



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2007-IV



İÇİNDEKİLER

| | |
|---|----|
| 1. GENEL DEĞERLENDİRME | 1 |
| 1.1. Enflasyon Gelişmeleri | 1 |
| 1.2. Görünüm | 3 |
| 1.3. Riskler ve Para Politikası | 6 |
| 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER | 11 |
| 2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası | 11 |
| 2.2. Uluslararası Piyasalar | 14 |
| 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ | 21 |
| 3.1. Enflasyon | 21 |
| 3.2. Beklentiler | 29 |
| 4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ | 31 |
| 4.1. Arz-Talep Dengesi | 31 |
| 4.2. Dış Talep | 36 |
| 4.3. İş Gücü Maliyetleri | 40 |
| 5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK | 43 |
| 5.1. Finansal Piyasalar | 43 |
| 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler | 47 |
| 6. KAMU MALİYESİ | 53 |
| 6.1. Bütçe Gelişmeleri | 54 |
| 6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler | 57 |
| 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER | 61 |
| 7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar | 61 |
| 7.2. Orta Vadeli Görünüm | 63 |
| 7.3. Riskler ve Para Politikası | 64 |

1. Genel Değerlendirme

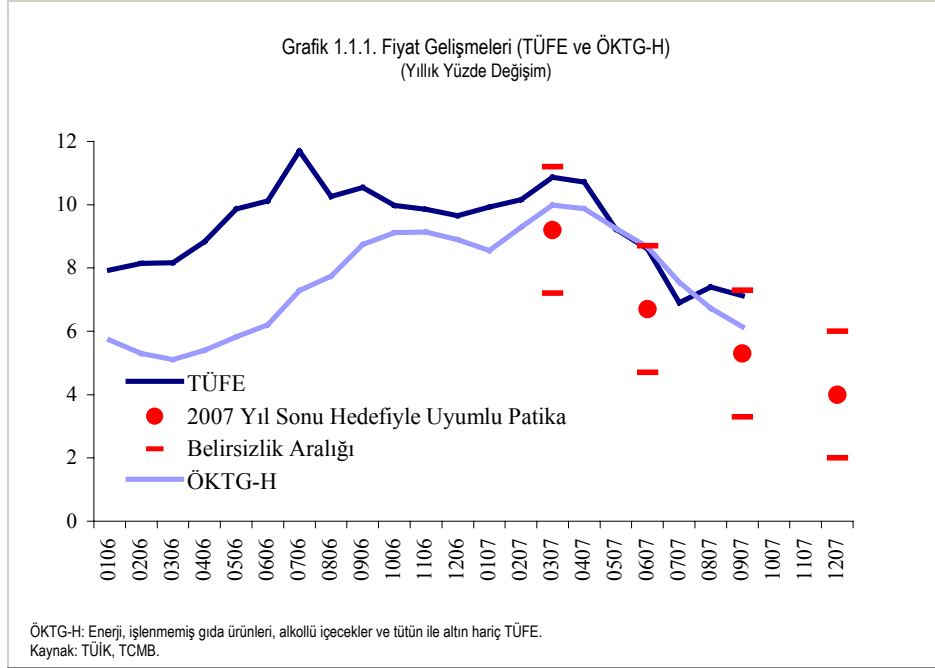
1.1. Enflasyon Gelişmeleri

2006 Haziran ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri 2007 yılının üçüncü çeyreğinde belirginleşerek devam etmiştir. Bu dönemde enflasyon ve ekonomik faaliyetler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) öngörleriyle uyumlu bir seyir izlemiştir. Kamu harcamalarındaki artışlara ve iç talepteki toparlanma eğilimine rağmen parasal sıkılaştırmanın özel tüketim talebi üzerindeki birikimli etkisiyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek sürmüştür. Bu doğrultuda, özellikle talebe duyarlı olan hizmetler ve dayanıklı tüketim malları gibi kalemlerin fiyat artış hızındaki yavaşlama belirginleşmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının bozulma eğilimi göstermesi ve bu durumun ekonominin geneline yayılabileceğine ilişkin kaygıların artması finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının bu gelişmelere tepki olarak likidite imkanlarını genişletmeleri ve para politikası duruşlarını gevşetmeleri sorunun derinleşeceğine dair endişeleri azaltmış ve Eylül ayının ortasından itibaren uluslararası likidite koşullarında ve küresel risk iştahında iyileşme gözlenmiştir. Bu doğrultuda Yeni Türk lirası (YTL) güçlenme eğilimini yılın üçüncü çeyreğinde de sürdürmüş ve emtia fiyatlarındaki yükselişlere rağmen yurt içi üretim maliyetlerinde önemli bir artış gözlenmemiştir.

Gıda fiyatları gerek kuraklığın etkisiyle gerekse küresel konjonktürden kaynaklanan nedenlerle yüksek artışlar sergilemeye devam etmiştir. Bu gelişme 2007 yılında enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan temel unsur olmuştur. 2007 yılının üçüncü çeyreğinin sonu itibarıyla gıda alt grubunun yıllık enflasyona katkısı 3 puanın üzerindedir. Gıda fiyatlarının beklenen aşağı yönlü düzeltmeyi yapmamasına rağmen enflasyon, güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle düşmeye devam etmiş ve 2007 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır (Grafik 1.1.1). Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç tutularak hesaplanan özel kapsamlı TÜFE

göstergesinin (ÖKTG-H) yıllık artışındaki düşüş eğilimi üçüncü çeyrekte belirginleşmiştir.



Son bir yıl içinde enflasyon ve toplam talep gelişmelerinin TCMB'nin öngörülerine büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmesi, para politikasının daha önceki Enflasyon Raporlarında ifade edilen duruş çerçevesinde şekillenmesine olanak tanımıştır. Bu doğrultuda Para Politikası Kurulu (Kurul), politika faizlerini uzunca bir süre sabit tuttuktan sonra ölçülü faiz indirimine başlayarak Eylül ve Ekim aylarında politika faizlerinde toplam 75 baz puanlık bir indirime gitmiştir. Politika faizlerindeki indirim sürecinin piyasa beklentilerinden erken başlaması enflasyon görünümüne ilişkin olumlu algılanmış ve enflasyon beklentileri ile enflasyon belirsizliğini azaltarak piyasa faizlerini her vadede aşağı çekmiştir.

1.2. Görünüm

Kısa Vade

Kısa vadeli enflasyon tahminlerimiz bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu gelişme temelde enerji ve gıda ürünleri gibi para politikasının kontrolü dışında kalan kalemlerdeki fiyat gelişmelerinden kaynaklanmıştır:

- Temmuz Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatları varil başına 65 ABD doları olarak varsayılmıştı. Ancak son üç ay içinde petrol fiyatları varil başına ortalama 75 ABD doları civarında gerçekleşmiş, bu gelişme sonrasında önümüzdeki dönemde petrol fiyatına ilişkin varsayımımız 70 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca bir önceki Rapor'dan farklı olarak, yılın son çeyreğinde elektrik fiyatlarında yüksek oranlı bir artış öngörülmüştür. Enerji fiyatlarına ilişkin bu gelişmeler 2007 yıl sonu enflasyon tahminlerimizi yaklaşık 0,8 puan yukarı çekmiştir.
- Bir önceki Rapor'da, 2006 yılından bu yana süregelen hızlı artışlar sonrasında oluşan yüksek bazın da katkısıyla gıda fiyatlarındaki artışların zaman içinde yavaşlayacağı varsayılmıştı. Ancak, geçen süre zarfında gıda fiyatları bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de yüksek artışlar sergilemeye devam etmiştir. Bu gelişme kısa vadeli enflasyon tahminlerimizin bir miktar daha yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.
- 2007 yılına ilişkin bu güncellemelere ek olarak, 2008 yılının ilk çeyreğinde bütçe düzenlemeleri çerçevesinde tütün ve akaryakıt gibi kalemlerde vergi artışları ve/veya fiyat ayarlamaları gerçekleşebileceği ve bu düzenlemelerin, takip eden bir yıl boyunca (2008 yılı başından 2009 yılı başına kadar) enflasyonu bir miktar artıracığı varsayılmıştır.

Sonuç olarak, çekirdek enflasyon göstergelerindeki olumlu gelişmelere rağmen vergi ayarlamaları ile enerji, gıda ve yönetilen/yönlendirilen fiyat artışları gibi para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden dolayı kısa vadeli enflasyon tahminlerimiz yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede enflasyonun yıl sonunda (yüzde 70 olasılıkla) yüzde 6,7 ile 7,9 arasında (orta

noktası 7,3) gerçekleşeceği ve belirsizlik aralığının üst sınırını aşacağı tahmin edilmektedir.

Orta Vade

Gelişmiş ülkelerin kredi piyasalarındaki sorunların küresel risk algılaması üzerindeki olumsuz etkilerinin Türkiye gibi son yıllarda ekonomik temellerini sağlamlaştırma yönünde önemli adımlar atmış ülkelere yansımalarının daha sınırlı olduğu gözlenmiştir. Uluslararası piyasalardaki olumsuz gelişmelere rağmen genel seçimler sonrası yurt içi belirsizlik algılamalarının azalması ve enflasyondaki düşüş beklentisinin güçlenmesi bir yandan piyasa faizlerini aşağı çekerken aynı zamanda YTL'nin güçlü konumunu desteklemiştir. Bunun yanında, küresel ekonomiye ilişkin büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi de orta vadede dış talepte bir yavaşlama görülebileceğine işaret etmektedir.

Bu gelişmeler çerçevesinde önümüzdeki dönemde talep bileşenlerinin toplam talebe katkılarının son bir yıla kıyasla farklılaşması beklenmektedir. Son bir yıldır büyümenin esas belirleyicisi net ihracat ve kamu harcamalarıyla 2007 yılının son çeyreğinden itibaren büyümenin daha çok özel tüketim ve yatırım harcamaları tarafından destekleneceği ve yurt içi talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği katkının kademeli olarak azalacağı tahmin edilmektedir. Ancak, para politikasının temkinli duruşunun iç talepteki canlanmayı kontrol altında tutacağı öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, küresel kredi piyasalarındaki sorunların kredi koşullarını sıkılaştırması ve yurt içi bankaların kredileri fonlama maliyetlerini artırması gibi gelişmelerin de tüketim talebindeki canlanmayı sınırlayacağı öngörülmektedir. Sonuç olarak, orta vadeli tahminler üretilirken talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin devam ettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

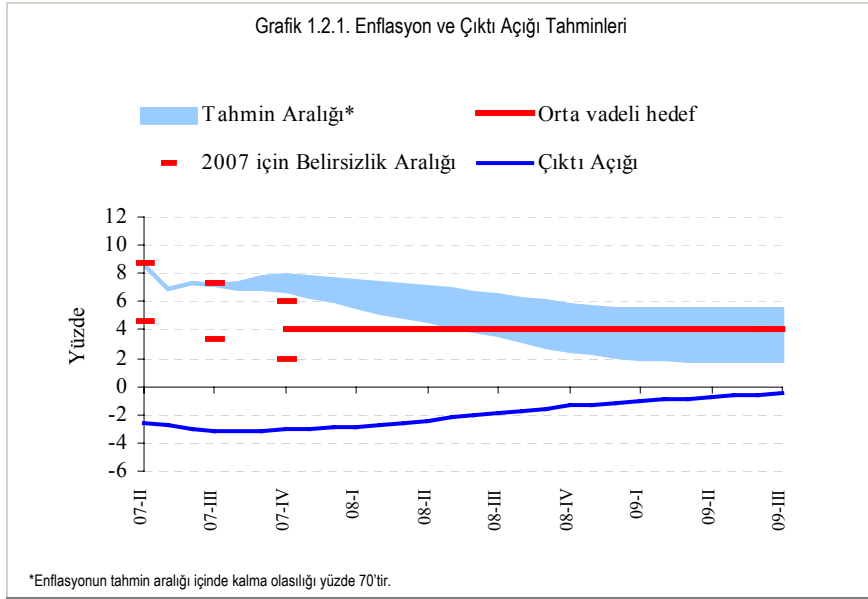
Yılın üçüncü çeyreğinde hizmet sektöründeki iyileşmenin öngörülenin de ötesinde olması enflasyon görünümüne ilişkin olumlu bir sinyal vermiştir. Bu olumlu gelişme orta vadeli tahminlerimize enflasyon katılığının azaltılması yoluyla yansıtılmıştır.

Geçtiğimiz Rapor'da 65 ABD doları olan petrol fiyatlarına ilişkin varsayımımız son gelişmeler ışığında 70 ABD dolarına çıkarılmıştır. Ayrıca 2008 yılı için açıklanan bütçe hedeflerine ulaşılacağı, küresel ekonomideki

yavaşlamanın yumuşak olacağı ve Türkiye'nin risk priminde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.

Kısa vadeli tahminlerin yukarı yönlü güncellenmesine sebep olan yönetilen/yönlendirilen fiyat artışlarının ve vergi ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki yansımaları yaklaşık bir yıl içinde büyük ölçüde ortadan kalkacaktır. Gıda fiyatlarındaki artışların ise kademeli olarak yavaşlayacağı ve orta vadede hedefle uyumlu düzeylerde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Özetle, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi para politikasının kontrolü dışındaki unsurların enflasyon üzerindeki etkilerinin kısa vadeli olacağı öngörülmektedir. Gıda, enerji ve alkollü içkiler-tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemleri dışlayan endeksin yıllık artışının 2008 yılı ilk çeyreğinin sonundan itibaren yüzde 4 düzeyine yakın seyretmeye başlayacağı tahmin edilmektedir.

Yukarıda sunulan görünüm çerçevesinde 2007 yılının kalanında ve 2008 yılının ilk aylarında politika faizlerinin ölçülü olarak indirildiği ve sonrasında bir süre sabit tutulduğu varsayımı altında, enflasyonun 2008 yılı sonunda yüzde 2,5 ile 5,7 arasında (orta noktası 4,1), 2009 yılının üçüncü çeyreğinde ise yüzde 1,7 ile 5,5 (orta noktası 3,6) arasında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.1).



Bir önceki tahmin dönemine göre 2008 yıl sonu için yapılan yukarı yönlü güncelleme, vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyat artışlarına ilişkin varsayımlar ile kısa vadeli faizlerdeki indirim sürecinin öngörülenden erken başlamasından kaynaklanmaktadır. Eylül ayındaki faiz indiriminin ardından orta ve uzun vadeli faizlerde belirgin bir düşüş olmuştur. Faizlerdeki bu düşüşün toplam talepteki toparlanmayı Temmuz 2007 Enflasyon Raporu'na göre bir miktar daha hızlandıracağı öngörülmektedir. Bu sayede orta vadeli enflasyon üzerinde uluslararası gelişmelerden kaynaklanan aşağı yönlü riskler sınırlanmış ve önümüzdeki 1 yıl ile 2 yıl arasındaki döneme ilişkin enflasyon tahminleri ise yüzde 4 hedefine doğru yaklaşmıştır.

1.3. Riskler ve Para Politikası

TCMB'nin yayımladığı politika metinlerinde “para politikası duruşu” ile kastedilen sadece kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesi değildir. “Para politikası duruşu”, bugünden orta vadeye uzanan bir zaman diliminde kısa vadeli faizlerde izlenmesi muhtemel görülen bir patikayı ifade etmektedir. Enflasyon Raporlarında politika duruşuna ilişkin telaffuz edilen patikanın, o andaki bilgi setine göre üretilmiş olduğu ve orta vadeli enflasyon görünümüne dair açıklanacak her yeni verinin para politikasının geleceğe yönelik duruşunun gözden geçirilmesine neden olacağı tekrar vurgulanmalıdır. Bir diğer ifadeyle, enflasyon görünümünü etkileyen değişkenlere dair öngörülenin dışındaki her gelişme para politikası duruşunun yeniden tanımlanmasını gündeme getirecektir. Dolayısıyla, bugünkü bilgilerle oluşturulan para politikası duruşu ile ilgili varsayım kamuoyu tarafından geleceğe yönelik bir taahhüt olarak algılanmamalıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası duruşunun güncellenmesinin bir istisna değil bir norm olduğunun önemle altının çizilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, yukarıda orta vadeli öngörüler bölümünde ifade edilen para politikası varsayımı politika faizlerinin önümüzdeki aylarda kesintisiz olarak indirilmeye devam edileceği şeklinde bir taahhüt olarak algılanmamalıdır. Açıklanan verilere bağlı olarak politika faizlerinin önümüzdeki aydan itibaren bir süre sabit tutulması mümkün olabileceği gibi, şartların izin vermesi durumunda yukarıda ifade edilenden daha hızlı veya daha uzun süreli bir indirim süreci de gündeme gelebilecektir.

Bu konunun daha iyi anlaşılması açısından Kurul'un 14 Eylül kararı önemli bir örnek teşkil etmektedir: Hatırlanacağı gibi, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminler yılın son çeyreğinin başından itibaren kısa

vadeli faizlerde ölçülü bir indirim yapıldığı varsayımı altında oluşturulmuştu. Bu varsayımın bir taahhüt olmadığı aynı Rapor'da “... *olası faiz indirimleri dış talebe, kamu harcamalarına ve orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen diğer değişkenlere dair veri ve bilgi akışına bağlı olarak, daha erken gündeme gelebileceği gibi daha ileriye de ertelenebilecektir.*” ifadesiyle açıkça belirtilmişti. Nitekim Kurul, hizmet sektörü enflasyonundaki iyileşmenin beklenenden olumlu olması ve ABD kredi piyasasındaki sorunların iç ve dış talebe ilişkin beklentileri aşağı yönlü çekmesiyle, son çeyreği beklemeden Eylül ayında ölçülü bir faiz indirimine gitmiştir.

Önümüzdeki dönemde enflasyon ve para politikasının görünümünün her iki yönde güncellenmesine neden olabilecek temel riskler şu şekilde özetlenebilir:

Uluslararası likidite koşullarındaki ve kredi piyasalarındaki gelişmeler yakından izlenmektedir. Bugün itibarıyla dünya ekonomisinde sert bir yavaşlama olmayacağı görüşü ön plana çıkmakta ve gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımında belirgin bir azalış gözlenmemektedir. Bununla birlikte finansal piyasalarda risklerin fiyatlanmasında halen günlük yaşanması temkinli olunmasını gerektirmektedir. Önümüzdeki dönemde riskten kaçış eğiliminin derinleşmesi ve bu durumun gelişmekte olan piyasalara olan yatırım iştahını azaltması durumunda, TCMB, etkin likidite yönetimiyle ve gerektiğinde diğer politika araçlarını kullanarak olası dalgalanmaların orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki etkilerini sınırlı tutmayı amaçlayacaktır.

Kredi piyasalarında yaşanan son dalgalanma bir önceki Enflasyon Raporu'nda toplam talep koşullarına ilişkin ifade edilen yukarı yönlü riskleri kısmen azaltmıştır. Bununla birlikte toplam talep gelişmelerine ilişkin her iki yönde de riskler bulunmaktadır. Yukarı yönlü riskler esas olarak uzun vadeli faizlerde son dönemde gözlenen aşağı yönlü hareketin kredi talebini ne ölçüde uyaracağı konusundaki belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, dünya ekonomisinde beklenenden hızlı bir yavaşlama olması durumunda, gerek dış talep gerekse finansman koşullarındaki muhtemel daralma nedeniyle iç talep beklenenden daha zayıf seyredebilecektir. Aşağı ve yukarı yönlü bu riskler nedeniyle TCMB önümüzdeki dönemde finansman koşulları ve kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir. Yurt dışı finansman koşullarının beklenenden daha olumlu seyretmesi ve iç talepte bir ivmelenme olması durumunda, politika faizlerinde daha temkinli bir duruş

sergilenebileceği gibi munzam karşılıklar ve benzeri diğer politika araçlarına da başvurulabilecektir. Toplam talep üzerindeki aşağı yönlü risklerin ortaya çıkması durumunda ise politika duruşu da enflasyona ilişkin aşağı yönlü riskleri giderecek şekilde güncellenebilecektir.

Orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümü oluşturulurken 2008 yılı bütçesindeki harcama hedeflerine bağlı kalınacağı varsayılmıştır. Bu varsayımdan sapmalar enflasyon ve para politikası görünümünü etkileyebilecektir. 2008 yılında gelirler politikasının enflasyon hedefi ile büyük ölçüde uyumlu yürütülecek olması, beklentilerin ve iç talebin yönetimi açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak faiz dışı bütçe dengesindeki sapmanın kısmen giderilmesine yönelik çabaların daha çok dolaylı vergi artışına yönelmesi, enflasyonun tahmin edilebilirliği açısından risk oluşturmaktadır.

Gıda fiyatlarındaki artışlar enflasyon görünümüne ilişkin önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Orta vadeli tahminlerimiz gıda fiyatlarındaki artışın kademeli olarak yavaşlayarak hedef enflasyon düzeylerine yaklaşacağını varsaymaktadır. Ancak, 2007 yılında tahıl ürünlerindeki üretim kayıplarının sürmesi ve gıda fiyat artışının küresel bir eğilime dönüşmesi yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Diğer yandan, gıda fiyatlarında oluşan yüksek baz aşağı yönlü bir düzeltme olasılığını yükseltmiştir. TÜFE içinde gıda fiyatlarının ağırlığının yüksek olması ve gıda fiyatlarındaki oynaklığın sürmesi, enflasyon tahminlerine ilişkin her iki yönde de risk oluşturmaktadır. TCMB, ikincil etkiler sınırlı kaldığı sürece gıda fiyatlarındaki gelişmelere tepki vermeyecektir.

Enerji fiyatlarındaki gelişmelerin orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki etkisine ilişkin belirsizlikler bulunmaktadır. Yakın dönemde elektrik fiyatlarında yüksek oranlı bir artış gerçekleşebilecektir. TÜFE içinde bir diğer enerji kalemi olan su fiyatları ise yine yılın son çeyreğinde il bazında farklılaşsa da yüksek artışlar göstermektedir. Bunun yanında uluslararası petrol fiyatlarındaki artış da devam etmektedir. Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları olumsuz etkilenmediği sürece, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin orta vadeli enflasyon üzerindeki etkileri sınırlı kalacaktır. Ancak, enerji fiyatlarının ekonomik faaliyetlerde önemli bir girdi teşkil etmesi nedeniyle enerji fiyatlarına ilişkin risklerin TCMB'yi faiz indirimlerinde görece olarak daha ihtiyatlı olmaya sevk ettiği de belirtilmelidir. Diğer yandan, elektrikte

maliyet temelli otomatik fiyatlamaya geçilmesi halinde hem arz güvenliği hem de fiyat istikrarı üzerindeki riskler azaltılmış olacaktır.

Enflasyonla mücadelede son yıllarda önemli mesafeler alınmıştır. Ancak, gelinen noktayı fiyat istikrarı olarak tanımlamak henüz mümkün değildir. TCMB para politikası araçlarını, fiyat istikrarını sağlamak ve dolayısıyla toplumun uzun vadedeki refahının artmasına katkıda bulunmak amacıyla kullanmaya devam edecektir. Bu doğrultuda, diğer ekonomik birimlerin de kısa vadeli çıkarlar uğruna uzun vadeli kalıcı kazanımlardan ödün vermemeleri makroekonomik istikrara ulaşmanın maliyetini azaltacaktır.

Fiyat istikrarına giden yolda para politikasının yanında maliye politikalarının ve yapısal reformların desteği de kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların devamlılığı önemini korumaktadır. Özellikle mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası

ABD ekonomisi, 2007 yılının ilk çeyreğinde yüzde 1,5, ikinci çeyreğinde ise yüzde 1,9 oranında büyümüştür (Tablo 2.1.1). Bununla birlikte Amerikan Merkez Bankası (Fed), 18 Eylül 2007 tarihli toplantısında, yüksek riskli konut kredisi piyasasındaki olumsuz gelişmelere bağlı finansal daralmanın genel büyüme üzerindeki olumsuz etkisini göz önünde bulundurarak faiz oranlarını 50 baz puan indirme kararı almıştır. Faiz indiriminin yanısıra Fed, çekirdek enflasyonun, bu yıl geçmişe göre bir miktar düzelmesine rağmen, hala risk teşkil ettiğini ve iç talep koşullarının olumlu seyrettiğini belirterek gelecek döneme ilişkin faiz kararlarının büyüme ve enflasyona ilişkin gelişmelere bağlı olarak şekilleneceğine dikkat çekmiştir.

| | 2006 | 2007* | 2006-III | 2006-IV | 2007-I | 2007-II | 2007-III* |
|----------------------|------|-------------|----------|---------|--------|---------|------------|
| <i>Dünya</i> | 5,4 | 4,9 | - | - | - | - | |
| <i>ABD</i> | 3,3 | 2,0 | 2,4 | 2,6 | 1,5 | 1,9 | 2,2 |
| <i>İngiltere</i> | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 2,8 |
| <i>Asya-Pasifik</i> | | | | | | | |
| <i>Japonya</i> | 2,2 | 2,0 | 1,5 | 2,4 | 2,6 | 1,7 | 2,5 |
| <i>Çin</i> | 10,7 | 10,0 | 10,7 | 10,7 | 11,1 | 11,5 | |
| <i>Doğu Avrupa</i> | 6,0 | 5,5 | - | - | - | - | |
| <i>Latin Amerika</i> | 5,5 | 4,9 | - | - | - | - | |
| <i>Euro Bölgesi</i> | 2,9 | 2,6 | 2,8 | 3,3 | 3,2 | 2,5 | 2,6 |
| <i>Almanya</i> | 2,9 | 2,6 | 3,2 | 3,9 | 3,6 | 2,5 | 2,5 |
| <i>Fransa</i> | 2,2 | 1,8 | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,3 | 1,9 |
| <i>İtalya</i> | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 2,8 | 2,3 | 1,8 | 1,9 |

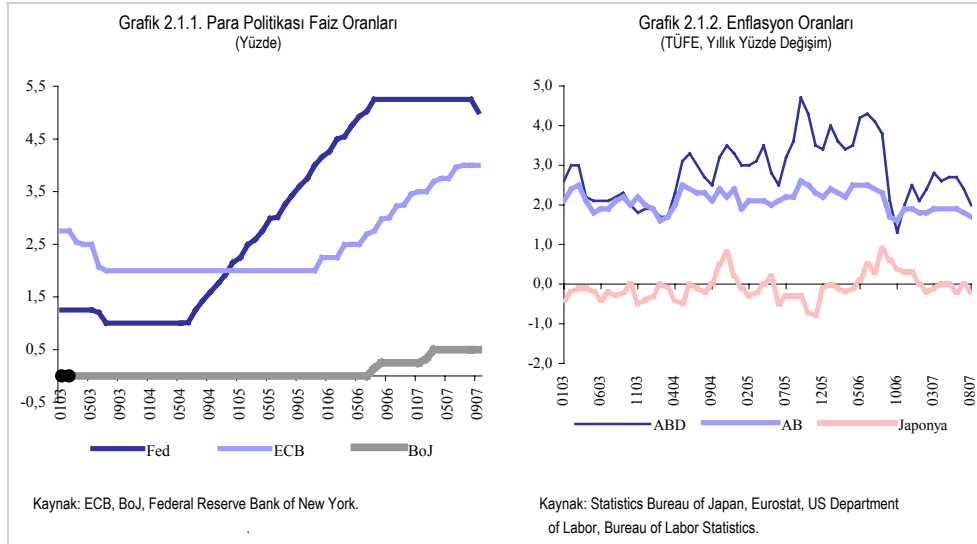
*Tahmin.
Kaynak: Consensus Forecasts, Eurostat, World Economic Outlook.

ABD cari işlemler açığı 2007 yılının ikinci çeyreğinde, ilk çeyreğe göre azalarak Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin yüzde 5,5'i olarak gerçekleşmiştir. Nispeten güçlü seyreden küresel talep koşulları ve ABD dolarının değer kaybı, cari açığın azalma eğiliminde olacağına işaret etmektedir. Bu gelişme küresel ekonomik denge açısından da olumlu olarak değerlendirilmektedir.

Euro bölgesi 2007 yılının ikinci çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,5 oranında, önceki çeyreğe göre ise yüzde 0,3 oranında büyümüştür. Büyümenin özellikle yatırım harcamaları kaynaklı olduğu görülmektedir. Finansal piyasalarda Ağustos ayında gerçekleşen dalgalanmalar sonrasında tüketici ve iş alemi güven endekslerinde düşüş görülmesine rağmen, tarihi ortalamalarının üzerinde bir seyir izlemeleri yılın ikinci yarısında büyümenin potansiyel seviyelerine yakın devam edeceğine işaret etmektedir.

Ayrıca, finansman koşullarında yaşanan daralmaya rağmen, hanehalkı ve finansal olmayan sektörler açılan kredilerin güçlü bir seyir izlediği görülmektedir. Diğer taraftan, şirket kârlarındaki artışlar ve işsizlik oranlarının azalması, büyümenin iç talep yönlü olarak devam edeceği yönündeki beklentileri güçlendirmektedir. Ancak, uluslararası finansal piyasalarda görece yükselen belirsizlik eğiliminin Euro bölgesi büyümesine ilişkin aşağı yönlü riskleri artırdığı düşünülmektedir.

2006 yılında gerçekleşen yüksek petrol fiyatı artışlarının yarattığı baz etkisi sebebiyle 2007 yılı boyunca ılımlı bir seyir izleyen Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) artış oranının, son dönemlerde petrol fiyatlarında gerçekleşen artış sebebiyle yılın geri kalan döneminde ve 2008 yılı başlarında tekrar yükselişe geçeceği öngörülmektedir (Grafik 2.1.2). Kapasite kullanımına ilişkin kısıtlar ve sıkı iş gücü piyasası koşulları sebebiyle enflasyon oranının 2008 yılı boyunca ortalama yüzde 2'nin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Buna ek olarak, dolaylı vergi ve yönetilen fiyatlarda öngörülemez artışlar, tarım ürünleri fiyatları ve petrol fiyatlarında olası yükselmeler, beklenilenden yüksek ücret artışları ile tam rekabetçi olmayan piyasalarda gerçekleşebilecek fiyat artışları Euro bölgesi enflasyon oranları üzerinde risk unsuru oluşturmaktadır.



Avrupa Merkez Bankası (ECB), Ekim ayında büyüme üzerindeki risklere değinmiş ve faiz oranlarını değiştirmeme kararı almıştır. Ancak, ECB enflasyondaki risklerin orta vadede yukarı yönlü olarak devam ettiği üzerine de vurgu yapmıştır. Diğer taraftan, ECB finansal dalgalanmanın yarattığı belirsizlik nedeniyle önümüzdeki dönemde para politikası kararlarının alınmasında yeni verilerin incelenmesinin önemini belirtmiştir.

Japon ekonomisi 2007 yılının ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,3 oranında daralarak 1,7 oranında büyüme sergilemiştir (Tablo 2.1.1). Konut yatırımlarında ve sanayi üretiminde devam eden düşüşlerin Japon ekonomisinde belirsizliğe yol açmasının, uluslararası finansal piyasalarda yaşanmakta olan tedirginliği artırabileceği tahmin edilmektedir.

Bu gelişmeler ışığında Japonya Merkez Bankası (BoJ) 2007 yılının ilk yarısında para piyasası işleyişini daha etkin hale getirmek amacıyla gecelik faiz oranını yüzde 0,5'te sabit tutarken (Grafik 2.1.1), borç verme faiz oranını yüzde 0,75'e yükseltmiş ve böylece iki faiz oranı arasındaki farkı 0,25 puana çıkartmaya karar vermiştir.

Japonya tüketici fiyatları 2007 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde yüzde 0,1 oranında azalmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde ise mobilya ve ev aletleri fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle tüketici fiyatlarındaki azalışın yüzde 0,2 civarında olması beklenmektedir. Fakat hem sanayi üretiminin daralmaya devam etmesi hem de azalan işsizlik oranının etkisiyle tüketim harcamalarının canlanacağına yönelik beklentiler tüketici fiyatlarında yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır (Grafik 2.1.2).

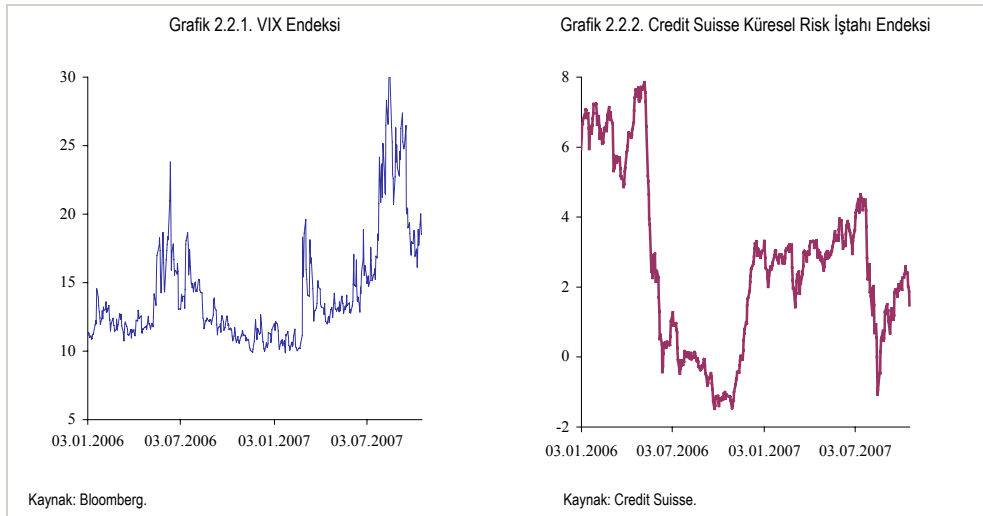
Ağustos ayı itibarıyla yıllık enflasyon oranının yüzde 6,5 seviyesine yükselmesi karşısında Çin Merkez Bankası Eylül ayında politika faiz oranlarını yüzde 0,27 oranında artırmıştır. Tüketim paketinin yüzde 37'sini teşkil eden gıda fiyatlarındaki artış ile birlikte ham petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü baskı, enflasyonun son 10 yılın en yüksek seviyesine yükselmesi ile sonuçlanmıştır. Ancak, faiz artırımına paralel olarak Çin getiri eğrisi gelişmiş ülkelere kıyasla görece avantajını sürdürmüştür. Dolayısıyla, sermaye kontrollerine rağmen yoğun sermaye girişlerinin devam etmesi ve Remninbi'nin yabancı paralar karşısında daha fazla değer kazanması olasıdır. Bununla birlikte, iç piyasada fiyat rekabetinin ve iş gücü fazlasının fiyat artışlarını dengeleyeceği tahmin edilmektedir.

Çin ekonomisi 2007 yılının ikinci çeyreğinde de yüksek oranlı büyümesini sürdürmüştür (yüzde 11,5). Çin ekonomisinin son yıllardaki büyümesinin arkasında yatırımlardaki ve ihracattaki güçlü büyüme yer almıştır. Önümüzdeki yıllarda da düşük maliyetli kredi imkanlarının bulunması ve hükümetin yatırım talebini kontrol edememesi, yatırım büyümesinin devam edeceğini işaret etmektedir. Ancak, Remninbi'deki değerlenme, artan iş gücü ve arsa fiyatları, dış talepteki gerileme ve ihracat Katma Değer Vergisi (KDV) iadesinin bazı ihraç ürünlerinde kaldırılmasının veya azaltılmasının ihracat oranlarını beklenenden daha da geriye çekeceği, bu çerçevede 2008 ve 2009 yıllarında büyümenin sırasıyla yüzde 10,0 ve 9,2 seviyelerine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

2.2.Uluslararası Piyasalar

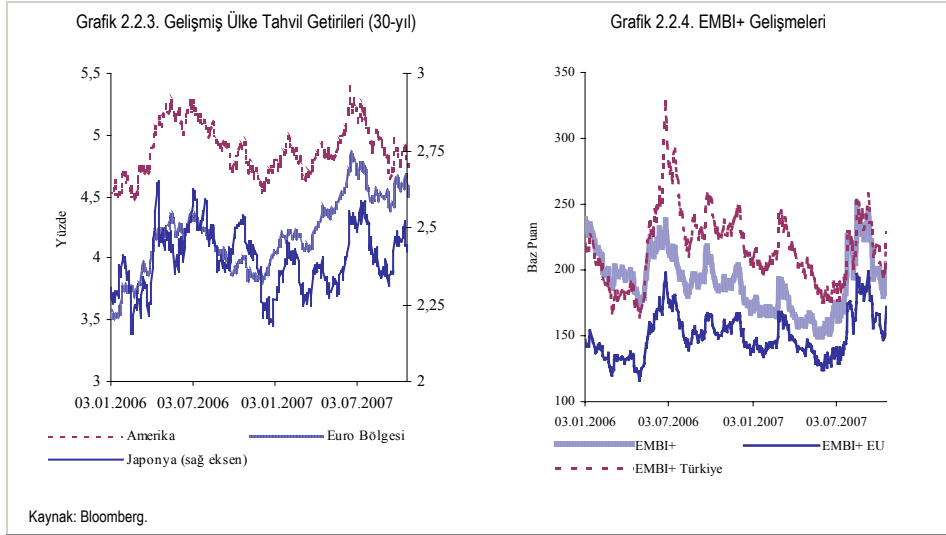
2.2.1. Finansal Piyasalar

ABD emlak piyasasındaki olumsuz gelişmelerin kredi ve para piyasalarına yansımaları, mali piyasalarda küresel düzeyde dalgalanmalara neden olmuştur. Avrupa kökenli kuruluşların da önemli ölçüde bu piyasalarda pozisyon almaları, banka ve yatırım kuruluşları arasındaki kredi ve türev araç işlemlerinin yatırımcılar tarafından takip edilememesi ve arka arkaya gelen olumsuz haberler dalgalanmanın derinleşmesine neden olmuştur. Ancak, ABD ve Avrupa merkez bankalarının likidite ve faiz operasyonları ile kararlı tutum sergilemeleri sonucunda mali piyasalarda görece bir istikrar sağlanmış ve risk iştahı tekrar güçlenme eğilimine girmiştir.



Söz konusu gelişmelere paralel olarak, Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi (CSRA) ve VIX endeksi risk iştahında sert düşüşler gerçekleştiğine işaret etmektedir. Ancak, Fed'in 18 Eylül tarihli toplantısında beklenenden daha yüksek bir faiz indirimi kararı alması risk iştahında belirgin bir iyileşmeye neden olmuştur. Söz konusu iyileşmeye rağmen iki endeksin de ancak ortalama değerlerine ulaştığı ve yılın ilk yarısındaki değerlerine kıyasla daha yüksek bir risk algılamasına işaret ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 2.2.1, Grafik 2.2.2).

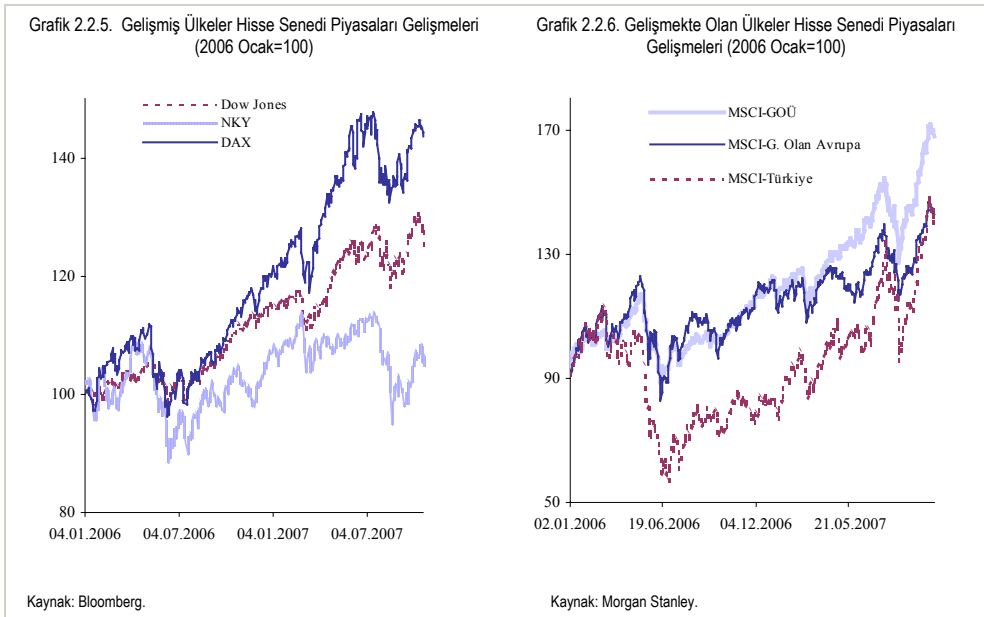
Gelişmiş ülkelere ait faiz gelişmeleri incelendiğinde, öne çıkan ilk unsur para piyasalarında oluşan faizlerdeki oynaklık artışıdır. ECB ve Fed'in likidite aktarımlarına rağmen Ağustos ayında faizler yükselme eğilimi sergilemiş, LIBOR piyasasında üç aylık ABD doları faizleri yaklaşık 40 baz puan, Euro faizleri ise yaklaşık 50 baz puan yükselmiştir. Tahvil piyasaları incelendiğinde ise yatırımcıların güvenilir araçlara yönelmesi sebebiyle getirilerin belirgin bir şekilde gerilediği gözlenmektedir. 30-yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinde Haziran ve Eylül ayları arasında yaklaşık 80 baz puanlık gerileme gerçekleşmiştir. Fed'in faiz indirimi ve ECB'nin faiz artışına başvurmaması sebebiyle enflasyonist kaygıların artması ile risk iştahında gözlenen artış neticesinde Eylül ayı sonlarından başlayarak tahvil piyasasından bir miktar çıkış olduğu da dikkat çekmektedir (Grafik 2.2.3).



Mali piyasalarda yaşanan dalgalanma gelişmekte olan ülkelere ait yatırım araçlarına ilgiyi zayıflatırken, yatırımcıların güvenilir araçlara yönelmesiyle ABD tahvil getirilerinde gerçekleşen gerileme, söz konusu ülke tahvilleri arasındaki getiri farklarını daha da artırmıştır. 1 Haziran tarihi itibarıyla 149 baz

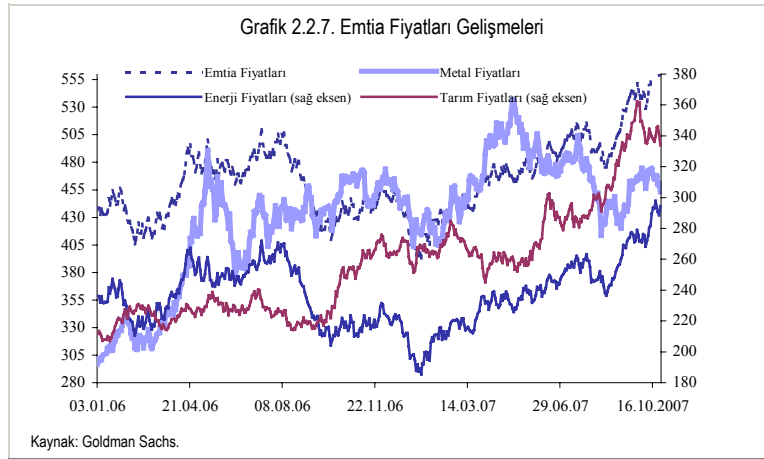
puan ile tarihi dip değerine ulaşan Yükselen Piyasalar Tahvil Ana Endeksi (EMBI+) sert artışlar sergileyerek Ağustos ayı ortasında 251 baz puana kadar yükselmiştir. EMBI+ Türkiye alt endeksi ile genel endeks arasındaki fark son üç aylık dönemde önemli bir değişiklik sergilemeyerek, 19 Ekim itibarıyla 24 baz puan seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.4).

Hisse senedi piyasalarında yılın ilk yarısında gözlenen yükselme eğiliminin de kesintiye uğradığı görülmektedir. Nikkei endeksi, Japonya'nın ABD ile olan ticaret bağlantıları nedeniyle en olumsuz etkilenen borsa olarak öne çıkmaktadır. Risk iştahında gözlenen iyileşme ile birlikte hisse senedi piyasaları yeniden artış eğilimine girerken, Dow Jones ve DAX performansları ile öne çıkmakta, bu endekslerin dalgalanma öncesi değerlerine yeniden ulaştıkları gözlenmektedir (Grafik 2.2.5). Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise, Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) Gelişmekte Olan Ülkeler, Gelişmekte Olan Avrupa ve Türkiye alt endekslerinin benzer eğilimler izlediği ve Ekim ayı itibarıyla dalgalanma öncesi değerlerinin aşıldığı gözlenmektedir. Ancak, ABD doları bazında hesaplanan endekslere yerli para bazında bakıldığında, söz konusu artışların azaldığı dikkat çekmektedir. Nitekim, gelişmekte olan ülkeler endeksinin 16 Ağustos ile 19 Ekim tarihleri arasındaki artış oranı ABD doları bazında yüzde 32 seviyesindeyken, yerli para bazında yüzde 26'ya gerilemektedir (Grafik 2.2.6).



2.2.2. Emtia Piyasaları

2007 yılı üçüncü çeyrek Goldman Sachs (GS) Emtia Endeksi ortalama değeri, 2007 yılının ikinci çeyrek ortalamasına kıyasla yüzde 6,6, 2006 yılının aynı dönemine kıyasla yüzde 7,6 oranında artış göstermiştir. Bu artışta GS Enerji ve Tarım fiyatları alt endekslerinin hareketleri belirleyici olmuştur (Grafik 2.2.7).



Londra Metal Borsası (LME)'nda işlem gören altı ana metalin fiyatlarının basit ortalaması 2007 yılının üçüncü çeyreğinde 2006 yılının aynı dönem ortalamasına kıyasla yüzde 3,6 oranında artış gösterirken, 2007 yılının ikinci çeyrek ortalamasına kıyasla yüzde 18,5 azalış göstermiştir (Tablo 2.2.1). Son dönem gelişmelerine bakıldığında, alüminyum ve nikel üretiminde yaşanan hızlı artışlar sonucu oluşan arz fazlası söz konusu iki metalde hızlı stok artışlarına yol açmıştır. Öte yandan, son aylarda bakır üretiminde de hızlı üretim artışları yaşanmış olsa da hızla artan bakır fiyatlarının, önümüzdeki dönem seyri uluslararası finans piyasalarındaki gelişmelere, ABD'nin büyüme ve en büyük ikinci bakır tüketicisi olan Çin'in dış ticaret verilerine endeksli hale gelmiştir. Benzer bir biçimde LME stok rakamları da ana metal fiyatlarındaki eğilimi belirgin bir biçimde yansıtmaktadır (Tablo 2.2.2).

Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası (LME) Gelişmeleri

| ABD Doları / Ton | Değer | | | | Değişim (Yüzde) | | |
|------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|---------------------|-------------------|
| | 2006* | 2007-II* | 2007-III* | 19.Ekim | 07-III/07-II | 2007-III / 2006-III | 19 Ekim / 2007-II |
| Alüminyum | 2.595,2 | 2.801,87 | 2.610,00 | 2.557 | -6,8 | 3,1 | -8,7 |
| Bakır | 6.678,8 | 7.578,23 | 7.624,23 | 7.780,00 | 0,6 | 0 | 2,7 |
| Kurşun | 1.281,8 | 2.104,58 | 3.093,94 | 3.705,00 | 47 | 159 | 76,0 |
| Nikel | 23.223,3 | 45.701,15 | 30.324,92 | 32.250,00 | -33,6 | 14,3 | -29,4 |
| Kalay | 8.747,4 | 13.980,08 | 14.975,23 | 16.300,00 | 7,1 | 73,7 | 16,6 |
| Çinko | 3.248,0 | 3.679,44 | 3.221,03 | 3.955,00 | -12,5 | -4,1 | -7,5 |

*Dönem ortalaması değerleridir.

Kaynak: Bloomberg.

Uluslararası ham petrol fiyatları 2007 yılı başından itibaren artış eğiliminde olmuş ve 18 Ekim itibarıyla tarihi zirve değeri olan 85,8 ABD doları/varil seviyesinde fiyatlanmıştır (Grafik 2.2.8). ABD ekonomisinde kredi piyasalarında yaşanan sıkıntıların devamına dair şüpheler sürerken, ABD stok rakamlarının olumsuzluğa dönmesi (Tablo 2.2.2), ABD’de açıklanan olumlu makroekonomik göstergeler sonucu küresel büyümenin devam edeceğine ilişkin beklentiler ve fırtına mevsiminin geçen seneye kıyasla daha olumsuz geçeceği beklentisi son dönemlerde ham petrol fiyatlarında yaşanan tarihi artışlara sebep olan faktörlerdir. Buna ek olarak, Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) geçen yıl kış aylarının ve fırtına mevsiminin çok ılıman geçtiğini, önümüzdeki aylarda hava sıcaklıklarının uzun dönem ortalama değerlerine dönmesi durumunda, ham petrol fiyatlarında kesintilere bağlı olarak yukarı yönlü hızlı fiyat hareketleri olabileceğini belirtmiştir.

Tablo 2.2.2. Ana Metaller ve Ham Petrol Stok Değerleri*

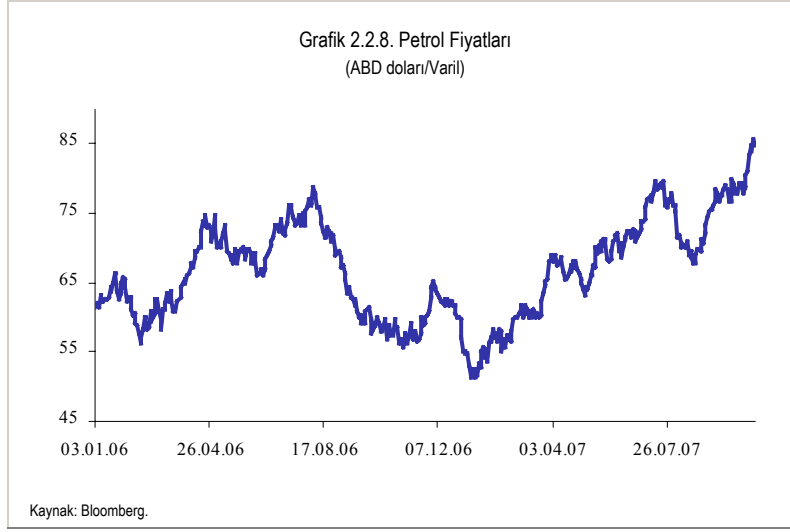
| | 2004-2005 | | 2006 | | | 2007 | | | |
|------------|-----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | Ortalama | Ocak | Kasım | Aralık | Ortalama | Ocak | Temmuz | Eylül | Ekim** |
| Bakır | 106.004 | 100.517 | 151.014 | 170.626 | 118.951 | 211.825 | 101.705 | 130.775 | 148.950 |
| Alüminyum | 781.241 | 672.505 | 680.381 | 680.645 | 723.079 | 736.875 | 838.800 | 938.625 | 932.650 |
| Nikel | 13.477 | 36.412 | 7.012 | 6.560 | 17.368 | 3.972 | 13.980 | 32.442 | 36.534 |
| Kalay | 6.984 | 16.674 | 12.411 | 13.232 | 13.187 | 11.400 | 13.665 | 14.155 | 12.865 |
| Çinko | 636.348 | 383.176 | 93.666 | 86.967 | 219.489 | 97.675 | 65.875 | 61.350 | 60.275 |
| Kurşun | 50.162 | 50.781 | 45.630 | 41.076 | 76.151 | 39.050 | 22.275 | 22.150 | 33.450 |
| Ham Petrol | 1.645 | 1.702 | 1.744 | 1.720 | 1.727 | 1.728 | 1.725 | 1.714 | 1.710 |

* Ana metaller için LME borsası stok seviyeleri bin ton olarak alınmış, ham petrol için de ABD toplam stok seviyeleri bin varil olarak alınmıştır.

** Ana metal stok değerleri 19 Ekim itibarıyla verilmiştir.

Kaynak : Bloomberg.

11 Eylül tarihli Petrol İhraç Eden Ülkeler (OPEC) toplantısında, 1 Kasım’dan geçerli olmak üzere 0,5 milyon varil kota artırma kararına rağmen, son haftalarda ABD stoklarında gözlenen azalışlara paralel olarak uluslararası ham petrol fiyatları yükselmiştir. Bir başka deyişle, uluslararası emlak sektörü krizine rağmen, küresel büyümenin beklentilerin aksine henüz yavaşlamaması, ham petrol piyasalarını ani kesintilere duyarlı hale getirmiştir. Önümüzdeki dönemde, küresel büyümeye bağlı olarak ham petrol talebinde yaşanacak artışlar, kış ve kasırga sezonunun olumsuz geçmesi, petrol fiyatlarında önemli risk unsurları olarak değerlendirilmektedir.



Bloomberg tarafından 21 uluslararası yatırım kuruluşunun tahminlerinin bir araya getirilmesiyle emtia fiyatlarının yakın dönemde izleyebileceği seyre ilişkin bilgi sunulmaya çalışılmaktadır. Yatırım kuruluşlarının bileşik tahminleri, alüminyum ve ham petrol fiyatları dönem ortalamaları için yatay seyir, bakır ve nikel ortalama fiyatlarında ise yılın son ve yeni yılın ilk çeyreği itibarıyla artış beklendiğini göstermektedir. Son çeyrek ham petrol fiyat tahmini spot fiyatların oldukça altında kalırken, Ekim ayı “Consensus Forecasts” rakamları da 2008 yılı Ocak ayı sonu ham petrol fiyatlarının 72,3 ABD doları/varil seviyesinde gerçekleşmesinin beklendiğini göstermektedir.

Tablo 2.2.3. Bloomberg Temel Emtia Fiyatları Bileşik Tahminleri

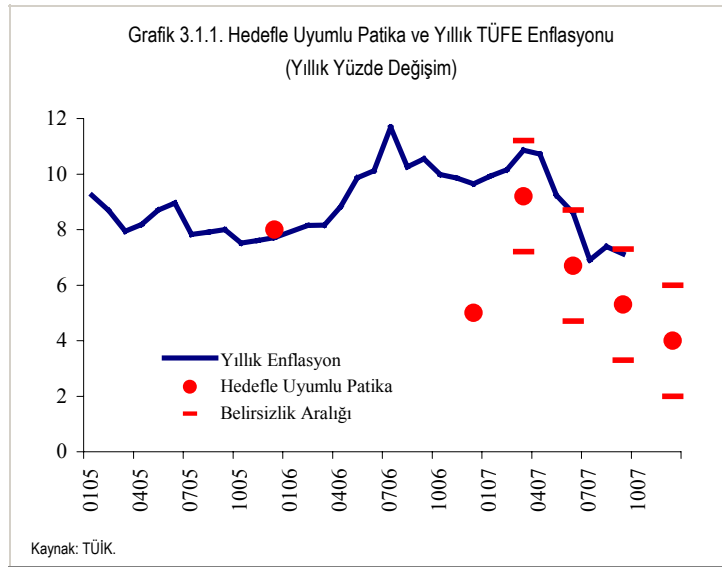
| | 2007-IV | | | 2008-I | | | 2008-II | | | 2008-III | | |
|-------------------|----------|--------|--------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | Ortalama | Min. | Maks. | Ortalama | Min. | Maks. | Ortalama | Min. | Maks. | Ortalama | Min. | Maks. |
| Altın | 705 | 630 | 750 | 700 | 615 | 780 | 687 | 600 | 770 | 683 | 575 | 780 |
| Alm | 2550 | 2150 | 2850 | 2533 | 2094 | 2925 | 2573 | 2275 | 2950 | 2575 | 2200 | 2975 |
| Bakır | 7262 | 5350 | 8500 | 7473 | 6500 | 9250 | 7258 | 5960 | 9500 | 7021 | 5675 | 9750 |
| Nikel | 32006 | 16000 | 39000 | 33053 | 29600 | 37000 | 32802 | 28000 | 38000 | 30427 | 25000 | 38500 |
| Çinko | 3298 | 2450 | 3810 | 3160 | 2550 | 3850 | 3086 | 2225 | 3900 | 2930 | 1925 | 3950 |
| Buğday | 664.87 | 860.00 | 500.00 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Mısır | 374.32 | 354.00 | 415.00 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Ham Petrol | 68.45 | 55.00 | 77.90 | 67.16 | 55.00 | 85.00 | 67.24 | 51.50 | 80.00 | 68.26 | 51.50 | 90.00 |

Kaynak: Bloomberg.

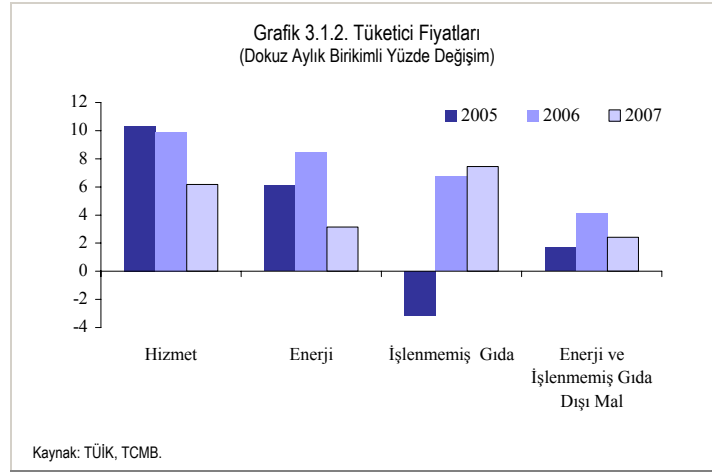
3. Enflasyon Gelişmeleri

3.1. Enflasyon

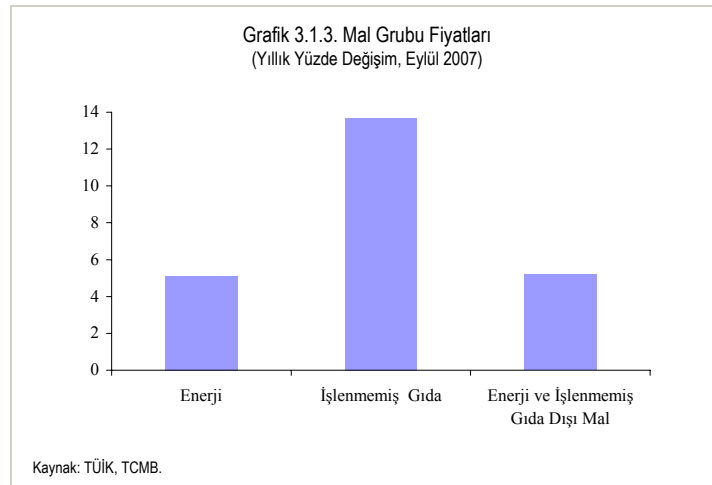
Yıllık tüketici enflasyonu 2007 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 7,12'ye gerilemiştir. Önceki raporlarımızda belirtildiği gibi, yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşen enflasyondaki düşüş eğilimi üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Üçüncü çeyrekte tüketici fiyatları yüzde 0,31 ile 2003 bazlı endekste en düşük çeyreklik artışı göstermiştir. Gıda fiyatlarının geçmiş yılların üzerinde artmaya devam etmesine rağmen güçlü parasal sıkılaştırmanın özellikle hizmet ve dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki etkileriyle enflasyondaki düşüş eğilimi devam etmiş ve üçüncü çeyrek itibarıyla yıllık enflasyon belirsizlik aralığının içinde kalmıştır (Grafik 3.1.1).



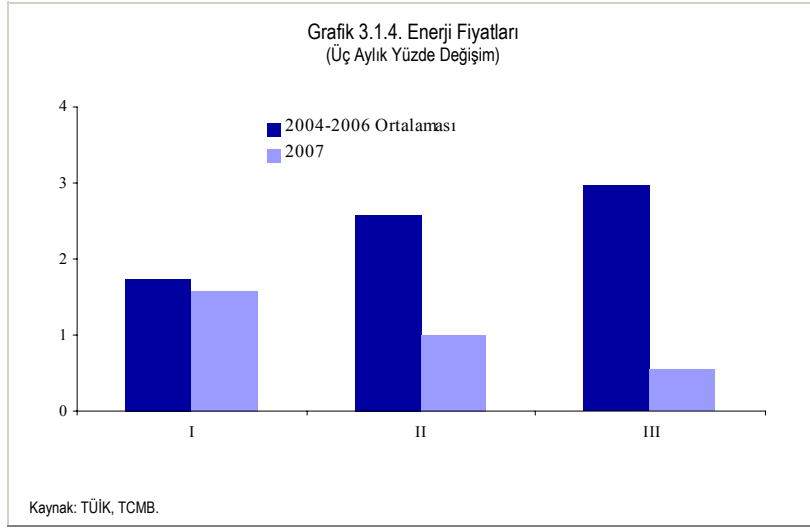
Yılın ilk dokuz aylık bölümünde hizmet fiyatları artışı önceki yıllara kıyasla önemli ölçüde yavaşlamıştır (Grafik 3.1.2). Bu dönemde enerji fiyatları da geçmiş yıllara kıyasla daha düşük bir oranda artarken, işlenmemiş gıda fiyatlarında süregelen yüksek artışlar güçlenerek devam etmiştir. Enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri dışında kalan malların fiyatlarının dokuz aylık artışı, işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışlara rağmen, geçen yılki seviyesinin altında kalmıştır.



İşlenmemiş gıda ürünleri yıllık fiyat artışı, yılın üçüncü çeyreği itibarıyla yüzde 13,69 ile diğer mal gruplarına kıyasla oldukça yüksek gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.3). Yılın ilk çeyreğindeki yüksek oranlı artışın ardından ikinci çeyrekte kısmi bir düzeltme eğilimi sergileyen işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları, üçüncü çeyrekte tekrar artış eğilimine girmiştir. Söz konusu dönemdeki artış, 2003 temel yıllık endekste gözlenen en yüksek üçüncü çeyrek artışı olarak dikkat çekmektedir. Bu artışta özellikle taze sebze fiyatlarında gözlenen yükseliş belirleyici olmuştur. Son üç yıl üçüncü çeyrek artış oranı ortalaması yüzde 13,55 olan taze sebze fiyatları 2007 yılının aynı döneminde yüzde 27,43 oranında artmıştır. Son dönemde mevsim normalleri üzerinde seyreden hava sıcaklıkları ile değişen arz koşulları grup fiyatlarının öngörülmesini güçleştirmektedir. Bu grupta yılın son çeyreğinde mevsimsel olarak fiyatların yüksek artış gösterdiği de göz önüne alındığında, kısa vadede gıda fiyatlarının tüketici fiyat hareketleri üzerinde belirleyici olmaya devam edebileceği düşünülmektedir.



Enerji fiyatları 2007 yılı genelindeki olumlu seyrini yılın üçüncü çeyreğinde de sürdürmüştür (Grafik 3.1.4). Grup fiyatları yılın ilk üç çeyreğinde birikimli olarak yüzde 3,16 oranında artarak tüketici enflasyonunun düşüş sürecine önemli katkıda bulunmuştur (Grafik 3.1.2). Üçüncü çeyrekte YTL'nin güçlü seyri uluslararası piyasalarda artan petrol fiyatlarının yurt içi akaryakıt fiyatlarına yansımaları sınırlamıştır. Bununla birlikte, uluslararası fiyatların dalgalanmaya devam etmesi önümüzdeki döneme ilişkin risk oluşturmaktadır.



Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

| | 2006 | | | | 2007 | | |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| | II | III | IV | Yıllık | I | II | III |
| TÜFE | 3,58 | 1,69 | 2,81 | 9,65 | 2,36 | 1,47 | 0,31 |
| 1. Mallar | 3,67 | 0,88 | 3,10 | 8,69 | 2,39 | 1,18 | -0,11 |
| Enerji | 4,94 | 0,69 | 1,92 | 10,52 | 1,58 | 1,00 | 0,55 |
| İşlenmemiş Gıda | -3,67 | 1,83 | 5,81 | 12,94 | 11,74 | -5,93 | 2,23 |
| Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar | 5,54 | 0,67 | 2,70 | 6,93 | -0,10 | 3,56 | -1,01 |
| Dayanıklı Mallar | 8,69 | 1,34 | -1,58 | 6,61 | 1,23 | -1,73 | -1,15 |
| Dayanıklı Mallar (Altın Fiy. Hariç) | 5,40 | 2,84 | -2,20 | 2,78 | 1,13 | -1,36 | -1,60 |
| Yarı Dayanıklı Mallar | 9,14 | -2,14 | 4,75 | 7,81 | -3,37 | 7,43 | -3,50 |
| Dayanısız Mallar | -1,12 | 3,01 | 3,04 | 9,82 | 6,75 | -2,07 | 2,52 |
| 2. Hizmetler | 3,36 | 3,83 | 2,09 | 12,21 | 2,29 | 2,28 | 1,50 |
| Kira | 3,69 | 6,67 | 4,25 | 20,01 | 3,94 | 3,33 | 4,56 |
| Lokanta ve Oteller | 4,25 | 3,40 | 2,24 | 13,54 | 2,60 | 1,94 | 2,27 |
| Ulaştırma Hizmetleri | 1,36 | 6,26 | 3,50 | 12,89 | 0,10 | 1,70 | 2,10 |
| Diğer Hizmetler | 3,32 | 2,32 | 0,76 | 8,45 | 2,10 | 2,19 | -0,36 |

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri dışında kalan mal grubu fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 1,01 oranında gerileyerek, geçmiş yılların aynı dönemine kıyasla olumlu bir görünüm sergilemiştir (Tablo 3.1.1). Bu

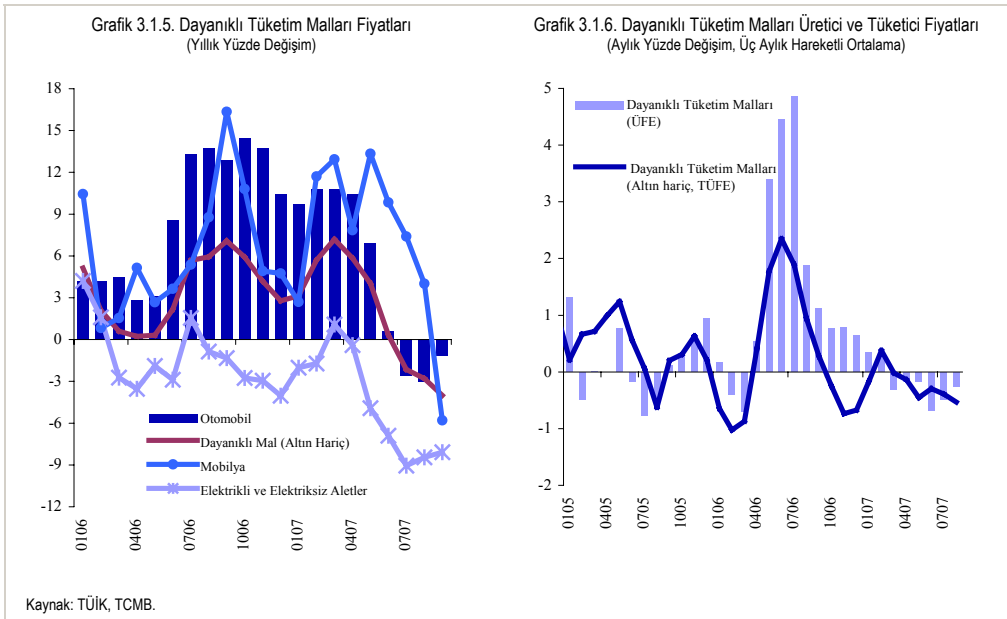
gelişmede, dayanıklı tüketim malları grubu ile giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarındaki iyileşme temel belirleyici olurken, işlenmiş gıda ürünleri fiyatları bir önceki yıldaki gibi yüksek bir oranda artmıştır.

Tablo 3.1.2. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

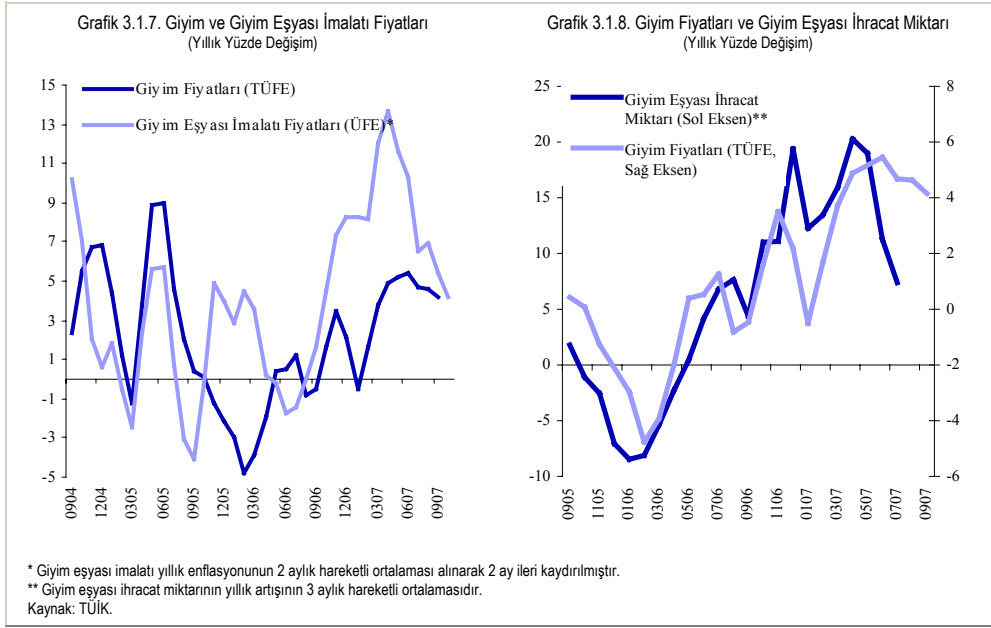
| | 2006 | | | | 2007 | | |
|---|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | II | III | IV | Yıllık | I | II | III |
| Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç) | 5,40 | 2,84 | -2,20 | 2,78 | 1,13 | -1,36 | -1,60 |
| Mobilya | 7,45 | 9,21 | -3,17 | 4,74 | -0,60 | 4,50 | -6,34 |
| Elektrikli ve Elektriksiz Aletler | 4,51 | -0,54 | -2,25 | -4,03 | -0,52 | -3,75 | -1,80 |
| Otomobil | 7,09 | 2,57 | -2,28 | 10,48 | 3,22 | -2,74 | 0,71 |
| Diğer Dayanıklı Mallar | -1,86 | 1,43 | 0,91 | -0,73 | 0,82 | 1,09 | -0,52 |

Kaynak: TÜİK, TCMB.

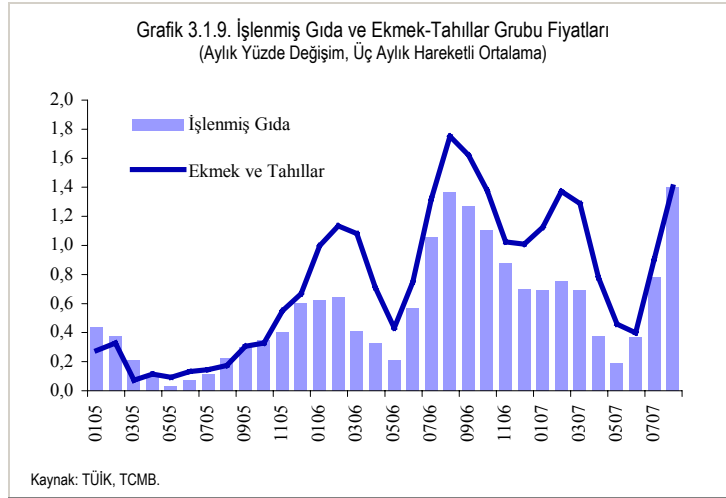
Parasal sıkılaştırmanın dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki gecikmeli etkisi güçlü bir şekilde sürmektedir. Dayanıklı tüketim malları (altın hariç) grubu fiyatlarında yıllık enflasyon üçüncü çeyrek sonu itibarıyla eksi yüzde 4 oranına ulaşmıştır (Grafik 3.1.5). Alt gruplar bazında fiyatlar üçüncü çeyrekte otomobil dışında kalan grupların tamamında gerileyerek genele yayılan olumlu bir görünüm sergilemiştir (Tablo 3.1.2). Özellikle elektrikli ve elektriksiz aletler grubunda fiyatların 2006 yılı üçüncü çeyreğinden bu yana düzenli olarak gerilemesi dikkat çekmektedir. 2007 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin beyaz eşya ve otomobil satışları verileri dayanıklı tüketim mallarına yönelik talepte bir miktar toparlanmaya işaret etmekle birlikte, YTL'nin güçlü konumunu sürdürmesiyle üretici fiyatlarındaki olumlu seyir devam etmektedir (Grafik 3.1.6).



2007 yılının ilk yarısında kademeli olarak yükseliş gösteren giyim ve ayakkabı grubu yıllık enflasyonu, üçüncü çeyrekte yavaşlamıştır. Eylül ayı itibarıyla bu grupta yıllık fiyat artışı yüzde 5,19 oranına gerilemiştir. Giyim eşyası imalatı fiyat artışları son dönemde yavaşlama eğilimi göstermektedir (Grafik 3.1.7). Ayrıca, bir süredir güçlü seyreden giyim eşyası ihracatının artış hızının üçüncü çeyrekle birlikte yavaşlama eğilimi göstermesi, giyim enflasyonunun aşağı yönlü seyrine katkıda bulunan diğer bir etken olmuştur (Grafik 3.1.8).



İşlenmiş gıda ürünleri üçüncü çeyrekte yüzde 4,26 ile yüksek bir oranda artmıştır. Ancak, yıllık fiyat artışı bir önceki yılın aynı dönemindeki yüksek bazın etkisiyle bu dönemde yüzde 10 seviyesinde yatay bir seyir izlemiştir. Son bir buçuk yıllık dönemde işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarındaki artışların hızlanmasında ekmek ve tahıl ürünleri fiyatlarındaki gelişmelerin önemli rolü olduğu bilinmektedir (Grafik 3.1.9). 2007 yılının ilk dokuz ayında ekmek ve tahıl ürünleri grubu fiyatları yüzde 10,11 oranında artarken, söz konusu grup dışında kalan işlenmiş gıda ürünleri fiyat artışı yüzde 5,31 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede büyük ölçüde yağış eksikliği ve mevsim normallerinin üzerinde seyreden hava sıcaklıklarının tahıl ürünleri üretiminde oluşturduğu kayıpların etkisi hissedilmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, gıda ürünleri imalatı ve tarım fiyatları da yükseliş eğilimini korumuş ve gıda grubuna yönelik maliyet yönlü unsurların olumsuz seyri üçüncü çeyrekte de sürmüştür.



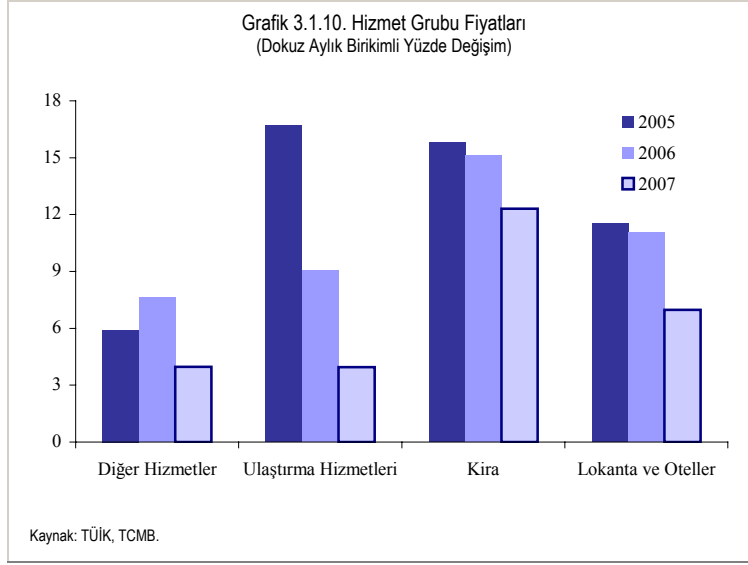
Sonuç olarak önceki raporlarımızda dikkat çektiğimiz gibi, mevsim normalleri dışında gerçekleşen hava koşulları son bir buçuk yıllık dönemde gıda ürünleri fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. 2007 yılına ilişkin tahminlerin tahıl ürünlerindeki üretim kayıplarının süreceğine işaret etmesi (Tablo 3.1.3), gıda fiyatlarına ilişkin risklerin önemini koruduğu değerlendirmesini güçlendirmektedir.

Tablo 3.1.3. 2007 Yılı Bitkisel Üretim İlk Erken Tahminleri ve Tarım Sektörü Katma Değeri
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

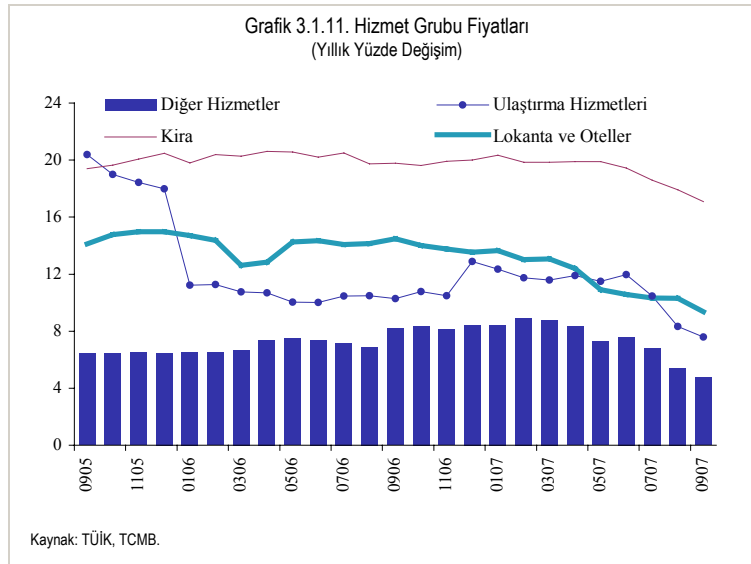
| | 2007 Yılı Bitkisel Üretim İlk Erken Tahminleri | 2007 Yılı Tarım Sektörü Gayri Safi Katma Değeri | |
|-------------|--|---|-----------|
| | | 1. Çeyrek | 2. Çeyrek |
| Tahıllar | -12,8 | 0,0 | -14,5 |
| Baklagiller | -6,5 | 0,0 | -6,7 |
| Sebze | -2,9 | -0,1 | -1,1 |
| Meyve | 0,1 | -1,4 | 10,8 |

Kaynak: TÜİK.

Hizmet enflasyonundaki yavaşlama yılın üçüncü çeyreğinde hızlanarak sürmüştür. Bu eğilim belirli alt gruplarla sınırlı kalmamış ve hizmet grubunun geneline yayılmıştır. Yılın ilk dokuz ayındaki gelişmeler geçmiş yıllarla birlikte değerlendirildiğinde, hizmet fiyatlarındaki iyileşme açıkça görülmektedir (Grifik 3.1.10). Üçüncü çeyrekteki eğilim özellikle dikkat çekicidir. 2004-2006 döneminde hizmet fiyatlarında ortalama üçüncü çeyrek artışı yüzde 4,0 iken, bu yılın aynı döneminde çeyreklik artış yüzde 1,5 olmuştur (Tablo 3.1.1). Dolayısıyla, hizmet fiyatlarında yıllık enflasyon bu çeyrekte 2,5 puan gerilemiştir.



Yılın üçüncü çeyreğindeki en dikkat çekici fiyat gelişmelerinden biri kira enflasyonundaki yavaşlamadır. Son iki yıllık dönemde yüzde 20 seviyesinde olan yıllık kira artışı Eylül ayında yüzde 17 seviyesine gerilemiştir (Grafik 3.1.11). Kira artışındaki bu yavaşlama oldukça olumlu olmakla birlikte, kiranın genel enflasyona yaptığı katkı gözönüne alındığında, yıllık artışın seviyesinin halen yüksek olduğu belirtilmelidir.

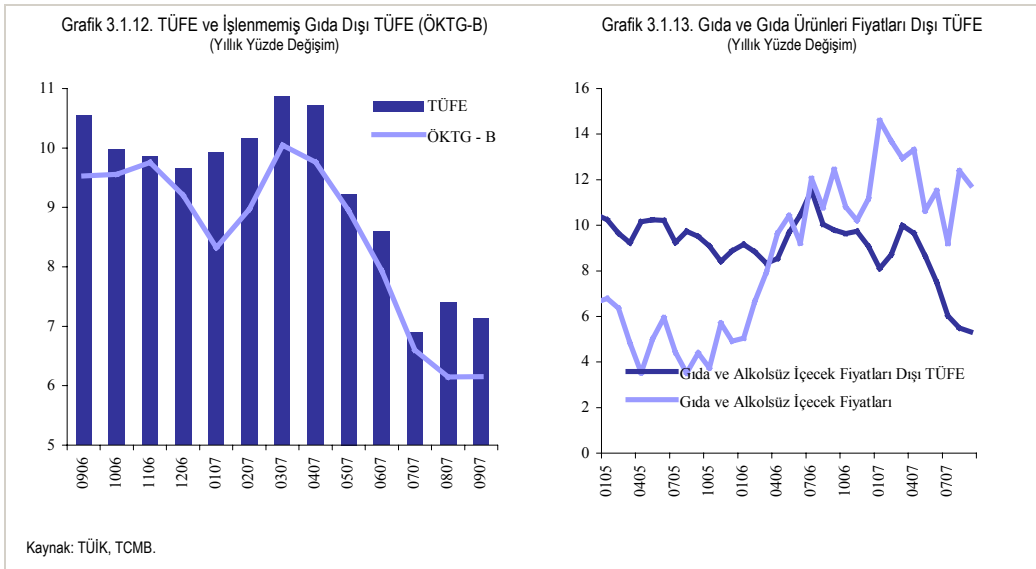


Lokanta ve oteller hizmetlerinde yıllık enflasyon geçen yılın aynı dönemine kıyasla 5,1 puan gerilemiştir. Aynı doğrultuda, eğlence-kültür, sağlık ve eğitim hizmetlerinde de yıllık artışlar gerilemektedir. Ulaştırma hizmetlerindeki yavaşlama ise üçüncü çeyrekte belirginleşmiştir. Ayrıca, sabit

telefon görüşme ücretlerindeki indirim nedeniyle haberleşme hizmetleri fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde gerilemiştir.

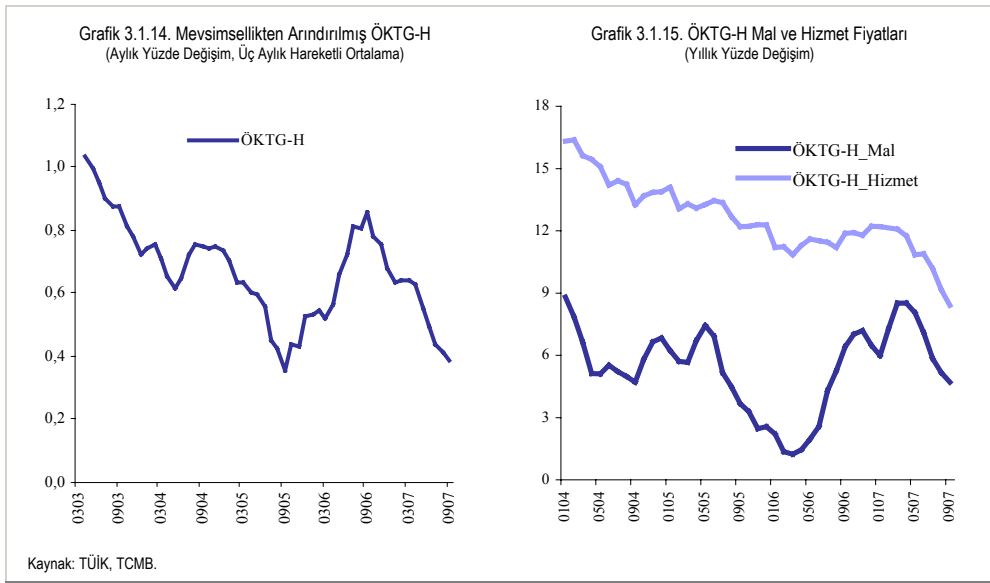
Özet olarak, parasal sıkılaştırma sonucunda iç talepte gözlenen yavaşlamanın hizmet grubu fiyat artışları üzerindeki etkisi yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşmiştir. Önümüzdeki dönemde hizmet enflasyonundaki düşüşün devam edeceği öngörülmektedir.

Bütün bu gelişmeler sonucunda üçüncü çeyrekte tüm özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin yıllık artış oranları gerilemiştir. İşlenmemiş gıda ürünlerini dışlayan göstergelerdeki yavaşlamanın daha da belirgin olması söz konusu grubun tüketici fiyatları üzerindeki olumsuz etkisine işaret etmektedir (Grafik 3.1.12). İçinde bulunduğumuz dönemde sadece işlenmemiş gıda değil aynı zamanda işlenmiş gıda fiyatları da arz yönlü şoklardan etkilenmektedir. Bu nedenle enflasyonun ana eğilimine ilişkin daha net bir fikir vermesi bakımından gıda ürünleri dışında kalan tüketici fiyatlarının seyri de önem taşımaktadır (Grafik 3.1.13). Son bir yılı aşkın dönemde gıda dışı enflasyonun, 2007 Şubat-Mart aylarındaki geçici yükseliş dışında, düşüş eğiliminde olduğu göze çarpmaktadır. Eylül ayı itibarıyla gıda enflasyonu yüzde 11,76 iken, gıda dışı enflasyon yüzde 5,32'ye gerilemiştir. 2007 yılının sonunda gıda dışı enflasyonun orta vadeli enflasyon hedefine yakın gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



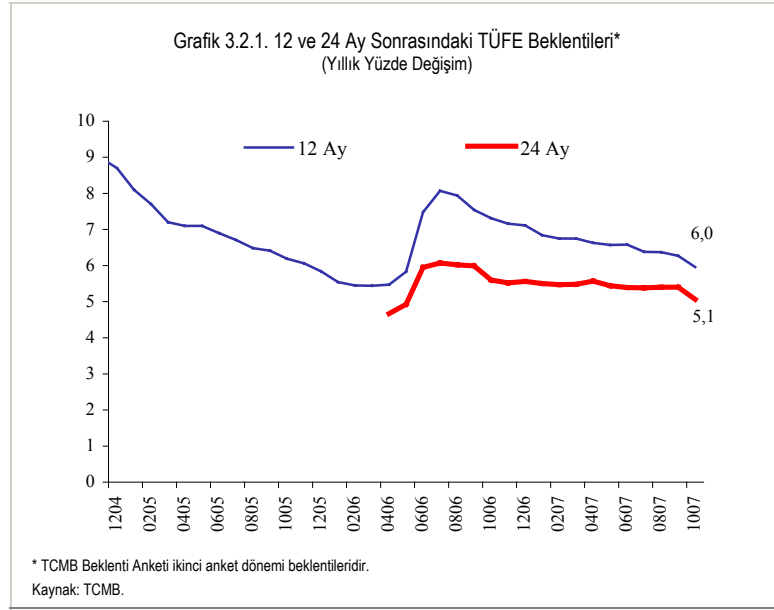
Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç TÜFE göstergesinin (ÖKTG-H) yıllık artış eğilimi son dönemde önemli ölçüde

yavaşlamış ve üçüncü çeyrek sonunda toplam gerileme yıl başına kıyasla 2,75 puana ulaşmıştır. ÖKTG-H'nin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışlarında gözlenen gerileme özellikle üçüncü çeyrekte belirginleşmiştir (Grafik 3.1.14). ÖKTG-H'nin mevcut seyri genel enflasyon eğiliminin düşüş yönünde olduğuna işaret etmektedir. Daha da önemlisi, ÖKTG-H'nin mal ve hizmet bileşenleri incelendiğinde her ikisinin de yıllık artışlarının gerilemekte olduğu görülmektedir (Grafik 3.1.15).



3.2. Beklentiler

Son aylarda yıllık enflasyonda görülen belirgin düşüş eğiliminin orta vadeli enflasyon beklentilerine yansımaları sınırlı kalmıştır. Yılın başında yüzde 6,84 seviyesinde olan gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri, Ekim ayı itibarıyla yüzde 5,96 seviyesine gerilerken, 24 aylık enflasyon beklentilerindeki iyileşme daha sınırlı kalmıştır. Önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş süreci devam ettikçe enflasyon beklentilerinin de kademeli olarak iyileşmeye devam edeceği düşünülmektedir (Tablo 3.2.1).



Enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin bir ölçüsü olan değişim katsayısındaki¹ gelişmeler incelendiğinde, orta vadeli enflasyon bekleyişlerinde önemli bir değişiklik göze çarpmamaktadır (Tablo 3.2.1).

Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi

| Cari Dönem | Anket Dönemi | Yıl Sonu Ortalama Beklentisi* | 12 Ay Sonrası | | 24 Ay Sonrası | |
|------------|--------------|-------------------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
| | | | Ortalama Beklentisi* | Değişim Katsayısı | Ortalama Beklentisi* | Değişim Katsayısı |
| Ekim-06 | 1 | 9,96 | 7,38 | 0,11 | 5,80 | 0,17 |
| | 2 | 9,88 | 7,31 | 0,11 | 5,60 | 0,15 |
| Kasım-06 | 1 | 9,84 | 7,13 | 0,08 | 5,55 | 0,13 |
| | 2 | 9,85 | 7,16 | 0,09 | 5,52 | 0,14 |
| Aralık-06 | 1 | 9,93 | 7,23 | 0,11 | 5,58 | 0,13 |
| | 2 | 9,96 | 7,11 | 0,07 | 5,56 | 0,12 |
| Ocak-07 | 1 | 6,98 | 6,84 | 0,08 | 5,43 | 0,14 |
| | 2 | 7,04 | 6,84 | 0,07 | 5,50 | 0,13 |
| Şubat-07 | 1 | 7,16 | 6,77 | 0,08 | 5,43 | 0,13 |
| | 2 | 7,13 | 6,75 | 0,07 | 5,47 | 0,13 |
| Mart-07 | 1 | 7,26 | 6,83 | 0,13 | 5,48 | 0,12 |
| | 2 | 7,28 | 6,75 | 0,10 | 5,48 | 0,11 |
| Nisan-07 | 1 | 7,44 | 6,64 | 0,11 | 5,54 | 0,15 |
| | 2 | 7,48 | 6,63 | 0,11 | 5,57 | 0,14 |
| Mayıs-07 | 1 | 7,78 | 6,63 | 0,14 | 5,52 | 0,15 |
| | 2 | 7,84 | 6,57 | 0,11 | 5,44 | 0,12 |
| Haziran-07 | 1 | 7,66 | 6,47 | 0,11 | 5,40 | 0,14 |
| | 2 | 7,67 | 6,58 | 0,13 | 5,39 | 0,12 |
| Temmuz-07 | 1 | 7,44 | 6,25 | 0,11 | 5,30 | 0,13 |
| | 2 | 7,49 | 6,38 | 0,09 | 5,38 | 0,11 |
| Ağustos-07 | 1 | 7,15 | 6,31 | 0,12 | 5,35 | 0,14 |
| | 2 | 7,16 | 6,37 | 0,12 | 5,40 | 0,12 |
| Eylül-07 | 1 | 7,13 | 6,27 | 0,12 | 5,44 | 0,13 |
| | 2 | 7,18 | 6,27 | 0,10 | 5,40 | 0,13 |
| Ekim-07 | 1 | 6,97 | 6,04 | 0,11 | 5,25 | 0,13 |
| | 2 | 6,94 | 5,96 | 0,12 | 5,06 | 0,11 |

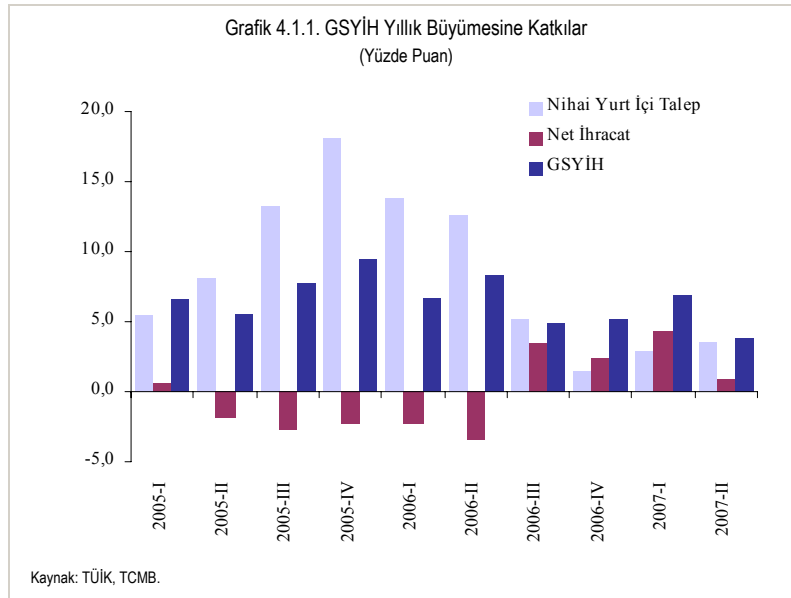
* Tablodaki ortalama beklenti değerleri, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalamanın uç değerler analizi ile karşılaştırılması sonucunda seçilen uygun ortalamadır.
Kaynak: TCMB.

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

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

4.1. Arz-Talep Dengesi

GSYİH 2007 yılının ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 3,9 oranında artmıştır. Yılın ikinci çeyreğinde, net dış talebin büyümeye katkısı önceki dönemlere kıyasla azalarak da olsa artı yönde gerçekleşirken, yurt içi talebin katkısı artmıştır (Grafik 4.1.1). Söz konusu dönemde, kamu ve özel yatırım harcamaları belirgin bir şekilde hızlanarak yurt içi talep büyümesinin temel belirleyicileri olmuştur. Buna karşılık, özel tüketim harcamaları Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda belirtilen öngörülerimizle uyumlu bir şekilde yıllık bazda gerilemiştir. Başta dayanıklı tüketim malları üzerinde olmak üzere, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri bu dönemde de hissedilirken, söz konusu mal grubu özel tüketim harcamalarını sınırlayan ana bileşen olmuştur.



Mevsimsellikten arındırılmış verilerle harcama bileşenlerinin incelenmesi, yurt içi talepte bir ivmelenme olup olmadığına ilişkin sağlıklı bilgi vermesi açısından önem arz etmektedir. İkinci çeyrek GSYİH verileri ilk çeyreğe kıyasla daha düşük bir yıllık büyüme oranına işaret etse de, mevsimsellikten arındırıldığında 2006 yılının ikinci yarısından başlayarak yavaşlama eğilimi sergileyen iktisadi faaliyetlerin yılın ikinci çeyreğinde toparlanma eğilimine girdiğini göstermektedir. Nitekim, mevsimsellikten arındırılmış verilere göre GSYİH bir önceki döneme göre yüzde 1,9 oranında

artmıştır. Diğer yandan, kamu harcamalarının büyümeye yaptığı dönemsel ek katkı hariç tutulduğunda, çeyreklik GSYİH büyümesi iktisadi faaliyetlerde daha yavaş bir toparlanmaya işaret etmektedir. Kamu yatırım harcamalarına ek olarak, yılın ilk çeyreğine kıyasla en önemli değişim özel sektör makine-teçhizat yatırım talebindeki hızlanma olmuştur. Buna karşılık, özel tüketim talebi ilk çeyrektekine benzer bir eğilim sergileyerek dönemlik bazda sınırlı bir artış göstermiştir. Özel kesim talebindeki toparlanmanın yatırım harcamalarıyla sınırlı kalması sonucunda toplam nihai yurt içi talepteki ılımlı büyüme süreci yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştür.

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

| | 2005 | | 2006 | | | | 2007 | | |
|-------------------------------|--------|------|-------|------|------|--------|------|------|------------|
| | Yıllık | I | II | III | IV | Yıllık | I | II | Altı Aylık |
| 1-Tüketim Harcamaları | 8,1 | 8,3 | 12,2 | 3,3 | 0,2 | 5,6 | 2,6 | 0,4 | 1,5 |
| Kamu | 2,4 | 10,1 | 18,3 | 14,8 | 0,7 | 9,6 | 9,0 | 7,4 | 8,1 |
| Özel | 8,8 | 8,1 | 11,5 | 2,3 | 0,1 | 5,2 | 2,0 | -0,3 | 0,8 |
| Dayanıklı Tüketim Mal. | 15,0 | 12,7 | 15,9 | -8,3 | -6,3 | 2,9 | -1,1 | -9,3 | -5,2 |
| Yarı Day. ve Dayaniksız | 12,9 | 11,8 | 30,3 | 19,8 | 4,2 | 15,8 | 1,0 | -2,1 | -0,6 |
| Gıda | 8,2 | 6,6 | 5,5 | 1,2 | 0,2 | 3,1 | 3,8 | 3,9 | 3,9 |
| 2-Sabit Sermaye Yatırımları | 24,0 | 32,1 | 14,0 | 11,3 | 4,4 | 14,0 | 3,0 | 10,0 | 6,9 |
| Kamu | 25,9 | 32,8 | -11,9 | -4,1 | 1,8 | -0,2 | 9,1 | 33,9 | 25,1 |
| Özel | 23,6 | 32,1 | 18,4 | 15,0 | 5,6 | 17,4 | 2,5 | 6,9 | 4,9 |
| Makine-Teçhizat | 21,4 | 34,9 | 15,4 | 7,2 | 0,3 | 13,9 | -2,7 | 5,1 | 1,5 |
| İnşaat | 29,9 | 24,1 | 27,9 | 29,8 | 21,6 | 26,4 | 18,0 | 11,9 | 14,6 |
| 3- Stok Değişimi* | -2,5 | -4,9 | -0,9 | -3,8 | 1,3 | -2,1 | -0,2 | -0,5 | -0,4 |
| 4-Mal ve Hizmet İhracatı | 8,5 | 6,8 | 9,1 | 11,5 | 6,2 | 8,5 | 14,7 | 12,7 | 13,6 |
| 5-Mal ve Hizmet İthalatı | 11,5 | 10,0 | 13,7 | 3,6 | 1,0 | 7,1 | 4,3 | 8,4 | 6,5 |
| Net İhracat* | -1,7 | -2,2 | -3,5 | 3,4 | 2,4 | 0,3 | 4,3 | 0,9 | 2,5 |
| 6-Toplam Yurt İçi Talep | 8,8 | 8,2 | 10,6 | 1,4 | 2,7 | 5,6 | 2,4 | 2,6 | 2,5 |
| 7-Toplam Nihai Yurt İçi Talep | 12,1 | 14,1 | 12,7 | 5,3 | 1,4 | 8,0 | 2,7 | 3,4 | 3,1 |
| 8-GSYİH (Harcama Yoluyla) | 7,4 | 6,7 | 8,3 | 4,8 | 5,2 | 6,1 | 6,9 | 3,9 | 5,3 |

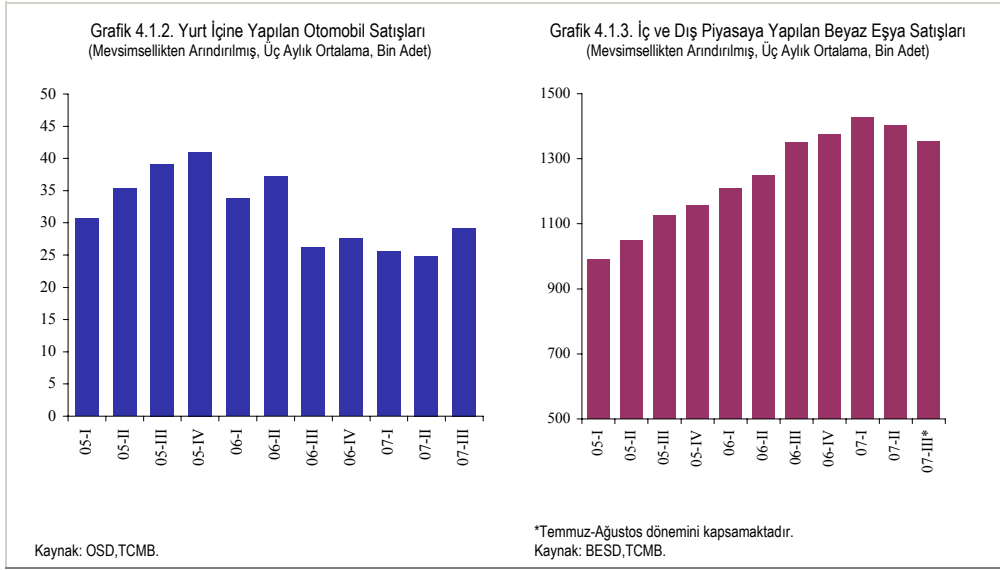
*GSYİH büyümesine katkı, yüzde.

Kaynak: TÜİK.

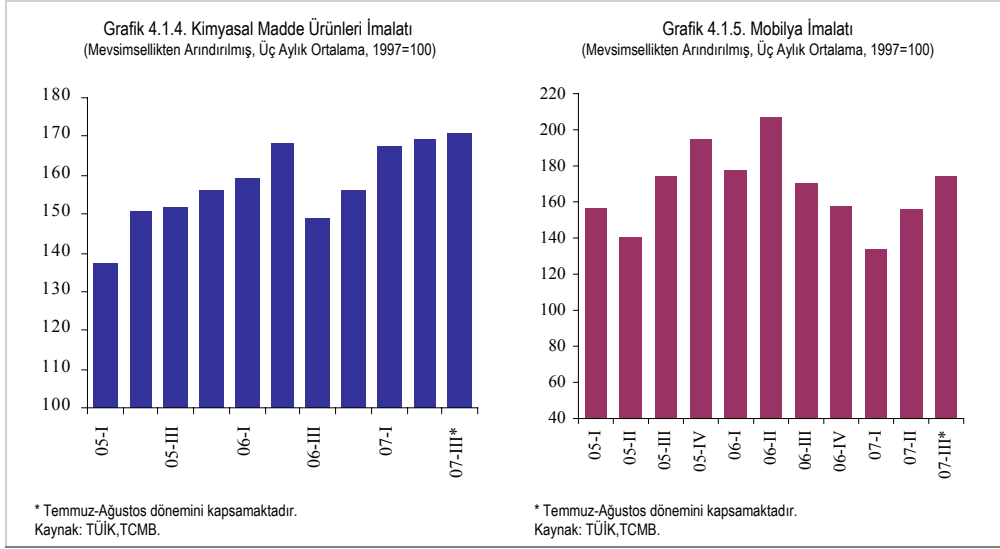
Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler toplam talep kompozisyonunun yurt içi talep lehine değişmekte olduğu sinyalini vermektedir. Mevcut göstergeler bir önceki dönemle kıyaslandığında özel tüketim talebinde bir canlanmaya işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, beyaz eşya yurt içi satışları ile tüketim malları ithalatı Temmuz-Ağustos döneminde, yurt içine yapılan otomobil satışları ise yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre hızlı artışlar sergilemiştir. CNBC-e tüketim endeksinin üçüncü üç aylık dönem ortalaması ikinci çeyreğin üzerinde gerçekleşirken, tüketici güven endeksleri de özel tüketim talebindeki toparlanmayı teyit eder niteliktedir. Bu gelişmelerde YTL'nin yabancı para birimleri karşısında güçlenme eğiliminin yarattığı görece fiyat etkisinin belirleyici olduğu düşünülmektedir.

Sözü edilen gelişmelerin, yurt içi talebin 2006 yılının ikinci yarısından itibaren istikrarlı bir şekilde yavaşladığı döneme kıyasla görece bir canlanmayı

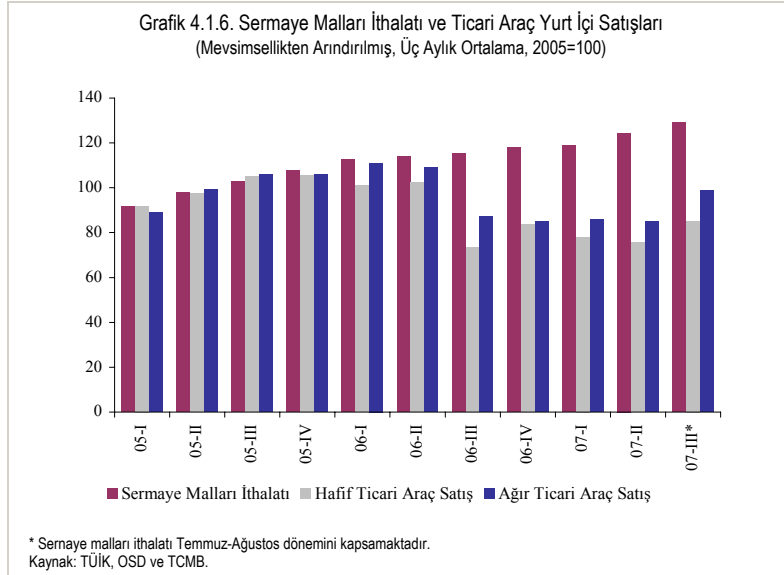
işaret ettiği ve sıkı para politikasının sınırlayıcı etkilerinin halen sürdüğü vurgulanmalıdır. Nitekim, reel tüketici kredisi kullanımı çeyreklik artış oranları, geçmiş dönemlere göre yükselmekle birlikte hâlâ iç talebin kuvvetli olduğu dönemlerin altında seyretmektedir. Ayrıca, otomobil yurt içi satışları yılın üçüncü çeyreğindeki toparlanmaya karşın 2005 yılı düzeylerinin altındadır (Grafik 4.1.2). Yurt içine yapılan beyaz eşya satışlarında da benzer bir canlanma gözlemlense de ihracattaki yavaşlamayla birlikte toplam satışlar önceki çeyreklere kıyasla gerilemektedir (Grafik 4.1.3).



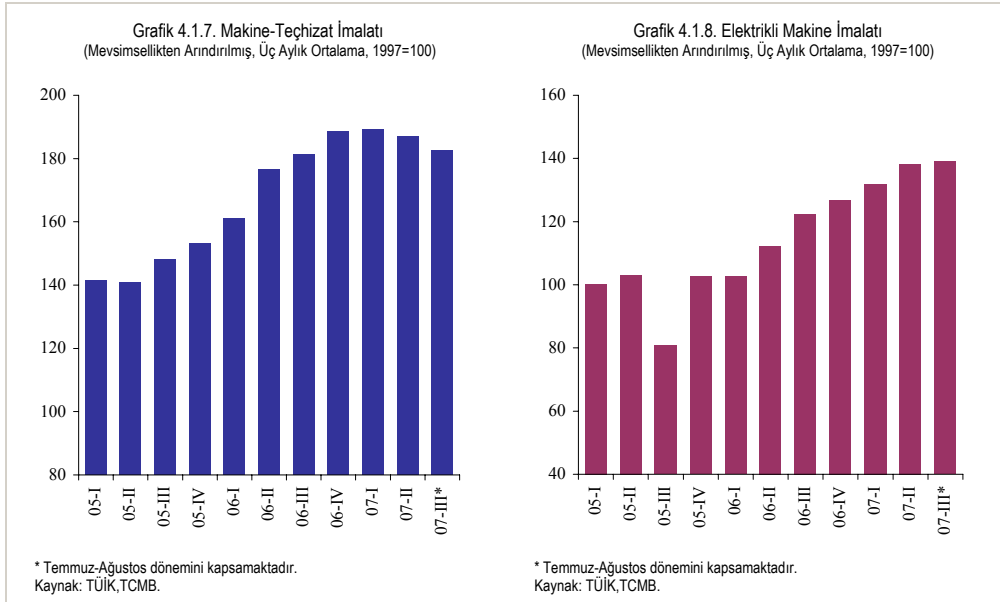
Ağustos ayı sanayi üretimi gelişmeleri ve Eylül ayına ilişkin beklentiler de üretim faaliyetlerindeki ılımlı büyümenin sürdüğüne işaret etmektedir. Nitekim, Temmuz-Ağustos döneminde sanayi üretimi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5 oranında artarken, Eylül ayına ilişkin öngörüler doğrultusunda mevsimsellikten arındırılmış veriler üçüncü çeyrekte bir önceki döneme kıyasla yüzde 1,2 oranında artışa işaret etmektedir. Tüketime ilişkin talep koşullarını yansıttığı düşünülen alt sektörlerden kimyasal madde ürünleri imalatındaki büyümenin makul bir oranda devam ettiği, mobilya üretiminin ise son dönemlerdeki canlanmaya rağmen geçen yılın ilk yarısındaki düzeylere henüz ulaşmadığı gözlenmektedir (Grafik 4.1.4 ve Grafik 4.1.5).



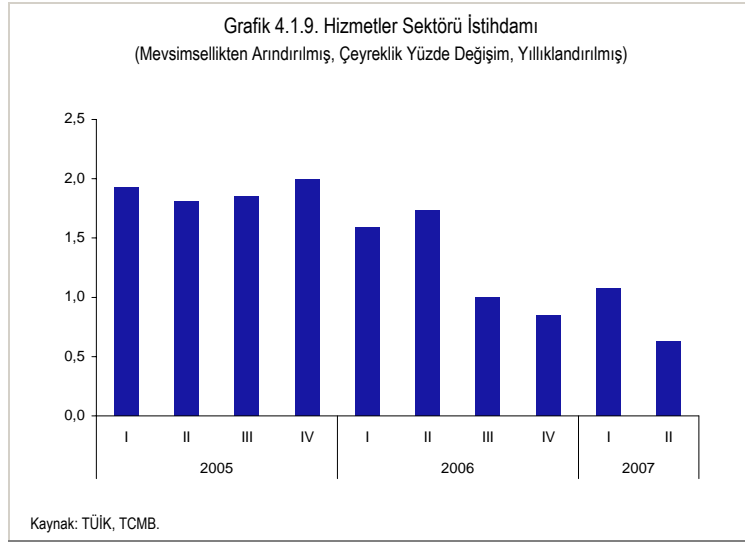
Yatırım talebi göstergeleri incelendiğinde, özel yatırım harcamalarında ikinci çeyrekte gözlenen hızlanmayı sermaye malları ithalatının daha iyi temsil ettiği görülmektedir (Grafik 4.1.6). İthalat verileri yatırımlardaki hızlı artışın yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğü yönünde sinyal vermektedir. Benzer şekilde, geçen yılın ikinci yarısından başlayarak daralma eğilimi sergileyen ticari araç yurt içi satışlarının da bu dönemde canlandığı görülmektedir.



Yatırım talebine ilişkin diğer göstergelerden makine-teçhizat üretimi Temmuz-Ağustos dönemi itibarıyla ikinci çeyrek ortalamasının altında gerçekleşirken, elektrikli makine üretimi aynı dönemde artış eğilimini yavaşlayarak da olsa sürdürmüştür (Grafik 4.1.7 ve Grafik 4.1.8). Öte yandan, bu sektörlerin ithalat verileri ikinci çeyreğe kıyasla artış sinyali vermektedir. Özetle, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin mevcut göstergeler yatırım talebinin ivme kazandığına, ancak bu talebin yoğun olarak ithal mallara yönelik olduğuna işaret etmektedir.



Sonuç olarak, para politikasının iktisadi faaliyetler üzerindeki sınırlayıcı etkileri sürmektedir. Güçlü parasal sıkılaştırmanın etkisiyle 2006 yılının ikinci yarısından itibaren özellikle hizmet sektörü istihdam artışlarının yavaşladığı gözlenmektedir (Grafik 4.1.9). Bu eğilim, iç talep koşullarını daha iyi yansıttığı düşünülen toptan-perakende ticaret ve otel-lokanta hizmetlerinde belirgin bir şekilde göze çarpmaktadır. Bu paralelde, tarım-dışı işsizlik oranındaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ilk yarısında durması ücretler üzerinde iş gücü piyasası kaynaklı baskılar oluşmasını engellemektedir. Diğer yandan, yılın ilk yarısında yüksek ihracat performansı ile ilintili olarak imalat sanayi istihdamı artış oranında hızlanma gözlenmiştir.

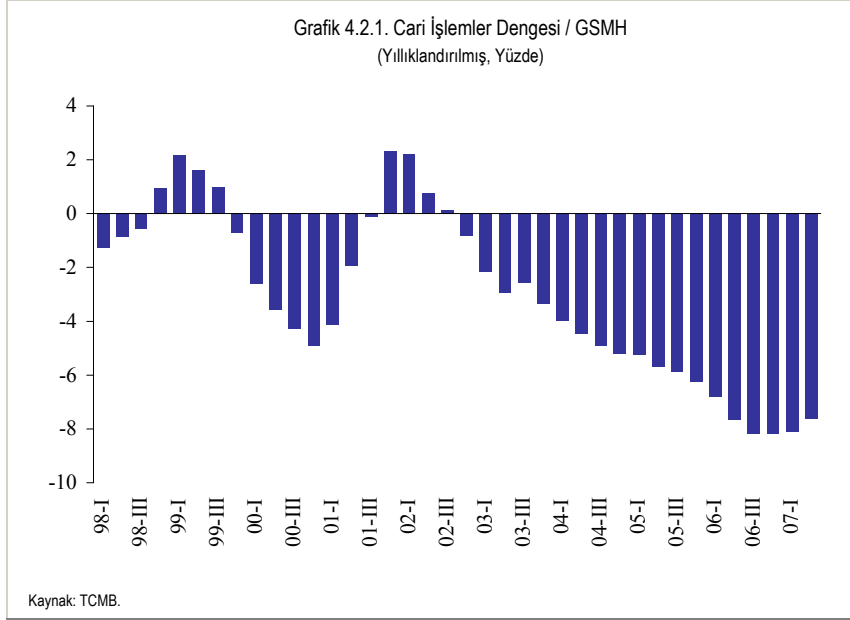


Arz tarafından bakıldığında, 2007 yılının geri kalan döneminde, kuraklık nedeniyle başta tahıl ve sebze üretimlerindeki belirgin düşüşler sonucu tarım sektörü katma değerinin gerilemesi beklenmektedir. Olumsuz bir gidişat sergileyen tarım sektörü katma değerinin yılın ikinci yarısında milli gelir içinde yüksek paya sahip olması nedeniyle 2007 yılı büyümesi açısından önem taşımaktadır. Diğer yandan, yılın ikinci yarısında iç talepteki toparlanma ve yüksek ihracat performansı sonucu sanayi sektörü katma değerinin artması beklenmektedir. İç talepteki hızlanma, inşaat sektöründeki mevcut yüksek faaliyet düzeyinin yavaşlayarak da olsa devam etmesi ve turizm sektöründeki olumlu gidişat gibi gelişmelerin hizmetler sektörü katma değerini artırıcı yönde etki yapması beklenmektedir.

4.2. Dış Talep

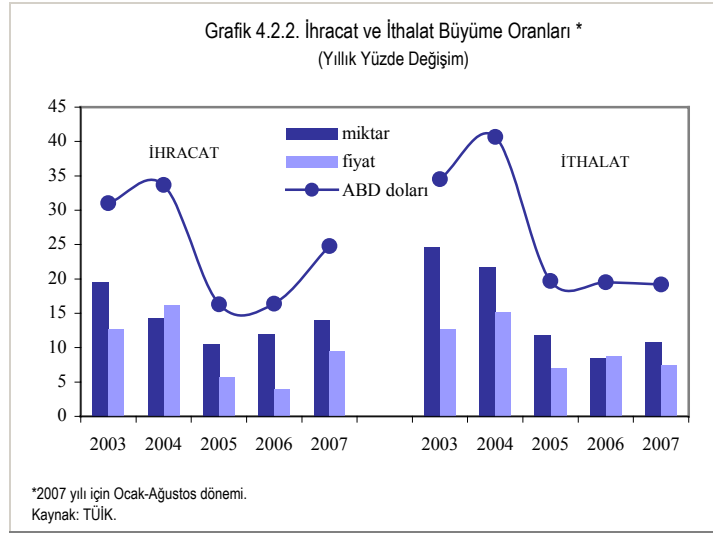
2006 yılı Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanmayla birlikte YTL'nin reel olarak değer kaybı ve iç talebin daralması sonucu yavaşlayan sermaye ve tüketim malı ithalatı, bu eğilimini 2007 yılı ikinci çeyreğine kadar korumuştur. Petrol fiyatlarının 2006 yılı Ağustos ayından itibaren hızlı bir düşüş göstermesi de izleyen dönemde nominal ithalat artışını sınırlayan bir unsur olmuştur. Diğer yandan, söz konusu gelişmeler güçlü dış talep ve verimlilik kazanımlarının da katkısıyla ihracat artışını hızlandırmıştır. Sonuç olarak ihracatın artış hızı ithalatın üzerine çıkmış ve net dış talebin büyümeye katkısı pozitif olmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2006 yılı sonunda Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'nın yüzde 8,2'sine kadar yükselen cari işlemler

açığı, 2007 yılı ilk yarısı itibarıyla GSMH'nin yüzde 7,6'sına gerilemiştir (Grafik 4.2.1).



2007 yılı Temmuz-Ağustos döneminde ithalat artışı, sermaye malı ithalatının yanı sıra tüketim malı ithalatındaki canlanmayla birlikte hızlanmıştır. 2006 yılında olumsuz performans gösteren turizm gelirlerinin 2007 yılında yeniden artışa geçmesine ve ihracatın olumlu performansını sürdürmesine karşın, cari işlemler açığı yeniden artmaya başlamıştır.

Nominal ithalatta 2004 yılından bu yana gerçekleşen büyüme oranlarının yaklaşık yarısı ithalat fiyat (daha çok ham petrol fiyatları kaynaklı) artışlarından, ihracat artışı ise ağırlıklı olarak miktar artışlarından kaynaklanmıştır (Grafik 4.2.2). Bu durum, cari işlemler açığının son yıllarda belirgin olarak artmasında dış ticaret hadlerinin önemli katkısı olduğunu göstermektedir. 2006 yılı son çeyreğinden itibaren ise dış ticaret hadleri ihracat lehine gelişmiş ve cari işlemler açığındaki artışın son dönemlerde yavaşlamasına katkı sağlamıştır.

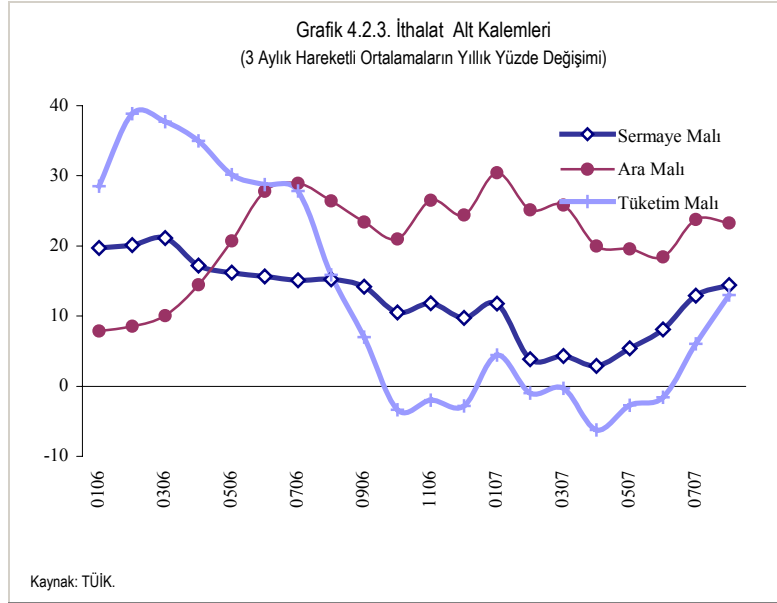


2007 yılı Ocak-Ağustos döneminde ihracat, 2006 yılının aynı dönemine göre yüzde 24,8 oranında artmıştır. İhracatın yüksek performansında kara taşıtları, ana metal sanayi ve makine-teçhizat sektörleri belirleyiciyken, tekstil ve giyim sektörlerinde de 2006 yılı ikinci yarısından itibaren bir canlanma görülmektedir. 2007 yılının ilk yarısında tekstil ve giyim sektörleri ihracatının yüksek sayılabilecek bir düzeyde artmaya devam etmesinde diğer faktörlerin yanında söz konusu sektörlerin iş gücü verimliliğindeki artışların da etkili olduğu düşünülmektedir. Diğer yandan, ana metal sanayi ihracatının artmasında küresel düzeyde artan metal fiyatlarının etkisi belirleyici olmuştur.

İhracatın yarısından fazlasının Euro cinsinden yapılmasıyla bağlantılı olarak son aylarda Euro-ABD doları paritesinin Euro lehine gelişimi, ihracatın ABD doları cinsinden artmasına ek katkıda bulunmuştur. 2006 yılının özellikle ilk dört aylık döneminde ihracattaki büyüme oranlarının düşük düzeylerde gerçekleşmiş olması da 2007 yılı aynı döneminde ihracat artış oranlarının hızlanmasına baz oluşturmuştur. Türkiye İhracatçılar Meclisinin (TİM) yayımladığı öncü veriler, ihracattaki artışın yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiğini göstermektedir.

2007 yılı Ocak-Ağustos döneminde ithalat bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 19,2 oranında artmıştır. İthalat büyümesi temelde ara malı ithalatı kaynaklı olmuş, ancak Temmuz ve Ağustos aylarında sermaye ve tüketim malı ithalatının toplam ithalat büyümesine katkısı artmıştır. Ara malı ithalatı Ocak-Ağustos döneminde önceki yıla göre yüzde 23,1 büyürken, sermaye ve tüketim malları ithalatı sırasıyla yüzde 8,7 ve yüzde 4,2 oranlarında artış sergilemiştir

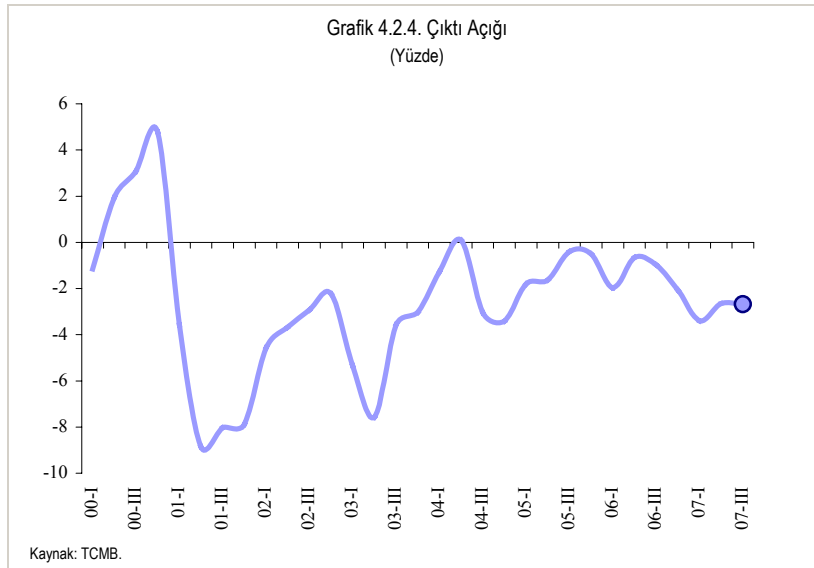
(Grafik 4.2.3). 2006 yılı ikinci yarısından itibaren iç talebin yavaşladığı göz önüne alındığında, bu dönemdeki ara malı ithalat artışının büyük ölçüde ihracata yönelik üretimden kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. Son aylarda petrol fiyatlarının yeniden artış eğilimine girmesine karşın yılın ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre halen düşük düzeylerde olması da ithalat artış oranlarının daha düşük oranlarda gerçekleşmesinde etkili olmuştur. Euro-ABD doları paritesinin Euro lehine olan gelişimi, ihracattaki oranda olmasa da ithalatın ABD doları karşılığını artırmıştır. Yurt içi talepte yılın üçüncü çeyreğinde oluşan görece bir canlanmanın ve YTL'deki güçlenmenin neden olduğu fiyat etkisi ile birlikte sermaye ve tüketim malı ithalatının artış eğilimine girmesi, ara malı ithalatının ise ihracat ve petrol fiyatı artışına paralel olarak yüksek oranlı büyümesini sürdürmesi beklenmektedir.



Özet olarak, mevcut dönemde ihracat hızlı artış eğilimini korurken, iç talepteki canlanma ve YTL'deki güçlenme kaynaklı fiyat etkisiyle birlikte ithalat artış oranı Haziran-Ağustos döneminde ihracat büyümesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın geri kalan döneminde de dış talepteki güçlü seyrin sürmesi, ancak dinî bayramlar ile geçen yılın aynı dönemdeki güçlü bazın etkisiyle yıllık artış oranlarının gerilemesi beklenmektedir. İç talepteki toparlanmaya bağlı olarak ithalatın yeniden yüksek oranlarda artmaya başlamasıyla birlikte, yılın ikinci yarısında net ihracatın büyümeye katkısının negatif olması beklenmektedir.

Orta vadede ise Ağustos ayında ABD konut kredileri piyasasında ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin dış talebi azaltma potansiyeli bulunmaktadır. Nitekim, en büyük ticaret ortağımız olan AB’de 2008 yılı büyüme tahmininin aşağıya doğru güncellenmesi dış talep açısından dikkate değer bir gelişmedir.

Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun iç talep lehine değişeceği, ancak kamu harcamalarının iç talebe katkısının azalacağı öngörülmektedir. Mevcut veriler ışığında yurt içi talepteki canlanmanın yılın ikinci yarısında net dış talep tarafından kısmen telafi edileceği ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine destek vermeye devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.4).



4.3. İş Gücü Maliyetleri

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan “İmalat Sanayi Üretimde Çalışanlar ve Üretimde Çalışılan Saat Endeksi” sonuçlarına göre 2007 yılının ikinci çeyreğinde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,7 oranında artmıştır (Tablo 4.3.1). Bu dönemde son iki çeyrekteki eğilime benzer şekilde kamu sektörü istihdamı gerilemiş, özel sektör istihdamı ise artmıştır. İkinci çeyrekte imalat sanayinde verimlilik yüzde 0,3 gibi düşük bir oranda artmıştır. Kamu kesiminde reel ücretler gerilerken, özel sektörde değişmemiştir. Verimlilik artışlarının reel ücret artışlarının üzerinde gerçekleşmesi sonucunda imalat sanayinde reel birim ücretler ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre, Temmuz Enflasyon Raporu’nda belirtilen sınırlı gerileme beklentisi ile uyumlu olarak, yüzde 0,9 oranında düşüş

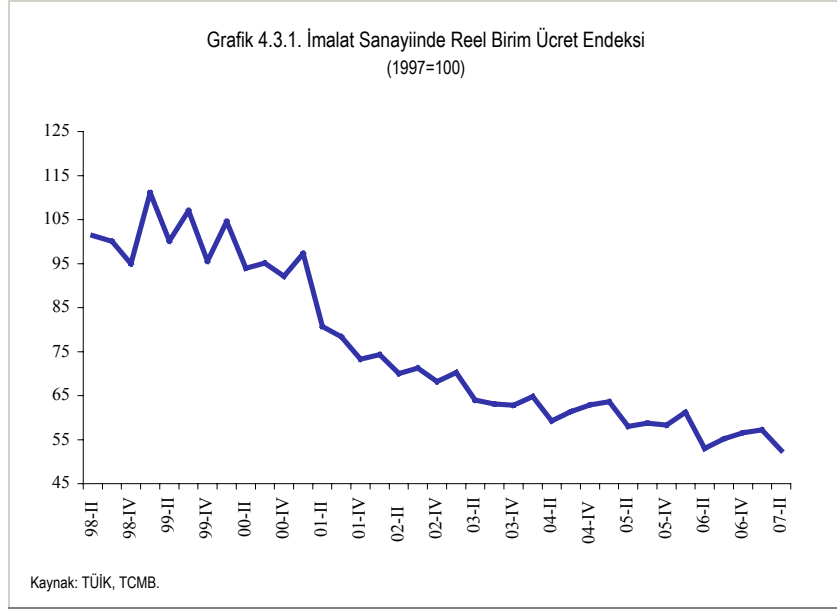
kaydetmiştir (Grafik 4.3.1). Yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki artış ile birlikte reel birim ücretlerdeki gerilemenin devam edeceği düşünülmektedir.

| | 2005 | | 2006 | | | | 2007 | |
|---------------------------------|--------|------|------|------|------|--------|------|------|
| | Yıllık | I | II | III | IV | Yıllık | I | II |
| İstihdam⁽¹⁾ | -0,7 | -1,9 | -1,4 | -0,7 | 1,2 | -0,7 | 2,3 | 1,7 |
| Kamu | -8,1 | -3,3 | -3,8 | -5,7 | -2,9 | -4,1 | -3,2 | -3,6 |
| Özel | 0,1 | -1,9 | -1,2 | -0,2 | 1,6 | -0,4 | 2,7 | 2,0 |
| Ücret⁽²⁾ | 2,0 | 1,0 | 0,5 | 0,0 | 2,1 | 0,9 | -2,0 | -0,6 |
| Kamu | 8,0 | -3,9 | -2,7 | -4,0 | -1,5 | -3,0 | 0,4 | -2,2 |
| Özel | 1,7 | 1,9 | 1,3 | 1,2 | 3,1 | 1,9 | -1,8 | 0,0 |
| Kazanç⁽³⁾ | 1,8 | 0,3 | 0,4 | 0,0 | 2,8 | 0,9 | -1,1 | -0,3 |
| Kamu | 6,1 | -3,3 | -2,4 | -0,4 | 0,0 | -1,5 | 1,1 | 0,4 |
| Özel | 1,9 | 1,3 | 1,2 | 0,7 | 4,0 | 1,9 | -0,8 | 0,2 |
| Verimlilik⁽⁴⁾ | 6,0 | 5,0 | 9,9 | 6,5 | 5,2 | 6,7 | 4,8 | 0,3 |

(1) İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.
(2) Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.
(3) Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.
(4) Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, 2007 yılının ikinci çeyreğinde, kısmi verimlilik artışında ve reel birim ücretlerdeki gerilemede bir duraksama olmuştur. 2005 ve 2006 yıllarında imalat sanayi üretimi artarken çalışılan saatin azalması sonucu yüksek oranlı verimlilik artışları ve dolayısıyla reel birim ücretlerde hızlı gerilemeler yaşanmıştır. Ancak, 2007 yılı ilk iki çeyreğinde imalat sanayi üretim artışının yanı sıra çalışılan saat de artmış ve verimlilik artışı sınırlı olmuştur.

Son yıllarda sıkılaştıran rekabet koşulları nedeniyle imalat sanayi firmalarının iş gücünü daha etkin kullanmaları ve sermaye derinliğinin artırılması sonucunda iş gücü verimliliğinde önemli artışlar görülmüştür. Enflasyondaki düşüş sürecine ve ihracat artışına son yıllarda önemli katkı sağlayan, reel birim ücretlerdeki hızlı gerilemenin 2007 yılının ikinci çeyreğinde belirgin olarak yavaşlamasının yakından takip edilmesi gereken bir gelişme olduğu düşünülmektedir. Reel birim ücretlerdeki gerilemenin yavaşlamasının kalıcı bir eğilime dönüşmemesi için orta vadede önemli oranda verimlilik ve dolayısıyla yatırım artışları gerekmektedir. Bunun yanında, ücret ayarlamalarının enflasyon hedefi ile uyumlu belirlenmesi reel birim ücretlerin enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek açısından önemini korumaya devam etmektedir.

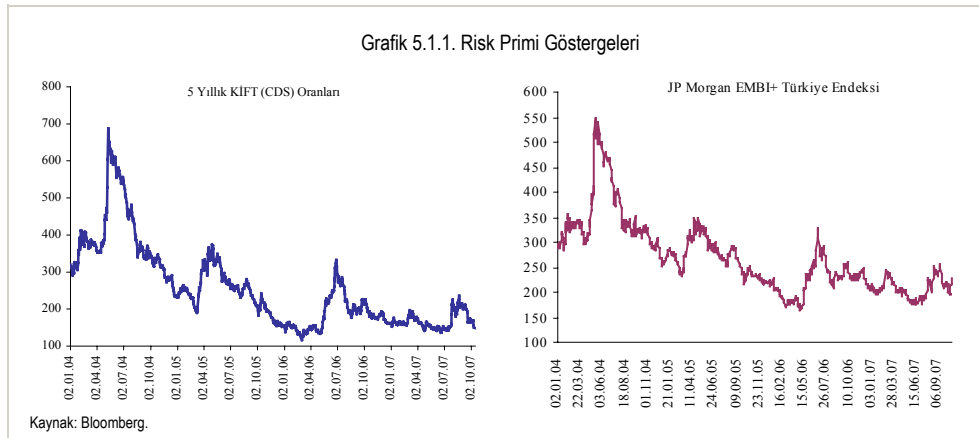


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

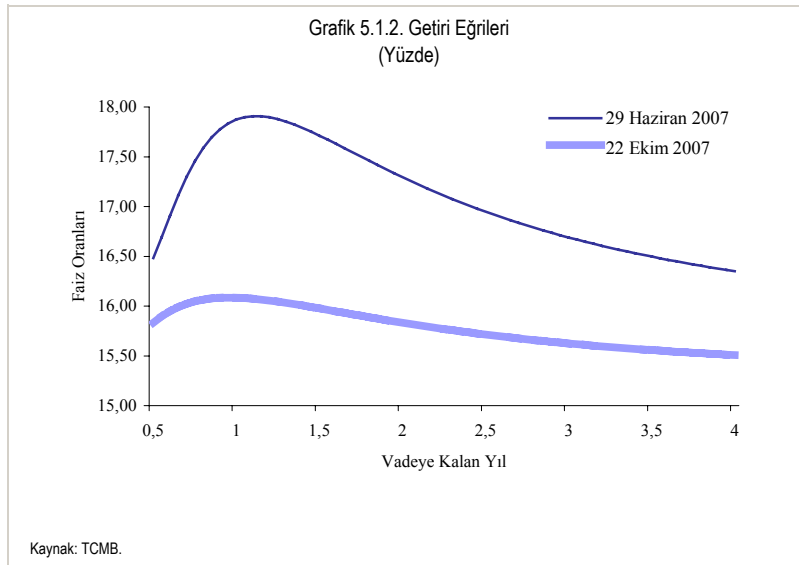
5.1. Finansal Piyasalar

2007 yılının üçüncü çeyreğinde uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının bozulma eğilimi göstermesi ABD, İngiltere ve Euro bölgesi bankacılık sisteminde likidite sıkışıklığına yol açmıştır. Bu gelişmede ABD’de düşük dereceli ipoteğe dayalı konut finansmanı kredilerinde gerçekleşen kayıplar etkili olmuştur. Dönem içinde açıklanan ekonomik ve finansal veriler kredi piyasaları ve bankacılık sistemindeki olumsuzlukların ekonominin geneline yayılabileceği izlenimini oluşturmuştur. Bu gelişmelerin ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının likidite imkanlarını genişletmeleri ve para politikalarını gevşetmeleri küresel büyümede keskin bir yavaşlama kaygısını gidererek piyasalarda güveni yeniden oluşturmuş, böylece Eylül ayının ortasından itibaren uluslararası likidite koşullarında ve küresel risk iştahında toparlanma gözlenmiştir (Grafik 2.2.2).

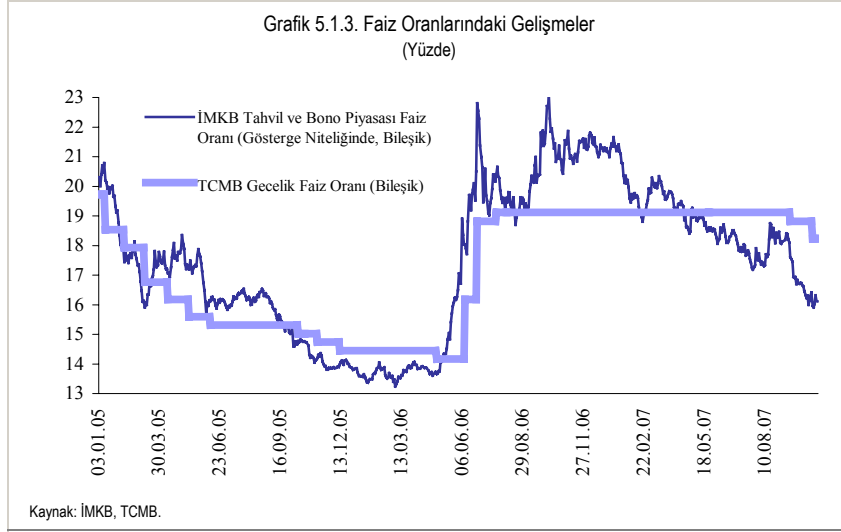
Gelişmiş ülkelerin kredi piyasalarındaki bozulmaya rağmen, gelişmekte olan piyasalardaki dalgalanma sınırlı olmuştur. Bu gelişmede gerek dalgalanmanın kısa sürmesi gerekse gelişmekte olan ülkelerde türev ürünlere dayalı kredi piyasalarının sığ olması etkili olmuştur. Nitekim, Kredi İflas Takası (KİFT) ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksleri de sınırlı bir bozulmanın ardından toparlanma eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.1). Bununla birlikte, küresel konjoktüre ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle, uluslararası piyasaların gelişmiş ülkelerin büyüme ve finansal sağlamlık verilerine hassasiyetinin ve dolayısıyla veri bağımlılığının devam etmesi beklenmektedir.



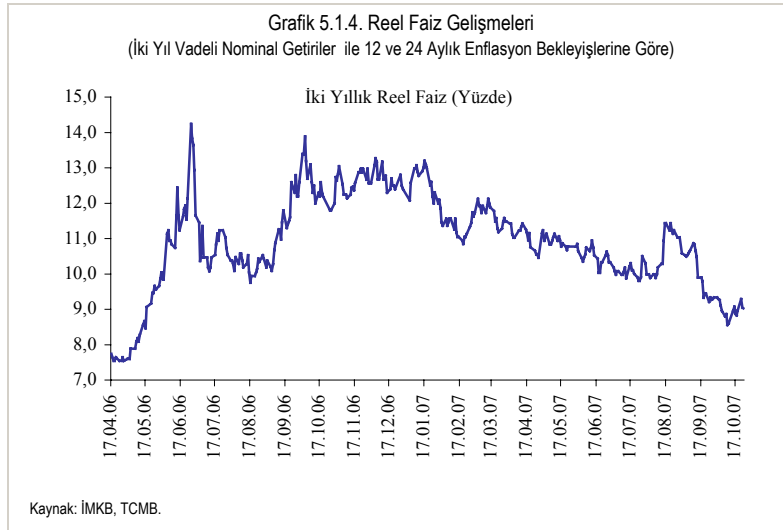
2007 yılının üçüncü çeyreğinde para politikasının sıkı duruşunun devam etmesi enflasyon beklentilerinin ve enflasyon belirsizliğinin azalmasını sağlayarak uzun vadeli faizlerin düşüşüne destek vermiştir. Para Politikası Kurulunun faiz indirimine piyasanın beklentisinden daha erken başlaması, orta ve uzun vadeli faizlerdeki düşüş eğilimini hızlandırmıştır. 22 Ekim 2007 tarihinde oluşan getiriler, her vadede 29 Haziran 2007 tarihinde oluşan getirilerin altında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.2, Kutu 5.1). Bu durum, faiz indirim kararlarının beklentileri olumlu etkilediğine işaret etmektedir. Ayrıca, oluşan getiri eğrilerinin 12 ay vadeden itibaren aşağı yönlü olması, ekonomik birimlerin orta vadede enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğine ilişkin beklentilerini koruduğunu göstermektedir.



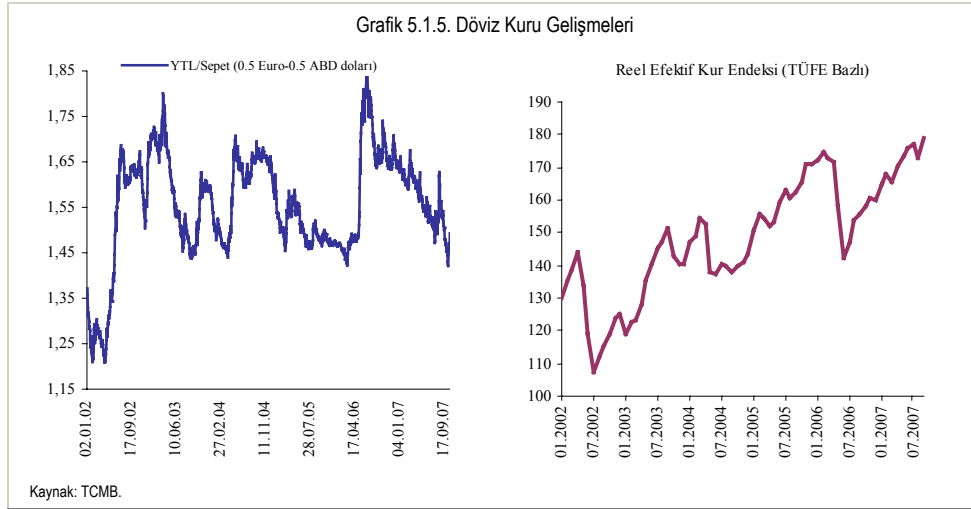
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasasında oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranında sene başından itibaren gözlemlenen düşüş eğilimi, üçüncü çeyrekte devam etmiştir. Risk algılamalarındaki bozulmanın belirginleştiği dönem dahil, gösterge kıymet faizleri TCMB politika faizinin altında seyretmeye devam etmiş ve son dönemde aradaki fark daha da açılmıştır (Grafik 5.1.3). Enflasyonun TCMB'nin öngörülleri doğrultusunda azalış eğilimine devam etmesi ve politika faizlerinde kademeli indirim beklentisi tahvil faizlerinde ortaya çıkan düşüşün temel belirleyicileri olmuştur.



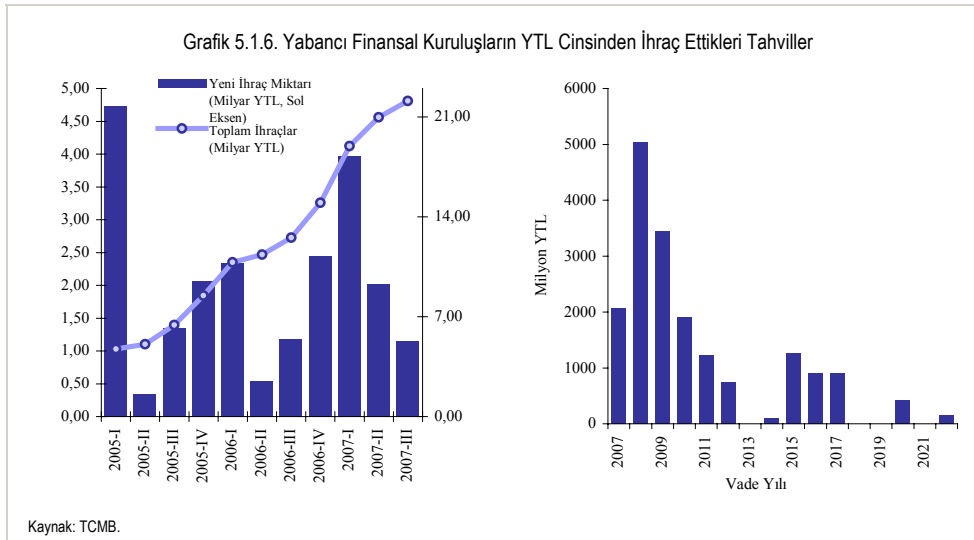
Para politikasının kararlı duruşu enflasyon belirsizliğini azaltarak aynı zamanda orta ve uzun vadeli reel faizlerin düşmesine katkıda bulunmaya devam etmektedir. Getiri eğrisi kullanılarak tahmin edilen iki yıl vadeli nominal getiriler ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerinden hesaplanan reel faizler, üçüncü çeyrekte risk iştahındaki geçici bozulma dışında gerileme eğilimine devam etmiştir (Grafik 5.1.4).



Yılın üçüncü çeyreğinde gerek doğrudan yatırımların güçlü eğilimini sürdürmesi gerekse yurt içi belirsizlik algılamalarının azalmasına paralel olarak yurt dışında yerleşik yatırımcıların portföylerindeki YTL cinsi varlıkları artırmaları sonucu YTL'deki güçlenme süreci devam etmiştir (Grafik 5.1.5).



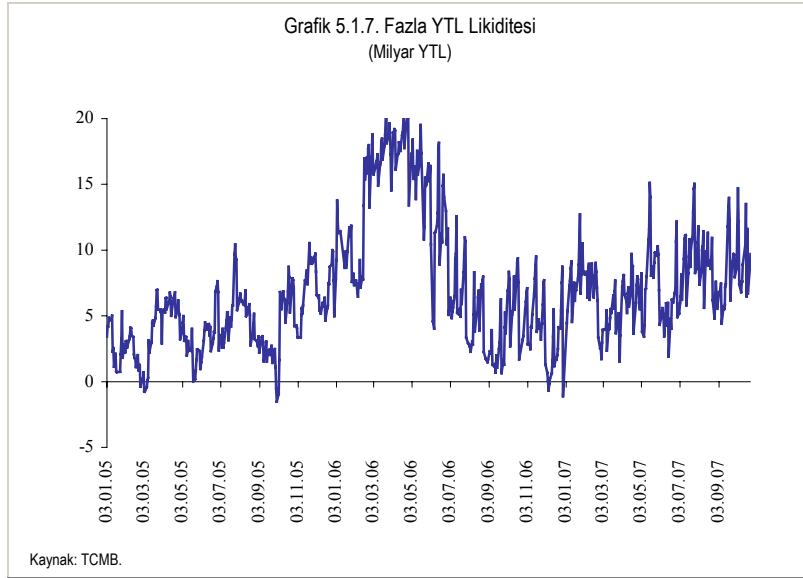
Yurt dışında YTL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı finansal kuruluşların YTL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde geçtiğimiz yılların aynı dönemine ve 2007 yılının ikinci üç aylık dönemine göre bir miktar azalmıştır (Grafik 5.1.6). Bu gelişmenin büyük ölçüde uluslararası likidite koşullarındaki ve küresel risk iştahındaki dönemsel bozulma eğiliminden kaynaklandığı düşünülmektedir.



2007 yılının üçüncü çeyreğinde döviz alım ihalelerinde TCMB tarafından gerçekleştirilen net döviz alım tutarı yaklaşık 2,75 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. TCMB döviz rezervleri 28 Eylül 2007 itibarıyla 71,7 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. 15 Ağustos 2007 tarihinden itibaren günlük döviz alım ihalelerinde 15 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon olarak açıklanan miktar, 9 Ekim 2007 tarihinde başlamak üzere günlük

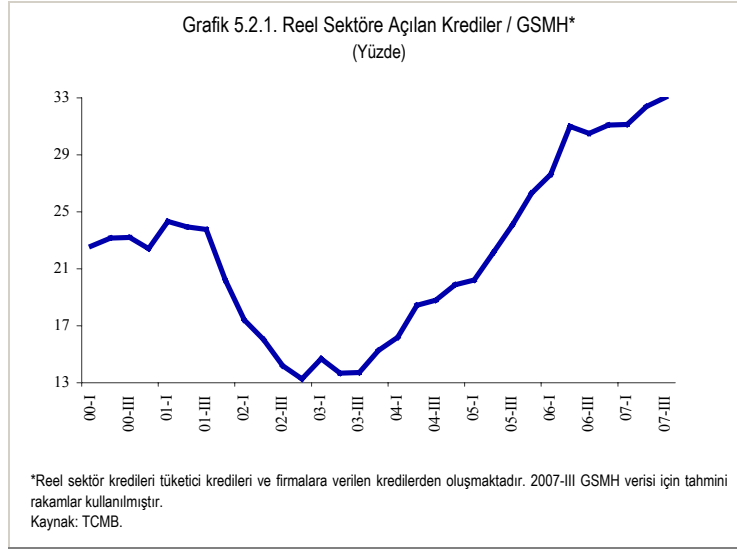
30 milyon ABD doları ihale ve 60 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere artırılmıştır.

Gecelik piyasada çekilen fazla likidite, yılın üçüncü çeyreğinde geçtiğimiz üç aylık döneme kıyasla yükseliş göstermiştir (Grafik 5.1.7). Hazine'nin piyasa borç çevirme oranının sene başında belirlediği hedefin üzerinde olmasına rağmen ortaya çıkan bu gelişmede, TCMB'nin döviz alım ihaleleri en önemli belirleyici olmuştur. Ayrıca likidite yönetiminin etkinliğini artırmak amacıyla, TCMB 19 Temmuz 2007, 23 Ağustos 2007 ve 17 Ekim 2007 tarihlerinde sırasıyla 32, 40 ve 30 günlük likidite senetlerinin ihracını gerçekleştirmiştir.



5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

2007 yılının üçüncü çeyreğinde ılımlı kredi genişlemesi devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Bir yandan bankacılık sistemine satın alma ve ortaklık yoluyla yabancı sermaye girişinin devam etmesi diğer yandan TCMB'nin döviz alım ihaleleriyle piyasaya verdiği YTL arzının sürmesi bankaların kredi arz imkânlarını destekleyerek bu sürece katkıda bulunmaktadır. Öte yandan, küresel kredi piyasalarına ilişkin belirsizlik algılamalarının artması, bankaların dış finansman kaynaklarına erişimlerini sınırlayabilecektir.



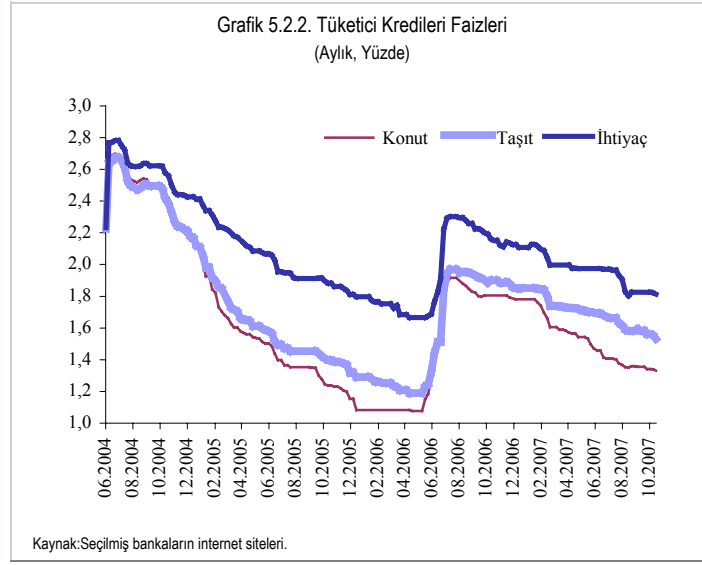
Son çeyrekte reel sektöre açılan krediler, artış eğilimini korumuş kredilerin milli gelir içindeki payı yükselmeye devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Öte yandan, son dönemde orta ve uzun vadeli faizlerdeki aşağı yönlü hareketin finansman koşullarındaki iyileşmeye katkıda bulunması beklenmektedir. Ayrıca finansal derinleşme sürecinin devam etmesi de kredi genişlemesini destekleyecek bir diğer unsur olarak ön plana çıkmaktadır.

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

| | 2006 | | | 2007 | | |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|
| | II | III | IV | I | II | III |
| Tüketici Kredileri | 20,0 | 1,5 | 3,6 | 2,6 | 9,0 | 10,0 |
| Konut Kredileri | 22,8 | 0,9 | 2,2 | 2,7 | 7,5 | 10,2 |
| Taşıt Kredileri | 5,1 | -6,4 | -5,0 | -8,9 | -3,4 | -2,0 |
| Diğer Krediler | 24,3 | 6,0 | 8,9 | 6,6 | 14,5 | 12,8 |
| Kredi Kartları | 6,8 | 2,1 | 2,1 | -1,6 | 7,7 | 2,4 |

Kaynak: TCMB.

Tüketici kredilerinde artış süreci 2007 yılının son çeyreğinde devam etmiştir. Son bir yıl içinde olduğu gibi, artış büyük oranda konut kredileri ile daha çok kısa vadeli ve görece daha yüksek faizli ihtiyaç kredilerinden oluşan “diğer krediler” kaleminden kaynaklanmıştır. Konut kredileri ve kredi kartları sınırlı oranda artışa devam etmiş, taşıt kredileri ise reel olarak azalış göstermiştir (Tablo 5.2.1). Söz konusu kredilerin artışında bir yandan bankaların uyguladıkları kampanyalar diğer yandan görece artan kredi talebi etkili olmuştur.



Son dönemde gerek ihtiyaç kredilerinde gerekse konut ve taşıt kredilerinde faiz oranlarında aşağı yönlü bir hareket gözlenmektedir (Grafik 5.2.2). Ancak gelinen noktada faizler halen 2006 yılının ilk çeyreğindeki seviyelerin üzerinde seyretmektedir. Bankalar arasındaki rekabet ve düşen enflasyonun kredi faizlerini daha da aşağı seviyelere çekmesi ve tüketici kredilerine olan talebi desteklemesi beklenmektedir. Bununla birlikte küresel risk iştahındaki bozulmanın bankaların finansman olanaklarını azaltarak kredi genişlemesini sınırlayacağı tahmin edilmektedir. TCMB, toplam nihai yurt içi talep ile finansal sistemin sağlığına ilişkin içerdiği bilgiler nedeniyle, kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir.

KUTU 5.1. GETİRİ EĞRİLERİ VE PARA POLİTİKASI KARARLARI

Getiri eğrisi, farklı vadelerdeki faizlerin genel yapısını gösteren sürekli bir fonksiyondur. İkincil piyasada getiriler ancak belirli vadeler için gözlenebilmektedir. Getiri eğrisi tahmini, işlem gerçekleşmeyen vadelerdeki getirilerin belirlenmesine olanak vermekte ve bu yolla sabit vadelerde getiri hesaplanabilmesini sağlamaktadır. Bu çerçevede merkez bankaları, faiz ve enflasyon beklentilerine ilişkin bilgiler açısından getiri eğrilerinin sağlıklı olarak tahmin edilmesine ayrı bir önem vermektedir.

TCMB'de yapılan 'Devlet İç Borçlanma Senetleri için Getiri Eğrisi Tahmini'¹ adlı çalışmada getiri eğrileri İMKB Tahvil ve Bono Piyasası verileri kullanılarak, "Genişletilmiş (Extended) Nelson Siegel (ENS)" yöntemiyle tahmin edilmektedir. ENS yöntemi tahminlerde kullanılabilecek alternatif yaklaşımlara kıyasla veri setindeki bazı senetlerde gerçekleşebilecek aşırı dalgalanmalardan fazla etkilenmemekte, böylece faiz hadlerinin genel seyri hakkında daha sağlıklı bilgi vermektedir.

Getiri eğrisi tahmin etmenin temel amacı, bonoların faizlerinde oluşabilecek kendine özgü dalgalanmalardan fazla etkilenmeyen, sabit vadeli faiz bilgisine sahip olmaktır. Türkiye'de yaygın olarak kullanılan gösterge bononun faizindeki değişimler zaman zaman bu bonoya has faktörlerdeki gelişmelerden kaynaklanabilmekte ve bu nedenle faizlerin genel durumunu yansıtmayabilmektedir. Daha önemlisi, belirli bir bononun faizini uzun bir süre takip etmek, bononun vadesi değiştiği için yanıltıcı olabilmektedir. Örneğin, yeni ihraç edilen iki yıllık bir bononun faizi üç ay sonra değişmişse, bu durum faizlerdeki genel değişimden kaynaklanabileceği gibi, bononun artık bir yıl dokuz aylık vadeye sahip olması ve bu vadedeki faizin iki yıldan farklı olmasından da kaynaklanabilmektedir. Getiri eğrisinden takip edilecek iki yıl sabit vadeli faizi takip etmek bahsedilen vade farkı etkisini ortadan kaldırmaktadır.

Getiri eğrilerinin bir diğer kullanım alanı da sabit vadeli reel faizlerin oluşturulabilmesidir. Örneğin, Beklenti Anketi'nde yer alan gelecek on iki ve yirmi dört ayın yıllık enflasyon beklentisi verileri ve sabit vadeli nominal faizler kullanılarak iki yıllık reel faizlerin hesaplanması mümkündür.

Türkiye'de daha önce de getiri eğrisi tahmini yapılmış olmakla birlikte, TCMB tarafından yapılan çalışma yüksek frekanslı veri kullanan ve uzun vadeli sabit kuponlu senetleri de tahmine dahil eden ilk çalışmadır. Kuponlu senetlerin analize dahil edilmesi getiri eğrisinin uzun vadeli kısmını çıpalamaktadır. Uzun vadeli senetlerin de analize dahil edilmesi için, tahminlerin başlangıç tarihi, beş yıllık sabit kuponlu senedin işlem görmeye başladığı 16 Şubat 2005 olarak alınmıştır.

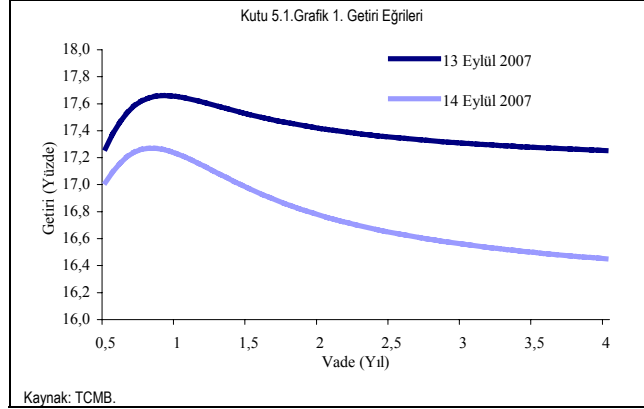
İMKB Tahvil ve Bono piyasası bileşik faiz raporlama usulünde, sabit kuponlu ve iskontolu senetlerin getirileri değişik şekilde bileştirilmektedir. Sabit kuponlu senetlerin getirileri yılda iki defa, iskontolu senetlerin getirileri ise her vadede farklı şekilde bileştirilmektedir. Örneğin, yıllık bileşik faize ulaşmak için vadesine altı ay kalan bononun getirisi iki defa, vadesine bir ay kalan bononun getirisi on iki defa bileşmektedir. Bu bileştirme farklılığı değişik vadelerdeki bonoların getirilerinin kıyaslanmasını güçleştirdiği için, çalışmada İMKB usulünden farklı olarak bütün bonoların getirileri sürekli bileşik baza çevirmektedir. Sürekli bileşik faiz, yapılan yatırımın vadeye kadar çok küçük zaman aralıklarında (sürekli olarak ve dolayısıyla sonsuz kez) yatırıma dönüştürüldüğü varsayımıyla oluşturulan yıllıklandırılmış bileşik faiz oranıdır. Ancak, bu durum sürekli bileşik getirilerin İMKB tarafından rapor edilen getirilerden rakamsal olarak önemli ölçüde farklılaşması sonucunu beraberinde getirdiğinden, aşağıdaki grafiklerde kıyaslanabilirlik açısından bütün getiriler yılda iki kez bileştirilerek rapor edilmektedir.

Para Politikası Kararları Sonrasında Getirilerin Değişimi

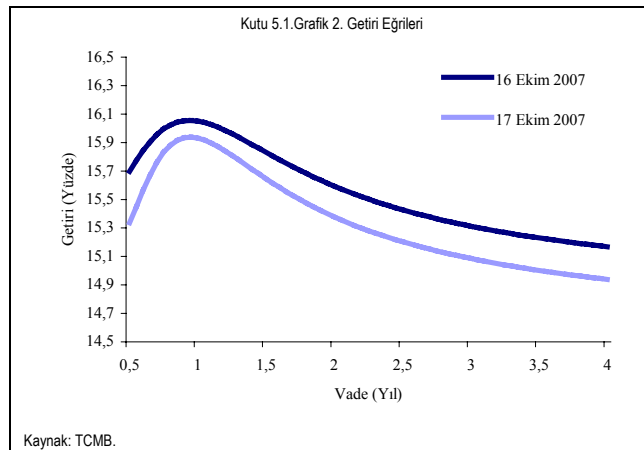
Getiri eğrilerinin en önemli kullanım alanlarından biri makroekonomik veri akışının finansal piyasadaki beklentileri nasıl etkilediğinin incelenmesidir. Sabit getirili senetler beklentilere göre fiyatlandırıldıkları için beklentileri değiştiren haberler bono fiyatlarını ve dolayısıyla getirileri de değiştirecektir. Her haberin öncesinde ve sonrasında beklenti anketi yapılamayacağı için ve daha da önemlisi, piyasada ortaya çıkan fiyatlar piyasa katılımcılarının kolektif beklentilerini yansıttığı için, belli bir haberin piyasaya ulaştığı anın öncesi ve sonrasındaki getiri eğrileri kıyaslanarak yapılan vaka çalışmaları beklentilerin nasıl değiştiğini göstermek bakımından çok faydalıdır. Örneğin, piyasalara ulaşan bilgi gecelik faiz beklentilerini ve risk algılamasını değiştirmiyorsa getiri eğrisinin önemli bir değişim göstermemesi beklenir. Bu çerçevede, aşağıda 13 Eylül 2007 ve 16 Ekim 2007 tarihlerinde Para Politikası Kurulu'nun gecelik faizlerini sırasıyla 25 ve 50 baz puan düşürdüğü dönemler incelenmiştir.

¹ Özge Akıncı, Burcu Gürçahan, Refet Gürkaynak, Özgür Özel, "Devlet İç Borçlanma Senetleri için Getiri Eğrisi Tahmini", Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:06/08, Aralık 2006.

13 Eylül 2007 tarihinde Para Politikası Kurulu politika faizlerini 25 baz puan indirmiştir. Karar öncesi anketlere bakıldığında piyasaların indirim beklemediği görülmektedir. Söz konusu karar piyasalar açısından sürpriz olarak değerlendirilebildiğinden, getiri eğrisi analizi için ilginç bir örnek teşkil etmektedir. Kutu 5.1.Grafik 1 karar sonrasında getiri eğrisinin aşağı kaymış olduğunu ve uzun vadeli faizlerdeki düşüşün kısa vadedekilerden daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu gözlem, Eylül ayındaki faiz indirimi sonrasında enflasyon ve para politikasının gelecekteki seyrine yönelik beklentilerin olumlu yönde güncellendiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede Eylül ayındaki faiz indiriminin güçlü bir sinyal etkisi yarattığı görülmektedir.



İkinci örnek olarak, 16 Ekim 2007 tarihindeki 50 baz puanlık politika faizi indirimi incelenmektedir. Piyasanın önemli bir kısmı 25 baz puanlık bir indirim beklediği için, bu kararın da kısmi bir sürpriz olduğu ve bir miktar "haber" etkisi içerdiği ifade edilebilir. Kutu 5.1.Grafik 2'de, 16 Ekim 2007'de politika faizlerinin indirilmesinden bir gün sonra getirilerin daha aşağıda oluştuğu görülmektedir. Bir önceki ayda olduğu gibi, getiriler her vadede aşağı inmiş, ancak bir önceki aydan farklı olarak, getirilerdeki düşüş her vadede yaklaşık aynı oranda olmuştur. Bir diğer ifadeyle, Ekim ayındaki faiz kararı ve sonrasında yapılan açıklama gelecek döneme ilişkin beklentilerde belirgin bir değişime neden olmamıştır.



Ayrıca bir yıldan uzun vadeler için getiri eğrisinin eğiminin negatif olması, ekonomik birimlerin orta vadede enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğini beklediklerini göstermektedir.

6. Kamu Maliyesi

2007 yılı Ocak-Eylül döneminde merkezi yönetim bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesi gerçekleştirmeleri 2006 yılının aynı dönemine kıyasla belirgin bir kötüleşmeye işaret etmektedir. Bununla birlikte, 2007 yılında tarımsal amaçlı transferler gibi bir takım harcamalar öne çekilerek yapılmıştır. Bu çerçevede, yılın geri kalan bölümünde harcamalarda belirgin bir kısıtlamaya gidilmesi halinde yıl sonu ödeneklerinin aşılmayacağı düşünülmektedir.

2002 yılından itibaren mali disiplinin kararlı bir şekilde sürdürülmesi bir taraftan iç talepte kontrollü bir artış sağlanmasına destek olmuş, diğer taraftan enflasyon beklentilerinin makul seviyelerde oluşmasında etkili olmuştur. Ancak, 2007 yılının ilk yarısında kamu harcamalarında hızlanma gözlenmiş ve GSYİH büyümesine önemli oranda katkıda bulunmuştur. Bu eğilimin yılın ikinci yarısında da devam etmesi halinde maliye politikasının son yıllarda makroekonomik istikrarın sağlanmasında oynadığı belirleyici rolünün azalması riski ortaya çıkacaktır. Yılın kalan kısmında ve 2008 yılında mali uyum için gerekli ayarlamaların dolaylı vergilerden ziyade kamu harcamalarındaki artışı sınırlayıcı tedbirler yoluyla yapılması halinde enflasyondaki düşüş hızlanacaktır.

Son yıllarda, sıkı maliye politikasından elde edilen kazanımların kalıcı hale gelebilmesi ve kamu borç stokunun daha düşük düzeylere indirilmesi için sosyal güvenlik, vergi ve işgücü piyasası gibi alanlardaki yapısal reformların etkin bir şekilde uygulamaya konması büyük önem taşımaktadır. Söz konusu alanlardaki yapısal reformlar, bir yandan kamu maliyesini daha sağlıklı temellere kavuşturacak, diğer yandan ekonomide rekabetçi bir yapının yerleşmesi ve dolayısıyla bazı sektörlerdeki enflasyon katılıklarının ortadan kalkmasına yardımcı olarak para politikasının etkinliğinin artırılmasına destek verecektir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

2007 yılı Ocak-Eylül döneminde merkezi yönetim faiz dışı dengesi 30,6 milyar YTL fazla verirken, toplam bütçe dengesi 12,2 milyar YTL açık vermiştir (Tablo 6.1). Merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmelerinin ayrıntıları incelendiğinde, gelirlerin 2006 yılı aynı dönemine göre yüzde 10,7 oranında, giderlerin ise yüzde 19,0 oranında artış gösterdiği dikkat çekmektedir.

Ocak-Eylül döneminde vergi dışı gelirler yüzde 16,6 oranında artarken, vergi gelirlerindeki artış yüzde 9,5 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla, kurumlar vergisi tahsilatında görülen yüzde 18,7 oranındaki artışta Ağustos ayındaki yüzde 86,1 oranındaki yüksek artış belirleyici olmuştur. Bu gelişmede, 2006 yılı ortalarında kurumlar vergisi oranının yüzde 20'ye düşürülmesi sonucunda önceki aylarda yüzde 30 üzerinden tahsil edilen kurumlar vergisinin Ağustos ayında bir kısmının mahsuplaşmaya gidilerek ödenmemiş olmasının yarattığı baz etkisinin yanında şirket kârlarının ikinci çeyrekte yükselmiş olması da önemli rol oynamıştır. Dahilde alınan KDV tahsilatının 2007 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı oranda artış göstermesinde, yurt içi talepteki yavaşlama ile 1 Haziran itibarıyla çeşitli gıda ürünlerinde KDV oranının yüzde 18'den yüzde 8'e düşürülmüş olması etkili olmuştur. İthalatından alınan KDV'de ise yılın ilk yarısında ithalat artışındaki yavaşlamaya paralel olarak sınırlı oranda bir artış gerçekleşmiştir.

Ocak-Eylül döneminde 2006 yılının aynı dönemine göre faiz giderleri ve faiz dışı bütçe giderleri sırasıyla yüzde 13,7 ve yüzde 21,1 oranında artmıştır. Faiz hariç gider kalemleri ana başlıklar altında incelendiğinde, gerçekleşme oranlarının mal ve hizmet alım giderleri dışında genel olarak yıl sonu hedefleriyle uyumlu olduğu görülmektedir. Cari transferler ana kalemi altında yer alan tarımsal amaçlı transfer ödeneklerinin ise tamamına yakınının ilk dokuz ay itibarıyla kullanıldığı dikkat çekmektedir. Bununla birlikte, tarımsal amaçlı transfer ödemelerinin öne alınarak yapıldığı bilinmektedir.

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar YTL)

| | 2006 Ocak- Eylül | 2007 Ocak- Eylül | Artış Oran(Yüzde) | Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde) | 2007 Bütçe Hedefi | 2007 Bütçe Hedefi/GSMH ¹ |
|---|---------------------|---------------------|----------------------|---|----------------------|--|
| Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri | 129,42 | 153,96 | 19,0 | 75,1 | 205,0 | 32,5 |
| A) Faiz Giderleri | 37,63 | 42,77 | 13,7 | 80,8 | 52,9 | 8,4 |
| B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri | 91,80 | 111,19 | 21,1 | 73,1 | 152,0 | 24,1 |
| I. Personel Giderleri | 28,20 | 33,04 | 17,2 | 75,7 | 43,7 | 6,9 |
| II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri | 3,56 | 4,09 | 15,0 | 40,5 | 10,1 | 1,6 |
| III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri | 11,12 | 13,63 | 22,6 | 87,5 | 15,6 | 2,5 |
| 1) Savunma-Güvenlik | 3,57 | 4,09 | 14,5 | 50,1 | 8,2 | 1,3 |
| 2) Sağlık Harcamaları | 4,09 | 4,67 | 14,4 | - | 0,2 | 0,0 |
| a) Genel İlaç Giderleri | 0,56 | 0,63 | 12,4 | - | 0,1 | 0,0 |
| b) Genel Tedavi ve Sağlık Malzemesi Giderleri | 1,12 | 1,12 | 0,0 | - | 0,1 | 0,0 |
| c) Yeşil Kart Sağlık Hizmetleri | 2,40 | 2,92 | 21,6 | - | 0,0 | 0,0 |
| 3) Diğer Mal ve Hizmet Alım Giderleri | 3,39 | 4,82 | 42,2 | 67,5 | 7,1 | 1,1 |
| IV. Cari Transferler | 37,80 | 47,69 | 26,2 | 78,4 | 60,9 | 9,6 |
| 1) Görev Zararları | 5,73 | 0,89 | -84,4 | 75,2 | 1,2 | 0,2 |
| 2) Hazine Yardımları | 16,06 | 27,24 | 69,6 | 78,9 | 34,5 | 5,5 |
| 3) Hane Halkına Yapılan Transferler | 0,53 | 0,70 | 32,1 | 75,7 | 0,9 | 0,1 |
| 4) Tarımsal Amaçlı Transferler | 4,38 | 5,13 | 17,1 | 97,6 | 5,3 | 0,8 |
| 5) Gelirden Ayrılan Paylar | 10,25 | 12,45 | 21,5 | 73,4 | 17,0 | 2,7 |
| V. Sermaye Giderleri | 6,04 | 7,55 | 25,0 | 62,4 | 12,1 | 1,9 |
| VI. Sermaye Transferleri | 2,02 | 2,63 | 30,2 | 72,0 | 3,6 | 0,6 |
| VII. Borç Verme | 3,06 | 2,56 | -16,3 | 69,2 | 3,7 | 0,6 |
| VIII. Yedek Ödenekler | 0,00 | 0,00 | - | 0,0 | 2,4 | 0,4 |
| Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri | 128,04 | 141,79 | 10,7 | 75,4 | 188,2 | 29,8 |
| A) Genel Bütçe Gelirleri | 124,83 | 138,25 | 10,8 | 75,4 | 183,5 | 29,1 |
| I-Vergi Gelirleri | 102,01 | 111,66 | 9,5 | 70,6 | 158,2 | 25,1 |
| 1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler | 28,70 | 34,22 | 19,2 | 75,5 | 45,3 | 7,2 |
| a) Gelir Vergisi | 20,57 | 24,56 | 19,4 | 73,5 | 33,4 | 5,3 |
| b) Kurumlar Vergisi | 8,14 | 9,66 | 18,7 | 81,0 | 11,9 | 1,9 |
| 2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler | 2,82 | 3,19 | 13,3 | 87,6 | 3,6 | 0,6 |
| 3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri | 44,83 | 46,96 | 4,8 | 68,2 | 68,8 | 10,9 |
| a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi | 12,31 | 12,53 | 1,8 | 62,0 | 20,2 | 3,2 |
| b) Özel Tüketim Vergisi | 27,64 | 28,75 | 4,0 | 70,0 | 41,1 | 6,5 |
| 4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler | 20,33 | 21,06 | 3,6 | 65,7 | 32,1 | 5,1 |
| a) İthalde Alınan Katma Değer Vergisi | 18,75 | 19,19 | 2,3 | 64,9 | 29,6 | 4,7 |
| II-Vergi Dışı Gelirler | 23,39 | 26,60 | 16,6 | 105,1 | 25,3 | 4,7 |
| 1. Teşebbüs ve Mülkiyet Geliri | 6,39 | 6,88 | 7,8 | 88,0 | 7,8 | 1,8 |
| 2. Faizler, Paylar ve Cezalar | 15,96 | 12,11 | -24,1 | 83,8 | 14,4 | 2,4 |
| 3. Alınan Bağışlar ve Yardımlar ile Özel Gelirler | 0,22 | 1,60 | 618,6 | 333,2 | 0,5 | 0,1 |
| 4. Sermaye Gelirleri | 0,25 | 6,01 | 2284,9 | 234,1 | 2,6 | 0,4 |
| B) Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri | 2,16 | 2,24 | 3,5 | 68,5 | 3,3 | 0,5 |
| C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri | 1,05 | 1,30 | 23,7 | 90,2 | 1,4 | 0,2 |
| Bütçe Dengesi | -1,38 | -12,17 | 779,1 | 72,3 | -16,8 | -2,7 |
| Faiz Dışı Dengesi | 36,24 | 30,60 | -15,6 | 84,7 | 36,1 | 5,7 |

¹2007 yılı için GSMH artış oranı, 2007 yılı DPT Programı'ndan alınmıştır.

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Eylül ayı itibarıyla, sağlık harcamaları 2007 yılı başlangıç ödeneğini önemli miktarda aşmış bulunmaktadır. Bu durum, 2007 yılında sosyal güvenlik reformunun uygulamaya gireceği varsayımıyla, kamu personeli ile yeşil kartlıların tedavi ve ilaç giderleri ödeneğinin ilgili kalemlerine değil de sosyal güvenlik kurumu bütçesine konulmasından kaynaklanmaktadır.

Diğer yandan, geçici işçilerin kadroya alınması, program hedeflerinin üzerinde belirlenen buğday ve fındık alım fiyatları, Sosyal Güvenlik Kurumu çatısı altındaki kişilerin Kurum'la sözleşme imzalayan tüm sağlık kuruluşlarının hizmetlerinden yararlanmasına imkan tanınması, kamu işçilerine verilen enflasyon hedefi üzerindeki ücret artışları ve çiftçilere 40 ilde kuraklık desteği ödenecek olması gibi harcama arttırıcı uygulamaların etkilerinin yılın geri kalanında da gözlenmeye devam etmesi beklenmektedir.

17 Ekim 2007 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisine (TBMM) sunulan merkezi yönetim bütçe tasarısına göre 2008 yılında merkezi yönetim bütçe giderlerinin 2007 yılı gerçekleşme tahminine göre yüzde 9,6 oranında artarak 222,3 milyar YTL, bütçe gelirlerinin ise yüzde 8,8 oranında artış göstererek 204,6 milyar YTL olması hedeflenmektedir. Ayrıca, faiz dışı fazlanın 38,2 milyar YTL, bütçe açığının ise 17,8 milyar YTL olacağı öngörülmektedir.

2006 yılında, program tanımlı konsolide kamu sektörü toplam dengesi ve faiz dışı dengesi, ayarlanmış program hedeflerinin sırasıyla 5,3 milyar YTL ve 1,7 milyar YTL üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 6.2). 2007 yılı Nisan ayı itibarıyla ise faiz dışı denge 9,4 milyar YTL fazla vermesine karşılık program hedefinin 3,0 milyar YTL altında gerçekleşmiş ve performans kriteri niteliğindeki Nisan hedefi tutturulamamıştır. Ağustos ayı itibarıyla program tanımlı merkezi yönetim faiz dışı dengesinin sadece 17,4 milyar YTL fazla vermiş olması, 2007 yılı sonu için öngörülen 32,3 milyar YTL tutarındaki program tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi hedefinin tutturulmasının mümkün olmayacağına işaret etmektedir.

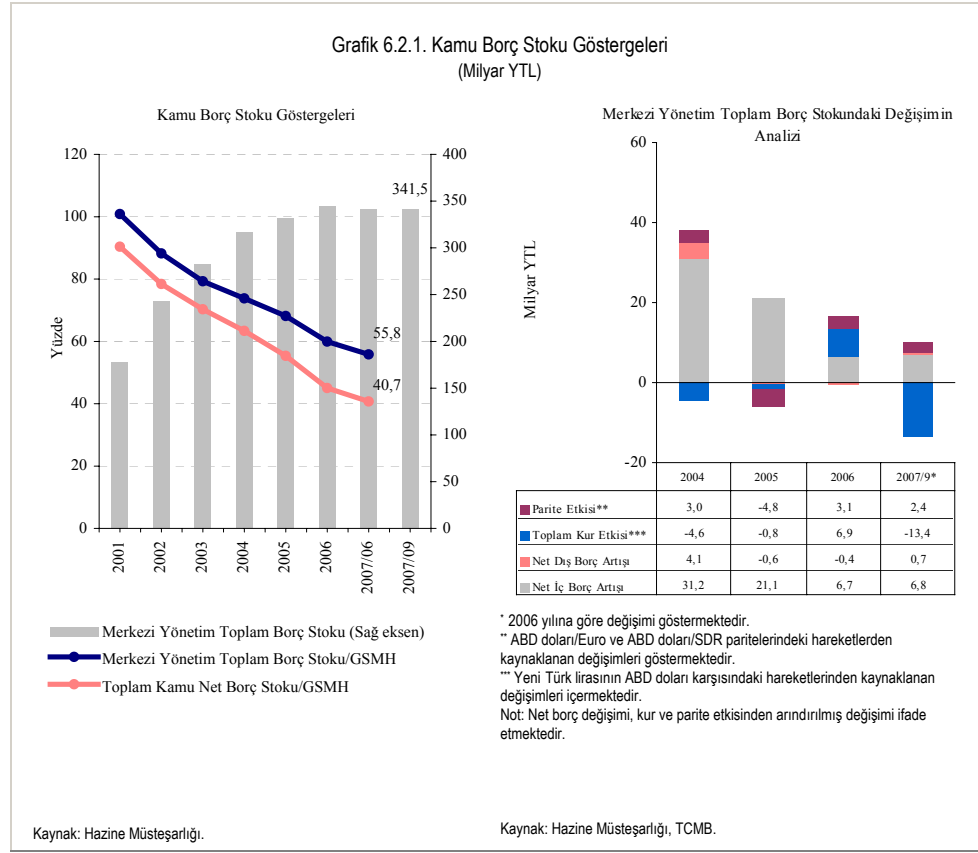
Tablo 6.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü
(Kümülatif, Milyar YTL)*

| Gerçekleşmeler | | | | | | | |
|--|-------------|---------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|------------------|
| | 2005 | Mart- 2006 | Haziran- 2006 | Eylül- 2006 | Aralık- 2006 | Nisan- 2007 | Haziran- 2007 |
| Faiz Dışı Denge | 28,3 | 10,6 | 25,0 | 33,3 | 36,2 | 9,4 | 15,5 |
| Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç) | 23,6 | 8,4 | 22,1 | 31,4 | 34,6 | 7,3 | 12,6 |
| Merkezi Yönetim Bütçesi | 24,1 | 7,6 | 20,4 | 30,6 | 33,5 | 5,7 | 10,2 |
| Toplam Denge | -4,2 | 1,2 | 7,1 | 2,1 | -1,2 | -6,6 | -5,1 |
| Merkezi Yönetim Bütçesi | -11,5 | -2,4 | 1,0 | -2,8 | -6,9 | -11,2 | -11,7 |
| Hedefler | | | | | | | |
| Program | | | | | | | |
| Faiz Dışı Denge | 30,5 | 7,6 | 17,3 | 29,3 | 34,1 | 12,3 | - |
| Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç) | 26,7 | 7,3 | 16,4 | 27,6 | 31,4 | 11,7 | - |
| Toplam Denge | -19,6 | -3,7 | -4,1 | -5,9 | -6,9 | -6,6 | - |
| Ayarlanmış Program | | | | | | | |
| Faiz Dışı Denge | 30,4 | 7,8 | 17,4 | 29,7 | 34,5 | 12,3 | - |
| Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç) | 26,7 | 7,5 | 16,4 | 28,1 | 31,8 | 11,7 | - |
| Toplam Denge | -19,7 | -3,4 | -3,9 | -5,5 | -6,5 | -6,6 | - |

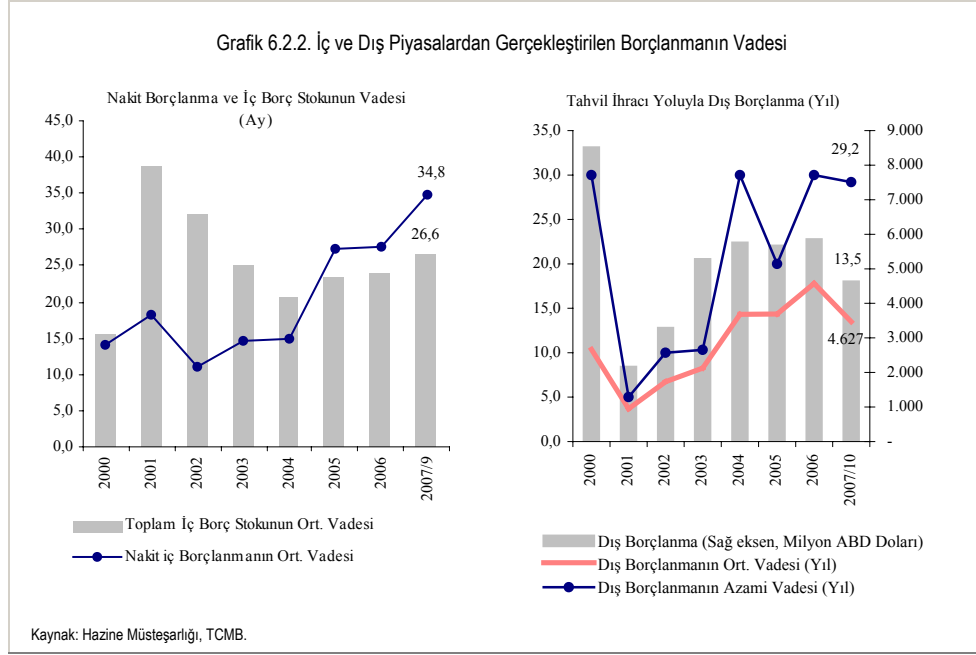
* 2007 yılı verileri geçicidir.
Not: **Konsolide Kamu Sektörü** = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fonlar (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.
Toplam Kamu = Konsolide Kamu Sektörü + Yerel Yönetimler + Döner Sermayeler + KKS Dışındaki KİT'ler
Ayarlanmış Program: Yıl sonu harcama hedeflerinin aşılması durumunda bir sonraki yıl faiz dışı harcama hedefleri aşılan miktar kadar aşağı yönlü ayarlanmaktadır.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku, 2007 yılı ilk dokuz ayı itibarıyla 2006 yılı sonuna göre yüzde 1,0 oranında düşüş göstererek, 341,5 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu düşüşün ayrıntıları analiz edildiğinde, net iç borç artışının 6,8 milyar YTL, parite etkisinin 2,4 milyar YTL, net dış borç artışının ise 0,7 milyar YTL artırıcı yönde oldukları görülmektedir. Bununla birlikte, toplam kur etkisinin 13,4 milyar YTL azaltıcı yönde gerçekleşmesi, merkezi yönetim borç stokundaki düşüşte belirleyici olmuştur. Diğer yandan, 2007 yılı ilk yarısı itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 40,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1).

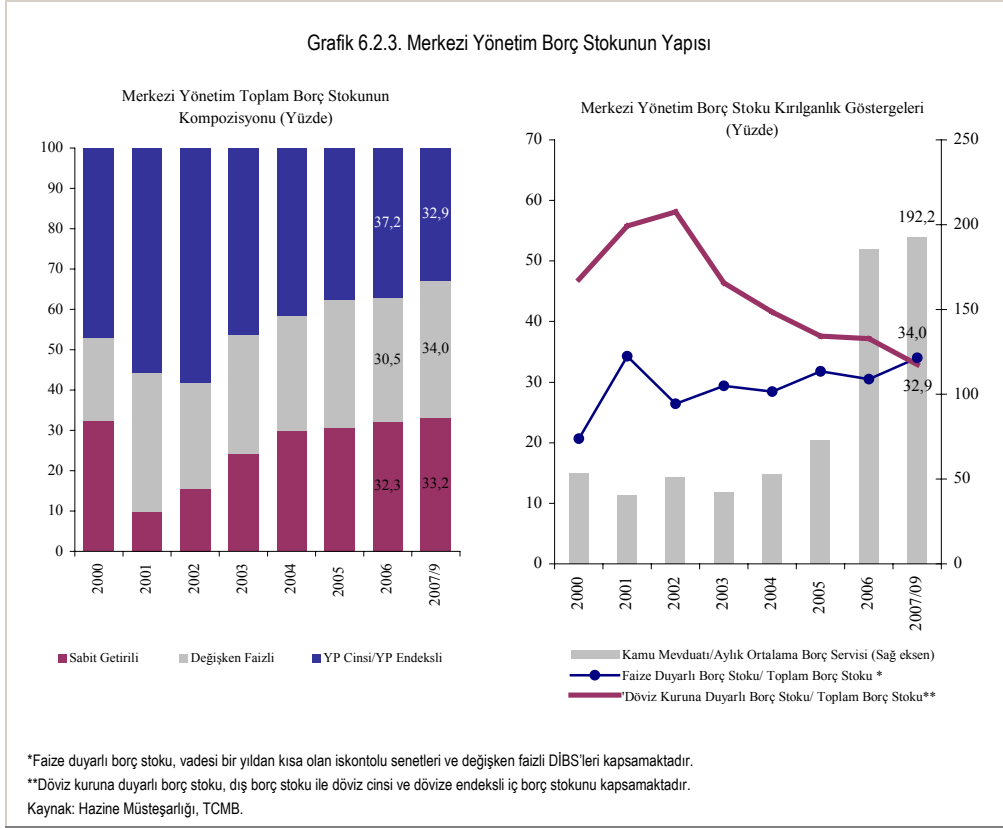


Nakit borçlanmanın ortalama vadesi, 2006 yılı Eylül ayından itibaren 5 yıl vadeli değişken ve sabit kuponlu senetlerin yeniden ihraç edilmeye başlanmasıyla birlikte belirgin bir uzama eğilimi göstererek, 2007 yılı Eylül ayında 34,8 ay olarak gerçekleşmiştir. Nakit borçlanmanın ortalama vadesinin uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de Eylül ayı itibarıyla 26,6 aya çıkmıştır. Ayrıca, 2007 yılında tahvil ihracı yoluyla 4,6 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 13,5 yıl olmuştur (Grafik 6.2.2).



2007 yılının ilk dokuz ayında, merkezi yönetim borç stoku içinde değişken faizli ve sabit getirili borç senetlerinin payı artarken, döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmıştır (Grafik 6.2.3). Döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endekli) olan kısım halen yüzde 32,9 gibi yüksek bir paya sahip olmakla birlikte, Hazine'nin, 2007 yılı borçlanma programına göre, net dış borç ödeyici konumunu sürdüreceği ve dövize endekli senet ihracı gerçekleştirmeyecek olmasının yanısıra döviz cinsi iç borç çevirme oranının yüzde 80 ile sınırlandırılmış olması, borç stokunun döviz kuruna olan duyarlılığının azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Diğer yandan, 2007 yılı Şubat ayından itibaren, Hazine TÜFE'ye endekli devlet tahvili ihracına başlamış olduğundan, önümüzdeki dönemde değişken faizli borç senetlerinin payının artmaya devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı, 2007 yılı Eylül ayı itibarıyla yüzde 192,2 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir.

Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı



7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş saptamalar ve varsayımlar özetlenmekte ve bunlarla uyumlu enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır. Ayrıca, enflasyon ve para politikası görünümünün farklılaşmasına yol açabilecek temel risk unsurları da analiz edilmektedir. Tahmin ufku iki yıl olarak belirlendiğinden, bu Rapor'da sunulan tahminler 2007 yılının dördüncü çeyreğinden 2009 yılının son çeyreğine kadar olan zaman dilimini içermektedir.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Orta vadeli tahminler için temel oluşturan varsayımlar, yurt içi iktisadi faaliyete ve dışsal faktörlere ilişkin olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Bu çerçevede oluşturulurken, Temmuz 2007 Raporu'ndan bu yana tahminler için temel oluşturan varsayımlar güncellenmiş ve önceki bölümlerdeki bilgi, analiz ve çözümlerle toplulaştırılarak sunulmuştur.

Yurt içi ekonomik faaliyetlere ilişkin varsayımlar, ekonominin mevcut dönemdeki durumu ile kısa vadedeki görünümüne dair saptamalara dayanmakta ve tahminlerin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. 2007 yılının ikinci üç aylık dönemine ilişkin açıklanan GSMH verileri, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere oldukça yakın gerçekleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde net dış talebin büyümeye katkısı, önceki dönemlere kıyasla azalmakla birlikte pozitif olmuş; kamu harcamalarındaki hızlı artış nedeniyle, yurt içi talebin büyümeye katkısı tahmin edilenin üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler geçmiş dönemlerin aksine toplam talep bileşiminin yurt içi talep lehine değişmekte olduğu işaretini vermekte ve bir önceki dönemle kıyaslandığında özel tüketim talebinde bir toparlanmaya işaret etmektedir. Buna bağlı olarak ithalatın yeniden yüksek oranlarda artmaya başlamasıyla birlikte, yılın ikinci yarısında net ihracatın büyümeye katkısının eksi yönde olması beklenmektedir. Ancak, kamu harcamalarının yıl sonu bütçe hedefleriyle uyumlu seyrederek yılın ikinci yarısında sınırlı bir oranda artacağı varsayımı altında toplam talepteki toparlanmanın sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. Para politikasındaki temkinli duruş göz önüne alındığında, tahminler oluşturulurken, toplam talep koşullarının, yılın ilk yarısına kıyasla daha az olmakla birlikte, enflasyondaki düşüş sürecine destek vermeye devam edeceği bir çerçevede oluşturulmuştur.

Tüketici enflasyonunda yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşen düşüş eğilimi, Temmuz 2007 Enflasyon Raporu'ndaki öngörülere paralel olarak, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Gıda fiyatları, mevsim normalleri dışında gerçekleşen hava koşulları ve uluslararası piyasalarda tarım fiyatlarındaki yükselişler nedeniyle hızlı artışına devam etmiştir. Buna rağmen, güçlü parasal sıkılaştırmanın özellikle hizmet ve dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki etkileriyle enflasyondaki düşüş eğilimi devam etmiş ve üçüncü çeyrek sonunda yıllık enflasyon belirsizlik aralığının içinde kalmıştır.

2007 yılı başından beri açıklanan Enflasyon Raporlarında vurguladığımız gibi, para politikasındaki sıkılaştırma sonucunda iç talep ve hizmet sektörü istihdamında gözlenen yavaşlamanın hizmet grubu fiyat artışları üzerindeki etkisi yılın üçüncü çeyreğinde iyice belirginleşmiştir. Hizmet grubunun geneline yayılan söz konusu düşüşün önümüzdeki dönemde de devam edeceği öngörülmektedir. Bunun yanında, tahminler oluşturulurken, 2007 yılının son çeyreğinde elektrige, 2008 yılının ilk çeyreğinde ise fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünlere yapılacak olası zamlar ve vergi ayarlamaları dikkate alınmıştır.

Eylül ve Ekim aylarında yapılan faiz indirimleriyle orta ve uzun vadeli faizlerde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Geline nokta para politikasının duruşunun enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam ettiği ancak bu desteğin yılın ilk üç çeyreğine kıyasla daha az olduğu değerlendirilmektedir.

Yurt içi iktisadi faaliyete ilişkin öngörülerimizin yanı sıra orta vadeli enflasyon tahminlerine girdi oluşturan diğer önemli değişkenler yurt dışı iktisadi faaliyetlere ilişkin verilerdir. Bu grupta, Euro bölgesinin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makroekonomik değişkenleri ile uluslararası emtia fiyatları ve küresel likidite koşullarının seyrine dair öngörüler yer almaktadır. Euro bölgesine ilişkin varsayımlar "Consensus Forecasts" sonuçlarının Ekim 2007 tarihli bülteninden derlenmiştir. Buna göre Euro bölgesindeki büyüme tahminlerinin, muhtemelen kredi piyasalarındaki sorunlar nedeniyle, aşağı yönlü revize edildiği gözlenmektedir. Bu çerçevede, Euro bölgesinin 2007 yılı büyüme tahminleri yüzde 2,7'den yüzde 2,6'ya, 2008 yılı tahminleri ise yüzde 2,2'den yüzde 2'ye düşürülmüştür. Tüketici fiyat enflasyonunun ise 2008 yılı sonuna kadar yüzde 2 düzeyinde kalacağı tahmin edilmektedir.

Yurt dışı parasal durumuyla ilgili varsayımlarda, ECB'nin, enflasyona ilişkin yukarı yönlü riskler nedeniyle 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren kademeli faiz artışlarına giderek para politikasını sıkılaştıracağı bir çerçeve esas alınmıştır. Euro bölgesi yanında, diğer gelişmiş ülkelerin para politikalarına ilişkin öngörüler ve uluslararası likidite koşullarının seyri de kritik bir önem taşıdığından tahmin sürecinde dikkatle değerlendirilmektedir.

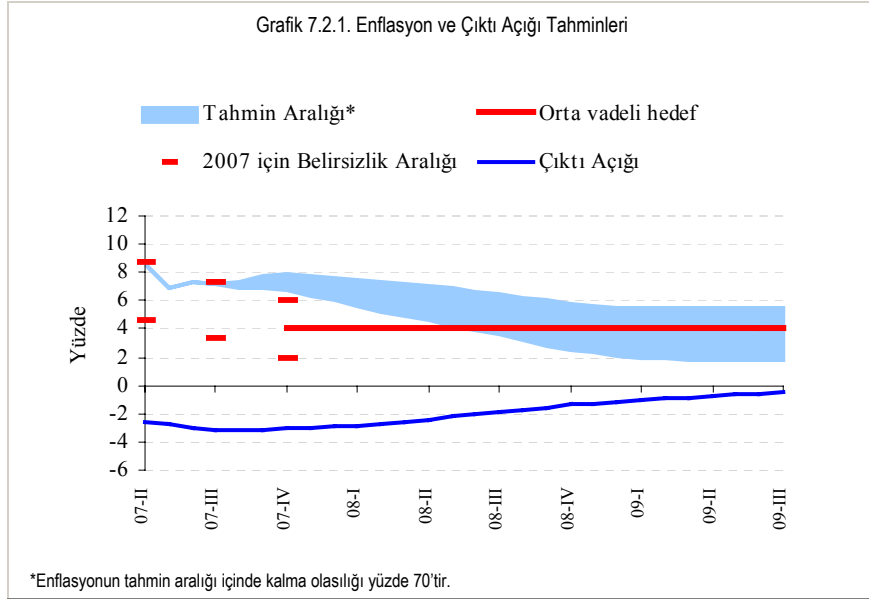
2007 yılı başından itibaren artış eğiliminde olan uluslararası ham petrol fiyatları, Temmuz 2007 Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlarımızın üzerinde seyretmektedir. Bu doğrultuda, Temmuz 2007 Enflasyon Raporu'nda 65 ABD doları olarak varsayılan ham petrol varil fiyatı, 70 ABD doları seviyesine yükseltilmiştir. Ham petrol fiyatlarına ilişkin öngörü yapmanın oldukça zor olması nedeniyle, tahminler üretilirken ham petrol varil fiyatının 70 ABD dolarında yatay bir seyir izleyeceği varsayılmıştır.

Ayrıca, 2008 yılı için açıklanan bütçe hedeflerine ulaşılabileceği, küresel ekonomideki yavaşlamanın yumuşak olacağı ve Türkiye'nin risk priminde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Rapor'un bu bölümünde, bir önceki bölümde açıklanan varsayım ve öngörüler çerçevesinde orta vadeli bir perspektif ile oluşturulan enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır.

Politika faizlerinin 2007 yılının kalan döneminde ve 2008 yılının ilk aylarında ölçülü olarak indirildiği ve sonrasında bir süre sabit tutulduğu varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2007 yılı sonunda yüzde 6,7 ile 7,9 arasında (orta noktası 7,3), 2008 yılı sonunda yüzde 2,5 ile 5,7 arasında (orta noktası 4,1), 2009 yılı üçüncü çeyreği sonunda ise yüzde 1,7 ile 5,5 arasında (orta noktası 3,6) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).



Bir önceki tahmin dönemine göre 2008 yıl sonu için yapılan yukarı yönlü güncelleme, vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyat artışlarına ilişkin varsayımlar ile kısa vadeli faizlerdeki indirim sürecinin öngörülenden erken başlamasından kaynaklanmaktadır. Eylül ayındaki faiz indiriminin ardından orta ve uzun vadeli faizlerde belirgin bir düşüş olmuştur. Faizlerdeki bu düşüşün, toplam talepteki toparlanmayı Temmuz 2007 Enflasyon Raporuna göre bir miktar daha hızlandıracağı öngörülmektedir. Bu gelişme Grafik 7.2.1'de enflasyon öngörüsüne temel teşkil eden çıktı açığı tahminlerine yansıtılmıştır. Bu sayede orta vadeli enflasyon üzerinde uluslararası gelişmelerden kaynaklanan aşağı yönlü riskler sınırlanmış ve önümüzdeki 1 yıl ile 2 yıl arasındaki döneme ilişkin enflasyon tahminleri ise yüzde 4 hedefine doğru yaklaşmıştır.

7.3. Riskler ve Para Politikası

TCMB'nin yayımladığı politika metinlerinde “para politikası duruşu” ile kastedilen sadece kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesi değildir. “Para politikası duruşu”, bugünden orta vadeye uzanan bir zaman diliminde kısa vadeli faizlerde izlenmesi muhtemel görülen bir patikayı ifade etmektedir. Enflasyon Raporları'nda politika duruşuna ilişkin telaffuz edilen patikanın, o andaki bilgi setine göre üretilmiş olduğu ve orta vadeli enflasyon görünümüne dair açıklanacak her yeni verinin para politikasının geleceğe yönelik duruşunun gözden geçirilmesine neden olacağı tekrar vurgulanmalıdır. Bir diğer ifadeyle, enflasyon görünümünü etkileyen değişkenlere dair öngörülenin dışındaki her

gelişme para politikası duruşunun yeniden tanımlanmasını gündeme getirecektir. Dolayısıyla, bugünkü bilgilerle oluşturulan para politikası duruşu ile ilgili varsayım kamuoyu tarafından geleceğe yönelik bir taahhüt olarak algılanmamalıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası duruşunun güncellenmesinin bir istisna değil bir norm olduğunun önemle altının çizilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, yukarıda orta vadeli öngörüler bölümünde ifade edilen para politikası varsayımı politika faizlerinin önümüzdeki aylarda kesintisiz olarak indirilmeye devam edileceği şeklinde bir taahhüt olarak algılanmamalıdır. Açıklanan verilere bağlı olarak politika faizlerinin önümüzdeki aydan itibaren bir süre sabit tutulması mümkün olabileceği gibi, şartların izin vermesi durumunda yukarıda ifade edilenden daha hızlı veya daha uzun süreli bir indirim süreci de gündeme gelebilecektir.

Bu konunun daha iyi anlaşılması açısından Kurul'un 14 Eylül kararı önemli bir örnek teşkil etmektedir: Hatırlanacağı gibi, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminler yılın son çeyreğinin başından itibaren kısa vadeli faizlerde ölçülü bir indirim yapıldığı varsayımı altında oluşturulmuştu. Bu varsayımın bir taahhüt olmadığı aynı Rapor'da "*... olası faiz indirimleri dış talebe, kamu harcamalarına ve orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen diğer değişkenlere dair veri ve bilgi akışına bağlı olarak, daha erken gündeme gelebileceği gibi daha ileriye de ertelenebilecektir.*" ifadesiyle açıkça belirtilmişti. Nitekim Kurul, hizmet sektörü enflasyonundaki iyileşmenin beklenenden olumlu olması ve ABD kredi piyasasındaki sorunların iç ve dış talebe ilişkin beklentileri aşağı yönlü çekmesiyle, son çeyreği beklemeden Eylül ayında ölçülü bir faiz indirimine gitmiştir.

Önümüzdeki dönemde enflasyon ve para politikasının görünümünün her iki yönde güncellenmesine neden olabilecek temel riskler şu şekilde özetlenebilir:

Uluslararası likidite koşullarındaki ve kredi piyasalarındaki gelişmeler yakından izlenmektedir. Bugün itibarıyla dünya ekonomisinde sert bir yavaşlama olmayacağı görüşü ön plana çıkmakta ve gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımında belirgin bir azalış gözlenmemektedir. Bununla birlikte finansal piyasalarda risklerin fiyatlanmasında halen güçlük yaşanması temkinli olunmasını gerektirmektedir. Önümüzdeki dönemde riskten kaçış eğiliminin derinleşmesi ve bu durumun gelişmekte olan piyasalara olan yatırım iştahını azaltması durumunda, TCMB, etkin likidite yönetimiyle ve gerektiğinde diğer

politika araçlarını kullanarak olası dalgalanmaların orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki etkilerini sınırlı tutmayı amaçlayacaktır.

Kredi piyasalarında yaşanan son dalgalanma bir önceki Enflasyon Raporu'nda toplam talep koşullarına ilişkin ifade edilen yukarı yönlü riskleri kısmen azaltmıştır. Bununla birlikte toplam talep gelişmelerine ilişkin her iki yönde de riskler bulunmaktadır. Yukarı yönlü riskler esas olarak uzun vadeli faizlerde son dönemde gözlenen aşağı yönlü hareketin kredi talebini ne ölçüde uyaracağı konusundaki belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, dünya ekonomisinde beklenenden hızlı bir yavaşlama olması durumunda, gerek dış talep gerekse finansman koşullarındaki muhtemel daralma nedeniyle iç talep beklenenden daha zayıf seyredebilecektir. Aşağı ve yukarı yönlü bu riskler nedeniyle TCMB önümüzdeki dönemde finansman koşulları ve kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir. Yurt dışı finansman koşullarının beklenenden daha olumlu seyretmesi ve iç talepte bir ivmelenme olması durumunda, politika faizlerinde daha temkinli bir duruş sergilenebileceği gibi munzam karşılıklar ve benzeri diğer politika araçlarına da başvurulabilecektir. Toplam talep üzerindeki aşağı yönlü risklerin ortaya çıkması durumunda ise politika duruşu da enflasyona ilişkin aşağı yönlü riskleri giderecek şekilde güncellenebilecektir.

Orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümü oluşturulurken 2008 yılı bütçesindeki harcama hedeflerine bağlı kalınacağı varsayılmıştır. Bu varsayımdan sapmalar enflasyon ve para politikası görünümünü etkileyebilecektir. 2008 yılında gelirler politikasının enflasyon hedefi ile büyük ölçüde uyumlu yürütülecek olması, beklentilerin ve iç talebin yönetimi açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak faiz dışı bütçe dengesindeki sapmanın kısmen giderilmesine yönelik çabaların daha çok dolaylı vergi artışına yönelmesi, enflasyonun tahmin edilebilirliği açısından risk oluşturmaktadır.

Gıda fiyatlarındaki artışlar enflasyon görünümüne ilişkin önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Orta vadeli tahminlerimiz gıda fiyatlarındaki artışın kademeli olarak yavaşlayarak hedef enflasyon düzeylerine yaklaşacağını varsaymaktadır. Ancak, 2007 yılında tahıl ürünlerindeki üretim kayıplarının sürmesi ve gıda fiyat artışının küresel bir eğilime dönüşmesi yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Diğer yandan, gıda fiyatlarında oluşan yüksek baz aşağı yönlü bir düzeltme olasılığını yükseltmiştir. TÜFE içinde gıda fiyatlarının ağırlığının yüksek olması ve gıda fiyatlarındaki oynaklığın sürmesi,

enflasyon tahminlerine ilişkin her iki yönde de risk oluşturmaktadır. TCMB, ikincil etkiler sınırlı kaldığı sürece gıda fiyatlarındaki gelişmelere tepki vermeyecektir.

Enerji fiyatlarındaki gelişmelerin orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki etkisine ilişkin belirsizlikler bulunmaktadır. Yakın dönemde elektrik fiyatlarında yüksek oranlı bir artış gerçekleşebilecektir. TÜFE içinde bir diğer enerji kalemi olan su fiyatları ise yine yılın son çeyreğinde il bazında farklılaşsa da yüksek artışlar göstermektedir. Bunun yanında uluslararası petrol fiyatlarındaki artış da devam etmektedir. Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları olumsuz etkilenmediği sürece, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin orta vadeli enflasyon üzerindeki etkileri sınırlı kalacaktır. Ancak, enerji fiyatlarının iktisadi faaliyetlerde önemli bir girdi teşkil etmesi nedeniyle enerji fiyatlarına ilişkin risklerin TCMB'yi faiz indirimlerinde görece olarak daha ihtiyatlı olmaya sevk ettiği de belirtilmelidir. Diğer yandan, elektrikte maliyet temelli otomatik fiyatlamaya geçilmesi halinde hem arz güvenliği hem de fiyat istikrarı üzerindeki riskler azaltılmış olacaktır.

Enflasyonla mücadelede son yıllarda önemli mesafeler alınmıştır. Ancak, gelinen noktayı fiyat istikrarı olarak tanımlamak henüz mümkün değildir. TCMB para politikası araçlarını, fiyat istikrarını sağlamak ve dolayısıyla toplumun uzun vadedeki refahının artmasına katkıda bulunmak amacıyla kullanmaya devam edecektir. Bu doğrultuda, diğer ekonomik birimlerin de kısa vadeli çıkarlar uğruna uzun vadeli kalıcı kazanımlardan ödün vermemeleri makroekonomik istikrara ulaşmanın maliyetini azaltacaktır.

Fiyat istikrarına giden yolda para politikasının yanında maliye politikalarının ve yapısal reformların desteği de kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların devamlılığı önemini korumaktadır. Özellikle mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

GRAFİKLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME

| | |
|---|---|
| Grafik 1.1.1. Fiyat Gelişmeleri (TÜFE ve ÖKTG-H) | 2 |
| Grafik 1.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri | 5 |

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

| | |
|---|----|
| Grafik 2.1.1. Para Politikası Faiz Oranları | 12 |
| Grafik 2.1.2. Enflasyon Oranları | 12 |
| Grafik 2.2.1. VIX Endeksi | 14 |
| Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi | 14 |
| Grafik 2.2.3. Gelişmiş Ülke Tahvil Getirileri (30-yıl) | 15 |
| Grafik 2.2.4. EMBI+ Gelişmeleri | 15 |
| Grafik 2.2.5. Gelişmiş Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri | 16 |
| Grafik 2.2.6. Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri | 16 |
| Grafik 2.2.7. Emtia Fiyatları Gelişmeleri | 17 |
| Grafik 2.2.8. Petrol Fiyatları | 19 |

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

| | |
|---|----|
| Grafik 3.1.1. Hedefle Uyumu Patika ve Yıllık TÜFE Enflasyonu | 21 |
| Grafik 3.1.2. Tüketici Fiyatları | 22 |
| Grafik 3.1.3. Mal Grubu Fiyatları | 22 |
| Grafik 3.1.4. Enerji Fiyatları | 23 |
| Grafik 3.1.5. Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatları | 24 |
| Grafik 3.1.6. Dayanıklı Tüketim Malları Üretici ve Tüketici Fiyatları | 24 |
| Grafik 3.1.7. Giyim ve Giyim Eşyası İmalatı Fiyatları | 25 |
| Grafik 3.1.8. Giyim Fiyatları ve Giyim Eşyası İhracat Miktarı | 25 |
| Grafik 3.1.9. İşlenmiş Gıda ve Ekmek-Tahıllar Grubu Fiyatları | 26 |
| Grafik 3.1.10. Hizmet Grubu Fiyatları | 27 |
| Grafik 3.1.11. Hizmet Grubu Fiyatları | 27 |
| Grafik 3.1.12. TÜFE ve İşlenmemiş Gıda Dışı TÜFE (ÖKTG-B) | 28 |
| Grafik 3.1.13. Gıda ve Gıda Ürünleri Fiyatları Dışı TÜFE | 28 |
| Grafik 3.1.14. Mevsimsellikten Arındırılmış ÖKTG-H | 29 |
| Grafik 3.1.15. ÖKTG-H Mal ve Hizmet Fiyatları | 29 |
| Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri | 30 |

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

| | |
|--|----|
| Grafik 4.1.1. GSYİH Yıllık Büyümesine Katkıları | 31 |
| Grafik 4.1.2. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları | 33 |
| Grafik 4.1.3. İç ve Dış Piyasaya Yapılan Beyaz Eşya Satışları | 33 |
| Grafik 4.1.4. Kimyasal Madde Ürünleri İmalatı | 34 |
| Grafik 4.1.5. Mobilya İmalatı | 34 |
| Grafik 4.1.6. Sermaye Malları İthalatı ve Ticari Araç Yurt İçi Satışları | 34 |
| Grafik 4.1.7. Makine-Teçhizat İmalatı | 35 |
| Grafik 4.1.8. Elektrikli Makine İmalatı | 35 |
| Grafik 4.1.9. Hizmetler Sektörü İstihdamı | 36 |
| Grafik 4.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH | 37 |
| Grafik 4.2.2. İhracat ve İthalat Büyüme Oranları | 38 |
| Grafik 4.2.3. İthalat Alt Kalemleri | 39 |
| Grafik 4.2.4. Çıktı Açığı | 40 |
| Grafik 4.3.1. İmalat Sanayiinde Reel Birim Ücret Endeksi | 42 |

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

| | |
|---|----|
| Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri | 43 |
| Grafik 5.1.2. Getiri Eğrileri | 44 |
| Grafik 5.1.3. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler | 45 |
| Grafik 5.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri | 45 |
| Grafik 5.1.5. Döviz Kuru Gelişmeleri | 46 |
| Grafik 5.1.6. Yabancı Finansal Kuruluşların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller | 46 |
| Grafik 5.1.7. Fazla YTL Likiditesi | 47 |
| Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSMH | 48 |
| Grafik 5.2.2. Tüketici Kredileri Faizleri | 49 |
| Kutu 5.1.Grafik 1. Getiri Eğrileri | 51 |
| Kutu 5.1.Grafik 2. Getiri Eğrileri | 51 |

6. KAMU MALİYESİ

| | |
|---|----|
| Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri | 58 |
| Grafik 6.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi | 59 |
| Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı | 60 |

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

| | |
|---|----|
| Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri | 64 |
|---|----|

TABLÖLAR

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

| | |
|---|----|
| Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları | 11 |
| Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası (LME) Gelişmeleri | 17 |
| Tablo 2.2.2. Ana Metaller ve Ham Petrol Stok Değerleri | 18 |
| Tablo 2.2.3. Bloomberg Temel Emtia Fiyatları Bileşik Tahminleri | 19 |

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

| | |
|---|----|
| Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları | 23 |
| Tablo 3.1.2. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları | 24 |
| Tablo 3.1.3. 2007 Yılı Bitkisel Üretim İlk Erken Tahminleri ve Tarım Sektörü Katma Değeri | 26 |
| Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi | 30 |

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

| | |
|--|----|
| Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri | 32 |
| Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri | 41 |

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

| | |
|---|----|
| Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar | 48 |
|---|----|

6. KAMU MALİYESİ

| | |
|---|----|
| Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri | 55 |
| Tablo 6.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü | 57 |

KISALTMALAR

| | |
|--------------|---|
| AB | Avrupa Birliđi |
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| BESD | Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi |
| BoJ | Japonya Merkez Bankası |
| CSRA | Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi |
| DİBS | Devlet İç Borçlanma Senedi |
| DPT | Devlet Planlama Teşkilatı |
| ECB | Avrupa Merkez Bankası |
| EMBI | Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi |
| Fed | Amerikan Merkez Bankası |
| GS | Goldman Sachs |
| GSMH | Gayri Safi Millî Hasıla |
| GSYİH | Gayri Safi Yurt İçi Hasıla |
| HICP | Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi |
| IEA | Uluslararası Enerji Ajansı |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KDV | Katma Değer Vergisi |
| KİFT | Kredi İflas Takası |
| KİT | Kamu İktisadi Teşekkülleri |
| KKS | Konsolide Kamu Sektörü |
| LME | Londra Metal Borsası |
| MSCI | Morgan Stanley Sermaye Endeksi |
| OPEC | Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu |
| OSD | Otomotiv Sanayii Derneđi |
| ÖKTG | Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri |
| PMI | İmalat Sanayi Aktivite Endeksi |
| PPK | Para Politikası Kurulu |
| TBMM | Türkiye Büyük Millet Meclisi |
| TCMB | Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| TİM | Türkiye İhracatçılar Meclisi |
| TÜFE | Tüketici Fiyat Endeksi |
| TÜİK | Türkiye İstatistik Kurumu |
| YTL | Yeni Türk lirası |