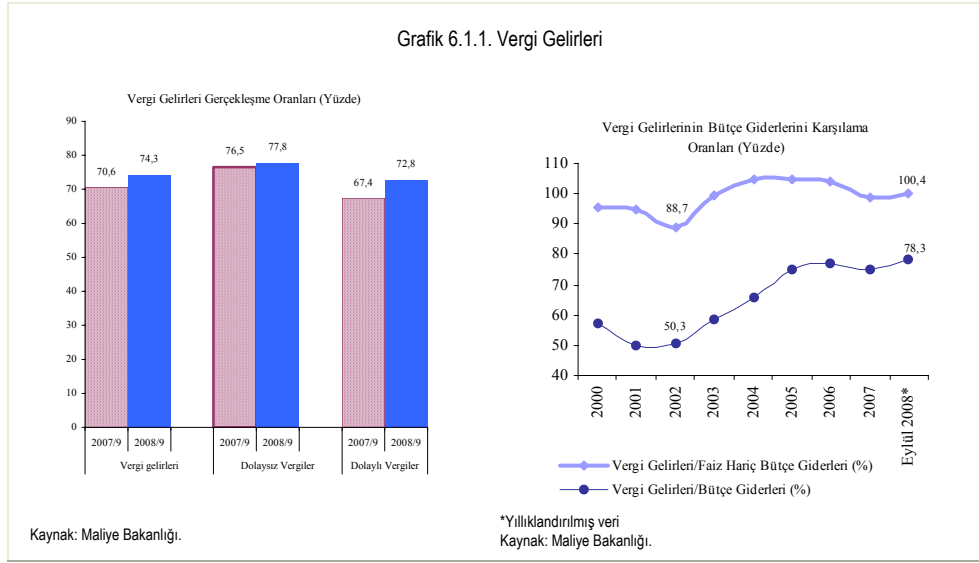
2008 yılı Ocak-Eylül döneminde mal ve hizmet alım giderleri sağlık harcamalarındaki yüzde 3,4 oranındaki sınırlı artışa karşın savunma-güvenlik giderlerindeki yüzde 15,4 oranındaki artışın etkisiyle yüzde 10,5 oranında yükselmiştir. Sağlık harcamaları artışında kaydedilen yavaşlama yeşil kart sağlık hizmetleri için yapılan giderlerin önceki yıllara aynı seviyede gerçekleşmiş olmasından kaynaklanmıştır.

Sermaye transferlerinde ise yüzde 21,8 oranında bir düşüş yaşanmasına karşın yılsonu hedefinin yüzde 98,5'ine ulaşılmış olması söz konusu düşüşte baz etkisini ön plana çıkarmaktadır. 2007 yılında 3,5 milyar YTL olarak gerçekleşen sermaye transferleri için 2008 yılında sadece 2,1 milyar YTL ödenek ayrılmıştır.

2008 yılının Ocak-Eylül döneminde 2007 yılının aynı dönemine göre vergi gelirleri yüzde 14,0, vergi dışı gelirler ise yüzde 8,3 oranında artmıştır. Vergi gelirlerinin ayrıntıları incelendiğinde, gelir ve kazanç üzerinden alınan vergilerin yüzde 18,0 oranında artarak vergi gelirlerindeki artışa en fazla katkıyı sağlayan kalem olduğu görülmektedir. Söz konusu artışta yüzde 28,2 oranında artan kurumlar vergisi tahsilatı etkili olmuştur. Kurumlar vergisi tahsilatındaki artışta geçen yılın Ocak ayında 2006 yılında yapılan oran değişikliğinin mahsuplaşması nedeniyle negatif gerçekleşen kurumlar vergisi tahsilatının baz etkisi etkili olmakla birlikte, 2007 yılında ve 2008 yılı ilk yarısında başta bankalar olmak üzere şirketler kesimi kârlarının yüksek düzeylerde gerçekleşmiş olmasının ve vergi tahsilatındaki etkinliğin artmasının belirleyici olduğu düşünülmektedir.

2008 yılının ilk dokuz ayında, dahilde alınan katma değer vergisi ve özel tüketim vergileri 2007 yılının aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 1,5 ve 10,4 oranlarında artmakla birlikte, söz konusu artış oranları toplamda reel olarak düşüşü ima etmektedir. İthalatın alınan katma değer vergisi ise ithalat hacmindeki genişlemeye paralel olarak 2008 yılının ilk sekiz ayında önceki yılın aynı döneminde yüzde 23,1 oranında artış göstermiştir.

2008 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla vergi gelirleri 2007 yılının aynı dönemine göre daha yüksek bir gerçekleşme performansı sergilemiştir. Vergi gelirlerinin bütçe giderlerini karşılama oranları da 2007 yılına göre yükselmiştir (Grafik 6.1.1). Bu çerçevede, büyümenin ve iç talebin görece olarak zayıf olduğu 2008 yılında vergi gelirlerindeki performans artışının dördüncü çeyrekte sürdürülmesinin zorlaştığı görülmekle birlikte, yıl sonu vergi geliri hedefinin tutturulabileceği düşünülmektedir.



2008 yılının ilk yarısında yüzde 23,8 oranında azalmış olan vergi dışı gelirler, Temmuz-Eylül dönemindeki yüksek performans sayesinde 2008 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 8,3 oranında artmıştır. 4046 ve 4447 sayılı Kanunlar çerçevesinde Özelleştirme Fonundan 6,0 milyar YTL, İşsizlik Sigortası Fonundan ise 1,3 milyar YTL Hazine'ye aktarılmış ve merkezi yönetim bütçesine gelir olarak yazılmıştır. Söz konusu kaynakların GAP yatırımları ve istihdam paketi harcamalarının finansmanında kullanılması planlanmıştır.

2007 yılı sonu itibarıyla, konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası, 40,7 milyar YTL olan hedefin oldukça altında, 29,2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, 2007 yıl sonu için toplam kamuda öngörülen faiz dışı fazla hedefi önemli ölçüde sapsmış ve milli gelir revizyonunun da etkisiyle yüzde 3,5 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılı Temmuz ayında ise KİT'ler hariç konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi 20,8 milyar YTL fazla vermiştir (Tablo 6.1.2).

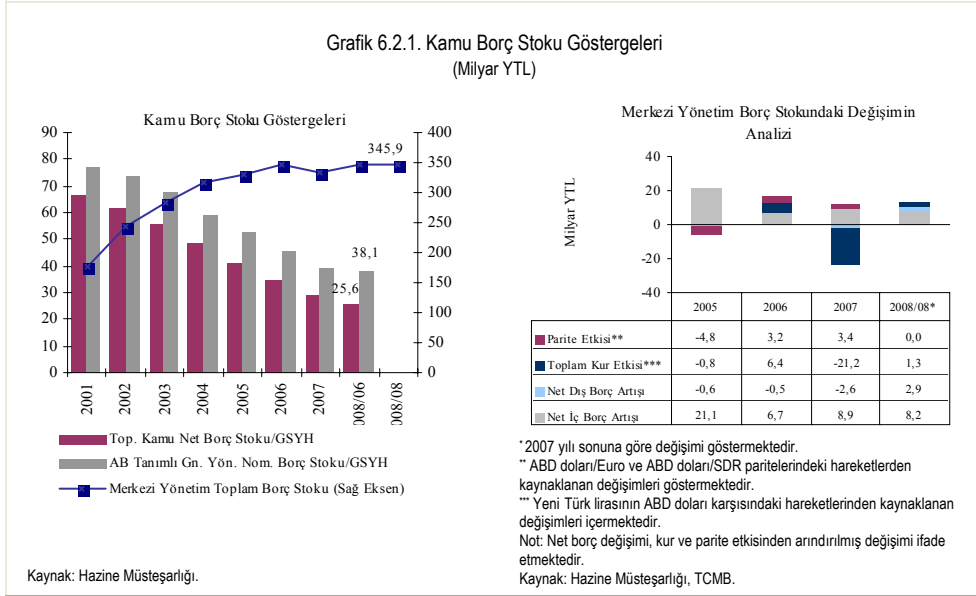
Tablo 6.1.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü  
(Kümülatif, Milyar YTL)\*

<b>Gerçekleşmeler</b>					
	2005	2006	2007	Mayıs-2008	Temmuz-2008
<b>Faiz Dışı Denge</b>	28,3	36,2	29,2	17,4	-
<b>Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)</b>	23,6	34,6	26,7	16,5	20,8
Merkezi Yönetim Bütçesi	24,1	33,5	21,7	14,5	19,2
<b>Toplam Denge</b>	-4,2	-1,2	-10,0	2,8	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	-11,5	-6,9	-20,7	-2,1	-4,6
<b>Hedefler</b>					
<b>Ayarlanmış Program**</b>					
Faiz Dışı Denge	30,4	34,5	40,7		
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26,7	31,8	38,2		
Toplam Denge	-19,7	-6,5	-5,5		

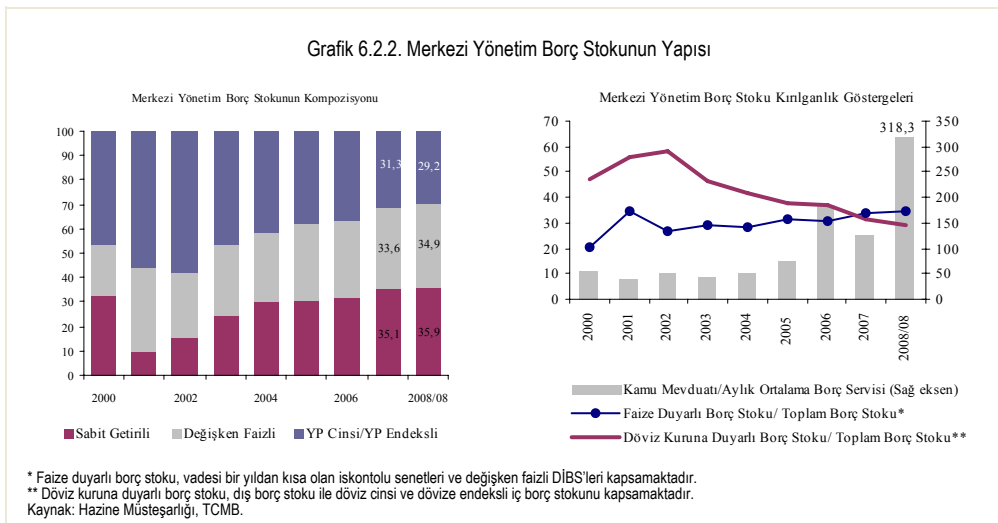
\* 2008 yılı verileri geçicidir.  
\*\* Yıl başında program çerçevesinde belirlenen bütçe hedeflerinde, belirli ayarlama kalemleri kullanılarak değişiklikler yapılmakta olup, yeni hedefler ayarlanmış program hedefleri olarak açıklanılmaktadır.  
Not: Konsolide Kamu Sektörü = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fonlar (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.  
Toplam Kamu = Konsolide Kamu Sektörü + Yerel Yönetimler + Döner Sermayeler + KKS Dışındaki KİT'ler  
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

## 6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

2008 yılı Ağustos ayı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2007 yıl sonuna göre yüzde 3,7 oranında artış göstererek 345,9 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, merkezi yönetim borç stokunda görülen 12,5 milyar YTL tutarındaki artışın 8,2 milyar YTL'si net iç borç artışından, 2,9 milyar YTL'si net dış borç artışından ve 1,3 milyar YTL'si toplam kur etkisinden kaynaklanırken, ABD doları/Euro ve ABD doları/SDR paritelerindeki değişimlerin borç stoku üzerindeki etkisi nötr olmuştur. Diğer yandan, 2008 yılı ilk yarısı itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSYH'ye oranı son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 25,6'ya gerilerken, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYH'ye oranı yüzde 38,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Orta Vadeli Mali Çerçeve'de kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme eğiliminin 2012 yılına kadar devam etmesi ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYH'ye oranının 2012 yılında yüzde 30'a kadar gerilemesi hedeflenmektedir. Söz konusu iyileşmenin gerçekleşmesinde bütçe hedeflerine ulaşılmasının temel belirleyici olacağı düşünülmektedir.

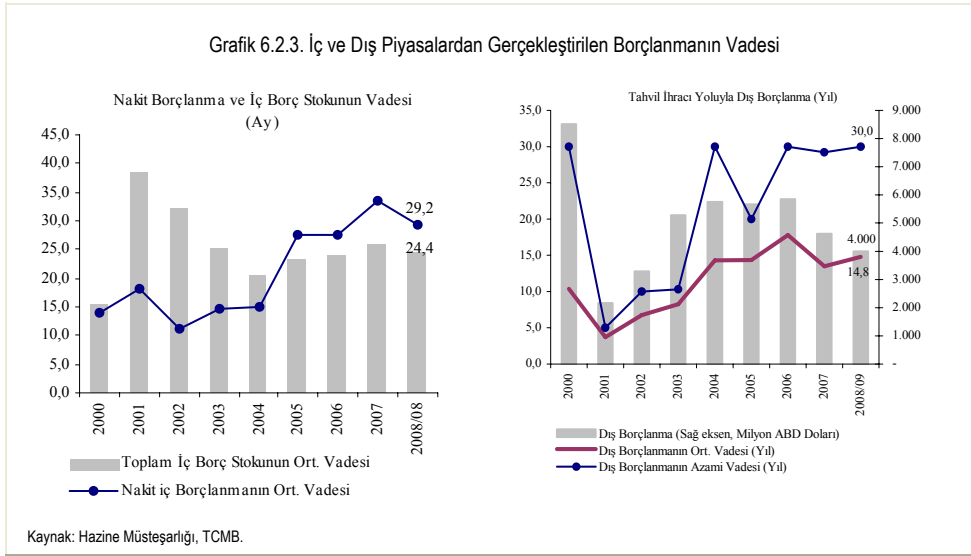


2008 yılının ilk sekiz ayı itibarıyla, 2007 yıl sonuna göre merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili ve değişken faizli borç senetlerinin payı artarken, döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmıştır (Grafik 6.2.2). 2002 yılından itibaren döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endeksli) olan kısım belirgin bir düşüş eğilimi sergileyerek 2008 yılı Ağustos ayında yüzde 29,2 olarak gerçekleşmiş olmasına karşın döviz kurlarındaki yukarı yönlü hareketler AB tanımlı kamu borç stoku üzerinde baskı yapmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, mevcut döviz cinsi kamu borç stokunun görece olarak uzun vadeli olması ve Hazine'nin döviz mevduatının halen yüksek seviyelerde olması, kurdaki yukarı yönlü hareketlerden kaynaklanabilecek riskleri kamu kesimi açısından sınırlamaktadır.



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2008 yılı Mayıs ayında yüzde 318,3 gibi çok yüksek bir oranda gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). 2008 yılı finansman programına göre Hazine'nin güçlü rezerv tutma stratejisini sürdürmesi, küresel düzeyde kredi piyasalarında yaşanmakta olan likidite sıkışıklığının muhtemel olumsuz yansımalarını telafi etmek açısından önem taşımaktadır.

Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi 2008 yılı Ağustos ayı itibarıyla 29,2 ay olarak gerçekleşmiştir. Nakit borçlanmanın ortalama vadesinin 2007 yılı ortalamasına göre kısalmasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2008 yılı Ağustos ayında 24,4 aya düşmüştür. Ayrıca, 2008 yılı Eylül ayı itibarıyla, tahvil ihracı yoluyla 4,0 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 14,8 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



## 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. Ayrıca, petrol ve gıda fiyatlarına ilişkin alternatif varsayımlara dayanarak elde edilen enflasyon görünümü de paylaşılmaktadır. Tahminler önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

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

Orta vadeli tahminler için temel oluşturan varsayımlar, yurt içi ekonomik faaliyete ve dışsal unsurlara ilişkin varsayımlar olarak iki grupta ele alınmaktadır. Söz konusu varsayımlar Temmuz 2008 Enflasyon Raporu'ndan bu yana açıklanan veriler ışığında güncellenmiş ve Rapor'un bütününe ortaya koyulan bilgi, analiz ve uzman görüşleriyle toplulaştırılmıştır.

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan büyüme rakamları Temmuz 2008 Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle uyum arz etmiş; anılan dönemde yurt içi talebin büyümeye katkısı sınırlı olurken net dış talep pozitif katkıda bulunmuştur. Tüketim ve yatırım talebine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Uluslararası mali piyasalarda ortaya çıkan krize bağlı olarak yılın son çeyreğinde de yurt içi talepteki yavaşlamanın devam edeceği tahmin edilmektedir. Buna bağlı olarak, tahminler üretilirken yılın ikinci yarısında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin artarak sürdüğü bir çerçeve öngörülmektedir.

Üçüncü çeyreğin başlarında siyasi belirsizliklerin etkisiyle yükselen orta vadeli reel faizler bu belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla düşüş göstermiştir. Ancak, Eylül ayında küresel belirsizlik algılamalarındaki hızlı bozulma ile birlikte reel faizler tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Dolayısıyla, tahminler üretilirken reel faizlerin iç talebi sınırladığı ve enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam ettiği bir çerçeve öngörülmüştür.

Yılın üçüncü çeyreğinin ilk dönemlerinde iç ve dış risklerin azaldığı algılamasına bağlı olarak Yeni Türk lirası gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kazanmıştır. Ancak, küresel finans piyasalarındaki sorunların

derinleşmesinden kaynaklanan belirsizlikler özellikle ABD doları likiditesine olan talebin olağanüstü düzeylere yükselmesine neden olmuş ve yakın dönemde Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin paralarında belirgin değer kayıplarına yol açmıştır. İç talepteki belirgin yavaşlamanın döviz kurundan fiyatlara geçişi sınırlayacağı, dolayısıyla döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin geçmiş dönemlere göre daha zayıf olacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, döviz kuru hareketlerinin 2008 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 1,2 puan, 2009 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin ise 1,5 puana ulaşması beklenmektedir.

Gıda fiyat enflasyonuna ilişkin varsayımlarımız da 2008 ve 2009 yılı için aşağı yönlü güncellenmiştir. Yılın ilk yarısında oldukça yüksek seviyelere ulaşan gıda fiyatları yıllık artış hızı, hem yurt içi üretimdeki iyileşme hem de uluslararası fiyatlardaki yavaşlama sonucunda üçüncü çeyrekte yavaşlamıştır. Bu gelişmeler göz önüne alınarak, gıda fiyat enflasyonu varsayımı 2008 yılı için yüzde 14'ten yüzde 11'e, 2009 yılı için ise yüzde 9'dan yüzde 7,5'e indirilmiştir. Bu değişiklik 2008 ve 2009 yılı enflasyon tahminlerinin sırasıyla 0,8 ve 0,4 puan aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Gıda fiyat artışlarının zaman içinde yavaşlamaya devam edeceği öngörülmektedir. Bu çerçevede 2010 yılı sonu için gıda fiyat artışı tahmini yüzde 7'den yüzde 6'ya çekilmiştir.

Temmuz Enflasyon Raporu'nda, petrol fiyatlarının 2008 yıl sonu itibarıyla 140 ABD doları civarında seyredeceği ve sonrasında sabit kalacağı varsayılmıştı. Ancak geçen süre zarfında petrol fiyatlarının önemli oranda düşüş kaydetmesi nedeniyle petrol fiyatlarına ilişkin varsayımımız aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, Ekim ayının ilk üç haftasına ilişkin vadeli fiyatların ortalaması referans alınmış ve baz senaryoda petrol fiyatlarının 2008 yıl sonu itibarıyla 80 ABD doları civarında seyredeceği ve sonrasında sabit kalacağı varsayılmıştır. Diğer yandan, elektrik ve doğalgaz gibi diğer enerji kalemlerinin fiyatlarında gözlenen yüksek artışlar, petrol fiyatlarındaki düşüşün olumlu etkilerini kısmen sınırlamıştır. Sonuç olarak, enerji fiyatlarındaki güncellemeler enflasyon tahminlerini 2008 yıl sonu için 0,5 puan, 2009 yıl sonu için 1,1 puan aşağı çekmiştir.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken yurt dışı iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar da önem arz etmektedir. Uluslararası mali piyasalarda yaşanan kriz sonucunda Euro bölgesine ilişkin büyüme tahminleri bir önceki enflasyon

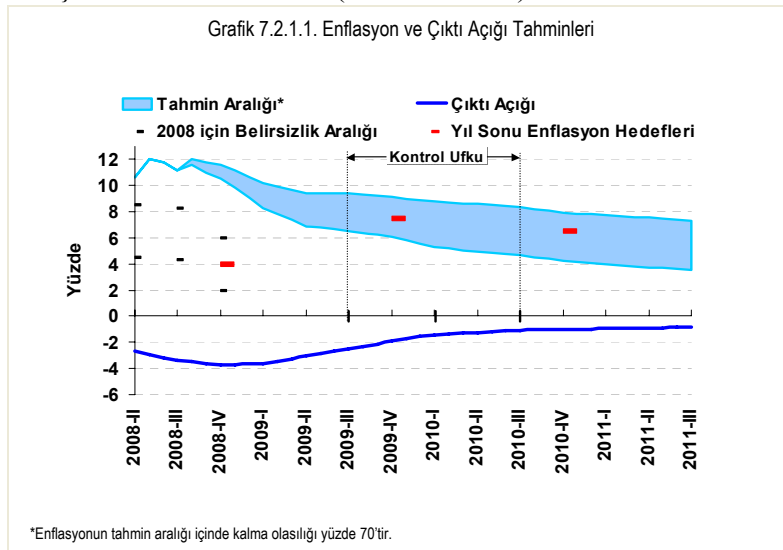
raporu dönemine kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir. Uluslararası kuruluşların tahminleri ve anket sonuçları göz önüne alınarak 2008 yılı Euro bölgesi büyümesine ilişkin varsayımımız yüzde 1,6'dan yüzde 0,7'ye çekilmiştir. Euro bölgesi enflasyonunun ise uzunca bir süre yüzde 2 seviyesinin üzerinde seyrettikten sonra 2009 yılı sonları itibarıyla yüzde 2 düzeyine düşeceği öngörülmüştür. İçinde bulunduğumuz konjonktür itibarıyla diğer gelişmiş ekonomilere ilişkin öngörüler ve uluslararası likidite koşullarının seyri de tahminlerin oluşturulma sürecinde dikkate alınmıştır.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Rapor'un bu bölümünde, öncelikle yukarıda özetlenen varsayım ve öngörüler doğrultusunda oluşturulan baz senaryoya göre üretilen tahminler yer almaktadır. Ayrıca, gıda ve petrol fiyatlarının baz senaryoya göre daha düşük ve daha yüksek artışlar gösterdiği iki alternatif senaryo daha oluşturulmakta ve bu çerçevede üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri de sunulmaktadır.

### 7.2.1. Baz Senaryo

Önceki bölümde anlatılan varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre 2008 yılı sonunda enflasyonun yüzde 11,1 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 6,1 ile yüzde 9,1 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4,3 ile yüzde 7,9 arasında (orta noktası 6,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla ise enflasyonun yüzde 5,4 düzeyine düşmesi beklenmektedir (Grafik 7.2.1.1).





Uluslararası mali piyasalardaki sorunların derinleşmesi, iktisadi faaliyetlerde gözlenen yavaşlama eğiliminin yılın kalan döneminde de süreceğini göstermektedir. Bu öngörü doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının 2008 yılının son çeyreğinde artarak devam edeceğini göstermektedir (Grafik 7.2.1.1).

Sonuç olarak, döviz kurundaki gelişmelerin enflasyon üzerinde oluşturduğu baskıların, gerek gıda ve enerji fiyatlarının olumlu seyriyle gerekse iç talepteki yavaşlamayla telafi edileceği öngörülmüş ve bu doğrultuda orta vadeli enflasyon tahminlerimizde belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikasının duruşunu değiştirmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Özellikle belirsizliklerin yüksek boyutlara ulaştığı mevcut konjunktürde para politikasının esnekliğini koruması gerekmektedir.

### ***7.2.2. Alternatif Senaryolar***

Gıda ve petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliklerden dolayı bu iki fiyat grubunun farklı seyir izlediği alternatif projeksiyonların kamuoyuyla paylaşılmasının, enflasyon görünümünün daha sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

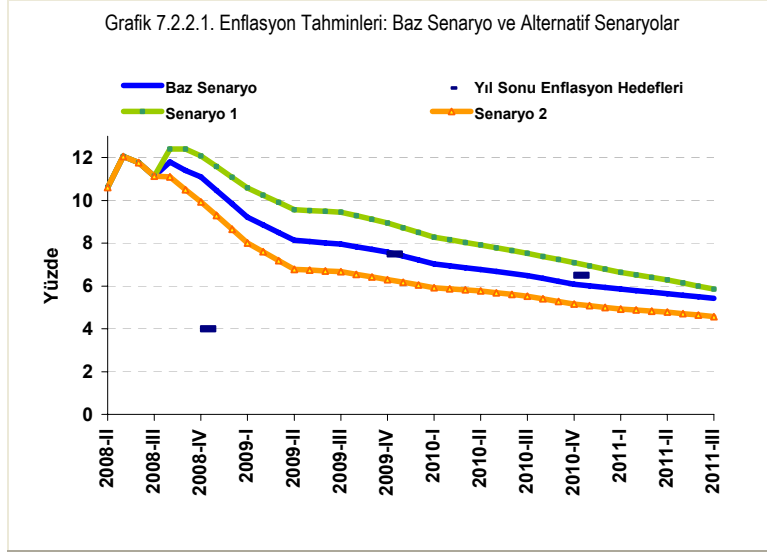
Birinci senaryoda, petrol ve gıda fiyatlarının baz senaryoya göre daha yüksek bir seyir izlediği bir çerçeveye esas alınmıştır. Buna göre, gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 12,5, 10 ve 9 olarak gerçekleşeceği; petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 110 ABD dolarına kadar yükseldikten sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır.<sup>1</sup> Bu senaryoya göre yapılan projeksiyonlar, para politikasının gerekli tepkiyi verdiği varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 8,9, 2010 yılı sonunda ise yüzde 7,1 civarında gerçekleşeceğine işaret etmektedir (Grafik 7.2.2.1).

İkinci senaryoda ise petrol ve gıda fiyatlarının baz senaryoya göre daha düşük bir oranda artarak 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 9,5, 5 ve 3 olarak gerçekleşeceği; petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 50 ABD dolarına indikten sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre,

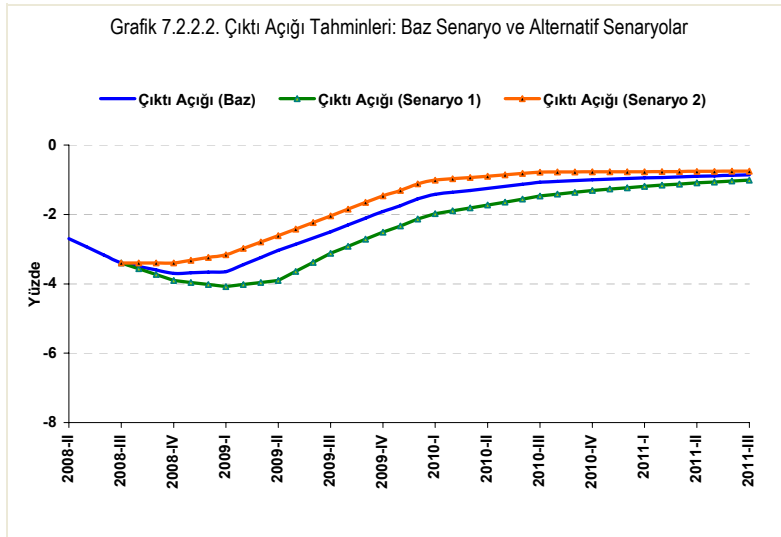
---

<sup>1</sup> Petrol fiyatlarına ilişkin senaryolar oluşturulurken Chicago Opsiyon Borsası (CBOE) tarafından yayınlanan ham petrol volatilite endeksinin (OVX) son üç aylık ortalaması göz önüne alınmıştır.

para politikasının gerekli tepkiyi verdiği varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 6,3 civarında, 2010 yılının sonunda ise yüzde 5,2 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2.1).



Her iki senaryoya göre üretilen çıktı açığı tahminleri ise Grafik 7.2.2.2’de sunulmaktadır. Buna göre çıktı açığı, ikinci senaryoda önümüzdeki dönemden başlayarak kademeli olarak kapanırken, birinci senaryoda açılmaya devam etmekte ve ancak 2010 yılının ortalarından itibaren kapanmaktadır.



### 7.3. Riskler

Son dönemde uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunlar nedeniyle küresel finans piyasalarında güven kaybı oluşmuştur. Bu gelişmeler küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek özellikle ABD doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuştur. Merkez bankaları hızlı ve koordineli bir şekilde hareket ederek piyasaların etkin çalışmasını sağlamak üzere para piyasalarındaki likidite sıkışmasını gidermeye çalışmaktadır. Bu doğrultuda TCMB de piyasalarımızın işleyişini düzenli hale getirmek amacıyla bir dizi önlem almıştır. Bu önlemlerin birincisi TCMB nezdindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlanması olmuştur. İkinci olarak, Türk bankalarının likidite durumlarını daha da güçlendirmek amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Üçüncüsü, döviz piyasasındaki sağlıksız fiyat oluşumlarını önlemek amacıyla piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmasına karar verilmiştir. Ayrıca, piyasaların etkin bir şekilde işlenmesini sağlamak amacıyla, gerektiğinde diğer önlemlere de başvurulabileceği kamuoyuna duyurulmuştur.

Önümüzdeki dönemde kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın süreceği tahmin edilmektedir. Bu gelişmeler, enflasyon üzerinde, kısa vadede olası portföy hareketleri kanalıyla yukarı yönlü, orta vadede ise iç talepteki yavaşlama kanalıyla aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Mevcut küresel belirsizlikler göz önüne alındığında para politikasının her iki yönde de esnek olması gerekmektedir. Nitekim, bu raporda önceki raporlardan farklı olarak, tahminler sunulurken kısa vadeli faizlerin görünümüne ilişkin somut bir sinyal verilmemiştir. Alınacak para politikası kararları küresel finans piyasalarında süregelen sorunların yurt içi yansımalarının niteliğine bağlı olarak belirlenecektir.

Emtia fiyatlarındaki belirsizlikler enflasyon tahminlerine ilişkin risk oluşturmaya devam etmektedir. Gıda ve enerji fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeye rağmen, tahminlerimiz oldukça temkinli varsayımlara dayanmaktadır. Bu nedenle enerji ve gıda fiyatlarına dair aşağı yönlü risklerin en az yukarı yönlü riskler kadar belirgin olduğu belirtilmelidir. Önümüzdeki dönemde yukarı yönlü riskler gerçekleştiği takdirde, para politikası enflasyon hedeflerinden sapmayı en aza indirmeyi amaçlayacaktır. Gıda ve enerji fiyatlarının beklenenden daha olumlu gelişmesi halinde ise enflasyonun hedeflerin altında gerçekleşmesine izin verilecektir.

Son olarak, orta vadeli tahminlerimizin, kamu harcamalarının ve gelirler politikasının açıklanan hedeflerle uyumlu gerçekleşeceği varsayımını içerdiği ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları dışında, dolaylı vergi artışı veya yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki öngörmediği belirtilmelidir. Diğer bir ifadeyle, kamu bütçesinde sıkılaştırma gereği doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlardaki olası sapmalar enflasyon ve para politikasının görünümünü de değiştirebilecektir.

Küresel finans piyasalarındaki sorunlara karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir fakat bu tek başına yeterli değildir. Mevcut şokların ekonomiye etkisinin sınırlı kalması için, mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi de en az para politikası kadar önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışlarının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.



## GRAFİKLER

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	1
Grafik 1.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedef ve Enflasyon	2
Grafik 1.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	5

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Amerikan Ekonomisi İşsizlik Oranları ve Enflasyon Bekleyişleri	11
Grafik 2.1.2. Michigan Tüketici Güven Endeksi ve ISM Endeksi	11
Grafik 2.1.3. Para Politikası Faiz Oranları	12
Grafik 2.1.4. Enflasyon Oranları	12
Grafik 2.1.5. Euro Bölgesi GSYİH ve PMI Endeksi	13
Grafik 2.1.6. ISM ve PMI Endeksi	13
Grafik 2.2.1. VIX ve ITRAXX Crossover Endeksi	16
Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	16
Grafik 2.2.3. Devlet Tahvili Piyasaları	17
Grafik 2.2.4. Hisse Senedi Piyasaları	17
Grafik 2.2.5. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	18
Grafik 2.2.6. Uluslararası Bakır ve Alüminyum Fiyatları	19
Grafik 2.2.7. Ham Petrol (Brent) ve Altın Fiyatları	20
Grafik 2.2.8. S&P Goldman Sachs Buğday ve Mısır Alt Endeksleri	21

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	23
Grafik 3.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	23
Grafik 3.1.3. Gruplar İtibarıyla TÜFE	24
Grafik 3.1.4. Gıda Grubu Fiyatları	25
Grafik 3.1.5. Buğday ve Ekmek-Tahıl Grubu Fiyatları	25
Grafik 3.1.6. Enerji Grubu Fiyatları	26
Grafik 3.1.7. Konut Grubu Enerji Fiyatları	27
Grafik 3.1.8. Dayanıklı Mal Fiyatları ve Döviz Kuru Sepeti	27
Grafik 3.1.9. Seçilmiş Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları	27
Grafik 3.1.10. CNBC-e Giyim Sektörü Tüketim Endeksi	28
Grafik 3.1.11. Giyim Eşyası İhracat Miktarı	29
Grafik 3.1.12. Giyim ve Giyim Eşyası İmalatı Fiyatları	29
Grafik 3.1.13. Seçilmiş Hizmet Grubu Fiyatları	29
Grafik 3.1.14. Hizmet Grubu Fiyatları	30
Grafik 3.1.15. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	31
Grafik 3.1.16. Petrol ve Ana Metal Sanayi Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	32
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	33

**4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ**

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYH Büyüme Oranı	39
Grafik 4.1.2. Üretim Yönünden Büyümeye Katkı	41
Grafik 4.1.3. Harcama Yönünden Büyümeye Katkı	41
Grafik 4.1.4. Toplam Nihai Yurt İçi Talep	41
Grafik 4.1.5. Dönemler İtibarıyla Mevsimsellikten Arındırılmış	41
Grafik 4.1.6. TCMB ve CNBC-e Tüketici Güven Endeksleri	42
Grafik 4.1.7. Tüketici Kredileri	42
Grafik 4.1.8. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	43
Grafik 4.1.9. Tüketim Malları İthalat Miktarı	43
Grafik 4.1.10. Makine-Teçhizat ve Elektrikli Makine İmalatı	43
Grafik 4.1.11. Hafif ve Ağır Ticari Araç Satışları	43
Grafik 4.1.12. TCMB İktisadi Yönelim Anketi Göstergeleri	44
Grafik 4.1.13. Sermaye Malları İthalat Miktarı	44
Grafik 4.1.14. Yapı Ruhsatları ve İnşaat Yatırımları	45
Grafik 4.1.15. Metalik Olmayan Diğer Mineral Maddeler Sektörü İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	45
Grafik 4.1.16. Dönemler İtibarıyla İmalat Sanayi Üretim Gelişmeleri	46
Grafik 4.1.17. İmalat Sanayi Üretimi Endeksi	46
Grafik 4.2.1. İhracat Miktar Endeksi Sektörel Büyüme Oranları	46
Grafik 4.2.2. İhracat Sipariş Beklentisi ve İhracat Miktar Endeksi	47
Grafik 4.2.3. Ülke Grupları İtibarıyla İhracat Gelişmeleri	48
Grafik 4.2.4. Seçilmiş Ülkeler İtibarıyla İhracat Gelişmeleri	48
Grafik 4.2.5. Ödemeler Dengesinde Hizmetler Hesabı ve GSYH	49
Grafik 4.3.1. Çıktı Açığı	50
Grafik 4.4.1. İmalat Sanayiinde Çalışılan Saat Başına Reel Birim Ücret Endeksi	51

**5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK**

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	58
Grafik 5.1.2. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	58
Grafik 5.1.3. Getiri Eğrileri	59
Grafik 5.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri	59
Grafik 5.1.5. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	60
Grafik 5.1.6. Döviz Kuru Gelişmeleri	60
Grafik 5.1.7. Yabancı Finansal Kuruluşların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	61
Grafik 5.1.8. Fazla YTL Likiditesi	62
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSYH	63
Grafik 5.2.2. Hane Halkı ve Şirket Kredileri	64
Grafik 5.2.3. Tüketici Kredileri Faizleri	65

**6. KAMU MALİYESİ**

Grafik 6.1.1. Vergi Gelirleri	71
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	73
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	73
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	74

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.2.1.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	77
Grafik 7.2.2.1. Enflasyon Tahminleri: Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar	79
Grafik 7.2.2.2. Çıktı Açığı Tahminleri: Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar	79

## TABLolar

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları	11
------------------------------	----

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları	28
Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	30
Tablo 3.1.3. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri	32
Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	33

### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYH Gelişmeleri	40
Tablo 4.4.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	51

### 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar	64
---	----

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	68
Tablo 6.1.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü	72



## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliđi
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AIG</b>	American International Group
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BoC</b>	Kanada Merkez Bankası
<b>BoE</b>	İngiltere Merkez Bankası
<b>BoJ</b>	Japonya Merkez Bankası
<b>CSRA</b>	Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>EUROSTAT</b>	Avrupa Birliđi İstatistik Ofisi
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>GAP</b>	Güneydoğu Anadolu Projesi
<b>GSYH</b>	Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
<b>HICP</b>	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>ISM</b>	İmalat Sanayi Güven Endeksi
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi yönelim Anketi
<b>KİFT</b>	Kredi İflas Takası
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teřekkülleri
<b>KKS</b>	Konsolide Kamu Sektörü
<b>MSCI</b>	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
<b>OECD</b>	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneği
<b>ÖKTG</b>	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
<b>PMI</b>	Euro Bölgesi İmalat Sanayi Güven Endeksi
<b>Riksbank</b>	İsveç Merkez Bankası
<b>SNB</b>	İsviçre Merkez Bankası
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>YTL</b>	Yeni Türk lirası