



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

## 2007-II



## İÇİNDEKİLER

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	1
1.1. Para Politikası ve Görünüm	1
1.2. Riskler	4
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	7
2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası	7
2.2. Uluslararası Piyasalar	10
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	17
3.1. Enflasyon	17
3.2. Beklentiler	24
<b>4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ</b>	29
4.1. Arz-Talep Dengesi	29
4.2. Dış Talep	33
4.3. İş Gücü Maliyetleri	37
<b>5. MALİ PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	39
5.1. Mali Piyasalar	39
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	43
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	49
6.1. Bütçe Gelişmeleri	49
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	52
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	57
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	57
7.2. Tahminler ve Para Politikası	60
7.3. Riskler	61



## 1. Genel Değerlendirme

2007 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyon yüzde 10,86 olarak gerçekleşmiş ve hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarının yüksek oranda artmaya devam etmesi, tütün ürünlerine yapılan zamlar, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki yansımalarının henüz belirginleşmiş olmaması ve döviz kurunun gecikmeli etkilerinin azalarak da olsa devam etmesi yıllık enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesine yol açmıştır.

İktisadi faaliyete dair açıklanan veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) Temmuz 2006 döneminden beri yayımladığı raporlarda ortaya koyduğu görünüm ile büyük ölçüde uyumludur. 2006 Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma sonrasında özel kesim talebinde belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Tüketim ve yatırım malları başta olmak üzere ithalat artışının yavaşlaması ve ihracatın güçlü performansına devam etmesiyle, net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak iç talepteki yavaşlamanın büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisini önemli oranda telafi etmiştir. Bunun yanında faiz dışı kamu harcamalarındaki artışlar da büyüme hızındaki yavaşlamayı sınırlayan bir diğer gelişme olmuştur. Net dış talep ve kamu harcamalarından gelen desteğe rağmen özel kesim iç talebindeki belirgin yavaşlamayla ekonominin büyüme hızı son 5 yıllık ortalamasının altına inmiştir.

### 1.1. Para Politikası ve Görünüm

Para Politikası Kurulu (Kurul), enflasyonun orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerinde olması, küresel ekonomideki belirsizlikler ve Haziran'dan itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerine ilişkin riskleri göz önüne alarak yılın ilk üç ayında para politikasının sıkı duruşunu korumuştur.

Para politikasındaki sıkı duruşun iç talep üzerindeki gecikmeli etkilerinin bir süre daha devam edeceği ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin süreceği öngörülmektedir. Öncü göstergeler, büyümenin alt bileşenlerinin önümüzdeki dönemde 2006 yılının ilk yarısına benzer bir görünüm sergilemeye devam ettiğine işaret etmektedir: Mevsimsellikten arındırılmış veriler, 2007 yılının ilk çeyreğinde özel tüketim harcamalarında önemli bir artış olmadığını göstermektedir. Yılın ikinci

çeyreğinde de özel kesim tüketim talebinde canlanma beklenmemektedir. Avrupa Bölgesi ekonomisinin istikrarlı büyümesi, euronun gücünü koruması ve verimlilik artışlarının devam etmesiyle ihracatın büyümeye olumlu katkısının süreceği tahmin edilmektedir.

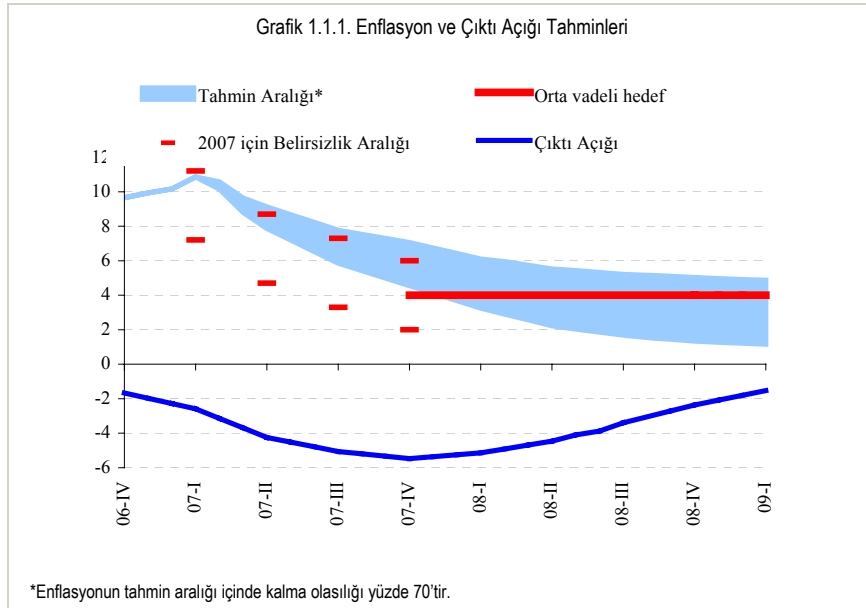
2007 yılında enflasyonun düşüş sürecine katkıda bulunabilecek bir diğer unsur, geçtiğimiz yılın ortalarında yaşanan döviz kuru dalgalanması ile enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri fiyat artışları gibi arz yönlü olumsuz gelişmelerin yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin–yeniden benzer olumsuz gelişmelerin baş göstermemesi şartıyla–önümüzdeki aylardan itibaren büyük ölçüde ortadan kalkacak olmasıdır.

Son üç ay içindeki makroekonomik gelişmelerin Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyum arz etmesine rağmen, enflasyon görünümünün güncellenmesine neden olan bazı gelişmeler de olmuştur:

- 2006 yılı büyümesinde yapılan revizyonlar gözönüne alınarak, çıktı açığı hesaplamaları 2006 yılının son çeyreği için Ocak ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Bir diğer ifadeyle, 2006 yılındaki talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine verdiği gecikmeli katkıların Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ifade edilenden bir miktar daha düşük olabileceği değerlendirilmiştir.
- 2007 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında beklenen düzeltme hareketi henüz gözlenmemiştir. Tütün ürünleri fiyatlarında ise vergi ayarlaması kaynaklı yükselişler gerçekleşmiştir. Ayrıca hizmet fiyatlarının eğiliminde bir miktar iyileşme görülse de yıllık hizmet enflasyonundaki düşüş öngörülenden yavaş olmuştur. Bu gelişmeler sonrasında Mart ayı sonu itibarıyla yıllık enflasyon Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda belirtilen tahminin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede yıllık enflasyona ilişkin yakın dönem tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir.
- Son üç ay içinde petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketlenmesiyle petrol fiyatlarına ilişkin varsayım, 55 ABD dolarından 60 ABD dolarına yükseltilerek güncellenmiştir.

Ocak ayı Enflasyon Raporu'nun "riskler" bölümünde, enflasyonun düşüş yönünde beklenenden daha güçlü bir direnç göstermesi halinde para politikasının sıkı duruşunun uzun bir süre korunmasının gerekebileceği ifade edilmişti. Nitekim, yukarıda özetlenen güncellemeler ve enflasyon beklentileri ile hizmet fiyat enflasyonuna ilişkin ilk çeyrek verileri, orta vadeli görünümün hedeflerle uyumu açısından, para politikasında Ocak ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir duruşun gerekebileceğine işaret etmiştir. Bu çerçevede, Rapor'da sunulan tahminler, faizlerin yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde sabit tutulduktan sonra son çeyreğinden itibaren indirildiği ancak, bu indirimlerin Ocak ayında ifade edilen patikaya kıyasla daha ölçülü gerçekleştiği varsayımına göre oluşturulmuştur. Bir diğer ifadeyle Kurul, Mart ayı toplantısından sonraki açıklamasında işaretini verdiği ve Nisan ayı toplantısı sonrasında da açıkladığı gibi, orta vadeli hedeflere ulaşılabilmesini teminen, temkinli duruşun güçlendirildiği bir politika perspektifi öngörmüştür.

Bu çerçevede oluşturulan projeksiyonlara göre, enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci çeyreğinde belirginleşeceği; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2007 yılı sonunda yüzde 4,5 ile 7,1 (orta noktası 5,8) arasında, 2008 yılı sonunda ise yüzde 1,3 ile 5,0 (orta noktası 3,2) arasında kalacağı tahmin edilmektedir (Grafik 1.1.1). Bu tahminlerden çıkarılabilecek ana mesaj, mevcut veriler ışığında, enflasyonun orta vadeli hedef olan yüzde 4'e yakınsaması için para politikasının sıkı duruşunun bir müddet daha korunması gerektiğidir.



Burada önemle vurgulanması gereken nokta, politika faizlerine ilişkin bu perspektifin mevcut bilgi seti ve varsayımlar altında türetilmiş olduğu ve TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığıdır. Dolayısıyla, tahminlere baz oluşturan ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde para politikası perspektifi de değişebilecektir. Tahminlerin arka planındaki varsayımlara ve saptamalara ilişkin ayrıntılı bilgiler, Rapor'un son bölümünde sunulmaktadır.

### *1.2. Riskler*

Son üç çeyrek içinde açıklanan verilerin 2006 Temmuz ayından bugüne yayımlanan enflasyon raporlarında yer alan makroekonomik gelişmelere ilişkin öngörülerle büyük ölçüde uyumlu olduğu görülmektedir. 2006 yılının ikinci yarısındaki parasal sıkılaştırmanın talep üzerindeki etkileri, özellikle dayanıklı tüketim malları ve makine-teçhizat yatırımı harcamalarında net olarak görülmeye başlamıştır. Özel kesim harcamalarının artış hızı önemli ölçüde yavaşlarken ihracatın güçlü performansına devam etmesiyle net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak iç talepteki yavaşlamanın etkisini sınırlamıştır. Bununla beraber, aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler enflasyonun orta vadedeki görünümü konusunda risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Son dönemde faiz dışı kamu harcamalarındaki artışlar bu konudaki belirsizliği artırsa da harcamalarda kısıntıya gidilmesi yönünde alınan tedbirler olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Sonuç olarak toplam talep gelişmelerinin enflasyon üzerindeki etkisinin beklenenden daha düşük olma riski mevcuttur. Böyle bir riskin gerçekleşmesi durumunda TCMB'nin, politika perspektifini sıkılaştırma yönünde güncellemesi söz konusu olabilecektir.

Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin bir başka önemli risk unsuru da enflasyon beklentilerindeki katılığın ve geçmişe dönük fiyatlama alışkanlıklarının yeterince kırılmama olasılığıdır. Her iki durum da enflasyonun aşağı inme konusunda tahmin edilenden daha güçlü bir direnç göstermesine yol açabilecektir. Son üç ay içinde enflasyon beklentilerindeki iyileşme süreci duraksama göstermiştir. Her ne kadar önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşün beklentilerdeki iyileşmeyi de beraberinde getireceği tahmin edilse de orta vadeli enflasyon beklentilerindeki katılığın devam etme olasılığı, ücretler ve fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümüne

ilişkin önemli bir risk oluşturmaktadır. Söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda para politikasındaki temkinli duruş daha uzun süre korunacaktır.

Küresel piyasalarda yaşanabilecek ani dalgalanmalar enflasyon görünümüne ilişkin risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. ABD ekonomisindeki belirsizliklerin devam etmesi ve küresel dengesizliklerin sürmesi zaman zaman gelişmekte olan ülkeleri etkileyebilecek piyasa dalgalanmalarına neden olabilmektedir. Bunun yanında ham petrol fiyatlarının ulaştığı yüksek seviyeler dış piyasalara ilişkin riskleri artırmaktadır. Öte yandan cari açığındaki artışın yavaşlaması ve Hazine'nin nakit varlıklarının yüksek seyretmesi, yaşanabilecek dalgalanmaların etkisini sınırlayabilecek gelişmelerdir. Bununla birlikte, belirsizlik algılamalarını artırabilecek şokların ortaya çıkması halinde, TCMB, şokun kaynağını belirledikten sonra orta vadeli bir perspektifle hareket edecek ve enflasyonun tekrar hedefe ulaşması için en uygun stratejiyi kamuoyuyla açıklıkla paylaşacaktır.

Ekonominin potansiyel büyüme hızının artırılarak sürdürülebilir bir yüksek büyüme hızına ulaşılması ve toplumsal refahın daha da artması için fiyat istikrarına ulaşılması büyük önem taşımaktadır. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin hedefle uyumlu hale gelmesi ve fiyat istikrarının sağlanması, para politikasının basiretli duruşunun devam etmesiyle mümkün olacaktır. Ekonomik birimlerin bu süreçte sabırlı olmaları ve kısa vadeli çıkarlar uğruna uzun vadeli kazanımları feda etmemeleri önem taşımaktadır.

Uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması açısından para politikasının yanında maliye politikası ve yapısal reformlar da kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Orta ve uzun dönemde mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler, gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir. Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.





## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

### 2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası

ABD ekonomisi 2006 yılının ilk çeyreğine yüzde 3,7 gibi yüksek bir büyüme oranı ile girmesine karşın, büyüme oranı yılın son çeyreğinde yüzde 3,1 düzeyine gerilemiştir. Temel olarak konut ve ipotek piyasalarından kaynaklanan büyüme hızındaki söz konusu yavaşlamanın 2007 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Yine bu piyasalardaki hareketlerin gelecekteki seyri yavaşlamanın bir resesyona dönüşüp dönüşmeyeceğini belirlemede etkili olacaktır. Büyümedeki yavaşlamanın enflasyon üzerinde olumlu etkisi görülmüş, çekirdek enflasyon son dönemlerde yavaşlama eğilimi göstermiştir. Bununla birlikte enerji fiyatlarındaki hareketlilik ve işgücü piyasasının sıkı seyrini sürdürmesi enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bu baskı dolaylı etkiler nedeniyle çekirdek enflasyona da yansımaktadır. Bu sebeple çekirdek enflasyon hala istenilen seviyelere ulaşamamıştır. Amerikan Merkez Bankası (Fed) tarafından belirlenen faiz oranları bir süredir yüzde 5,25 seviyesinde seyretmektedir. Büyümedeki yavaşlamaya rağmen bu oranın değişmemesi Fed'in temkinli bir para politikası izlediğine işaret etmektedir. Gelecek döneme ilişkin faiz kararları büyüme ve enflasyona ilişkin gelişmelere bağlı olarak şekillenecektir.

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

\* Tahmin.

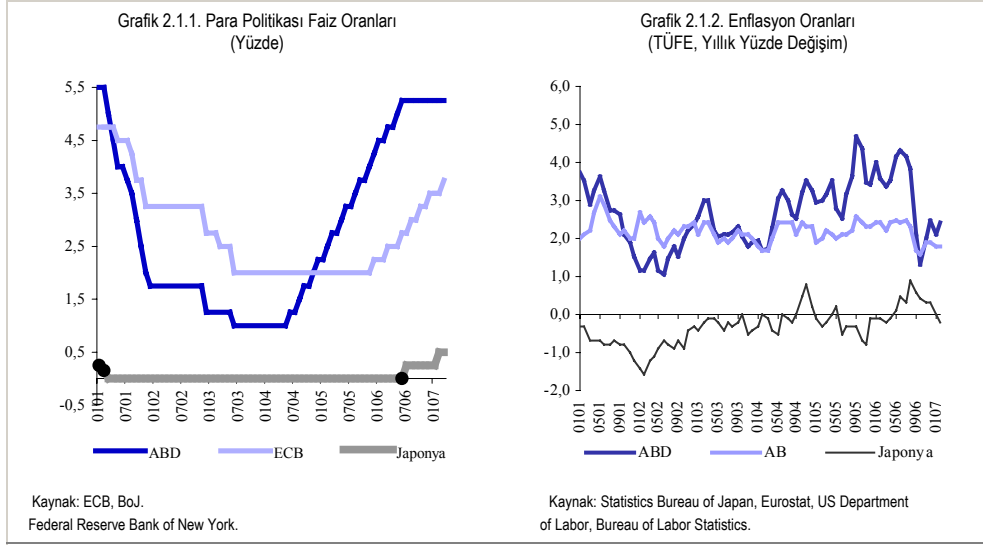
Kaynak: Consensus Forecasts, Eurostat, World Economic Outlook.

2006 yılının son çeyreğinde, ilk üç çeyreğin aksine ABD cari açığı azalma eğilimi göstermiştir. Gerek ABD'nin ticaret yaptığı ülkelerde gözlenen güçlü büyüme, gerekse de doların değer kaybetmesi cari açığın azalma eğilimine devam edeceğini işaret etmektedir. Bu gelişme küresel ekonomik denge açısından da olumlu olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, ABD ekonomisi artan gelirlere bağlı olarak son dönemde olumlu bir mali performans

sergilemiştir. Bu olumlu tablonun sosyal güvenlik ve sağlık reformlarıyla desteklenmesi ileriye dönük olumlu beklentileri güçlendirecektir.

Euro bölgesi, 2006 yılı dördüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,3 ve yıl genelinde yüzde 2,7 oranında büyümüştür (Tablo 2.1.1). Söz konusu dönemde iç talep, büyümenin en önemli belirleyicisi olmuştur. İç talep kaynaklı büyümenin en önemli bileşeni kâr marjlarındaki artış ve kredi genişlemesine paralel olarak hızlanan yatırımlar olmuştur. Buna ek olarak, 2006 yılında Almanya’da gerçekleşen Dünya Kupası ve Almanya’da 2007 yılı Ocak ayından itibaren uygulamaya başlanılan Katma Değer Vergisi (KDV) oranı artışı öncesinde öne alınan tüketim sebebiyle artış gösteren özel tüketim harcamaları büyümeye destek veren unsurlar olmuştur. Önümüzdeki dönemde, istihdamda kaydedilen artış ve işgücü piyasalarında gerçekleşen olumlu gelişmeler sonucunda reel harcanabilir gelirin artması ve buna bağlı olarak tüketim harcamalarında artış kaydedilmesi beklenmektedir. Ayrıca, olumlu finansman koşulları, artan şirket kazançları ve iş verimi artışlarının önümüzdeki dönemde yatırımları canlı tutacağı öngörülmektedir. Buna ek olarak, küresel büyüme oranlarının görece olarak dengeli hale gelmesi ile beraber ihracat talebinin ilerleyen dönemlerde de yükselerek büyümeyi destekleyici bir unsur olmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında, 2007 yılının ilk çeyreğinde Euro bölgesinin yüzde 2,8, 2007 genelinde ise yüzde 2,4 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Dalgalı bir seyir izlemekte olan petrol fiyatları, önümüzdeki döneme ilişkin Euro bölgesi büyüme sürecini yavaşlatacak en önemli risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.

Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) artış oranı, 2006 yılı Ağustos ayından itibaren ham petrol fiyatlarında meydana gelen düşüşle beraber gerilemiştir (Grafik 2.1.2). Enerji fiyatlarındaki düşüş enflasyon oranı üzerinde aşağı yönlü baskı unsuru oluştururken, Almanya’da gerçekleşen KDV oranlarındaki artış enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmıştır. Mevcut petrol fiyatları çerçevesinde baz etkisi sebebiyle 2007 yılı boyunca enflasyon oranının yüzde 2’nin altında gerçekleşeceği ve dalgalı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, söz konusu KDV artışının ikincil etkilerinin henüz gözlenmemiş olması ve olası petrol fiyat artışları, önümüzdeki dönemde enflasyon artışına sebep olabilecek risk unsurları olarak düşünülmektedir.



Avrupa Merkez Bankası (ECB), süregelen para ve kredi genişlemesinin sonucu olarak ortaya çıkan fazla likitideyi fiyat istikrarı açısından orta ve uzun dönemde risk unsuru olarak algılamış ve tedrici sıkı para politikasına devam etmiştir. Bu çerçevede, ECB Yönetim Konseyi 2005 yılı Aralık ayından itibaren, sonuncusu 8 Mart 2007 tarihli toplantıda olmak üzere, faiz oranlarını yedi kez 25 baz puan artırarak yüzde 3,75 düzeyine çıkarmıştır (Grafik 2.1.1). Buna karşın 12 Nisan 2007 tarihli son ECB Yönetim Konseyi toplantısında faiz oranlarının sabit tutulmasına karar verilmiştir. Buna ek olarak, söz konusu toplantıda, büyümeye ilişkin olumlu görünüm altında ECB'nin uyumlu para politikası uygulamasına devam edeceği vurgulanmıştır.

Japon ekonomisi 2006 yılında temel olarak şirket kârlılıklarının sürüklediği özel sektör yatırımları ve ihracat kaynaklı olarak yüzde 2,2 oranında büyümüştür (Tablo 2.1.1). Önümüzdeki dönemde, kamu kesimi yatırımlarının düşüş eğilimini sürdürmesi, yurtdışı talepteki artışa paralel olarak ihracatın artmaya devam etmesi, yurtiçi özel kesim talebinin ise yüksek şirket kârlılıkları ve hanehalkı gelirlerindeki ılımlı artışa paralel olarak artış eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Bu kapsamda 2007 yılı büyüme oranının yüzde 2,2 oranında olacağı tahmin edilmektedir. Tüketici fiyatları yıllık artış oranı 2007 yılı Mart ayında petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle yüzde sıfır civarında gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatlarındaki yıllık artış oranının, kısa dönemde yüzde sıfır düzeyinde devam etmesi, uzun dönemde ise çıktı açığı pozitif olmaya devam ettiği müddetçe pozitif bir eğilim izlemesi beklenmektedir (Grafik 2.1.2).

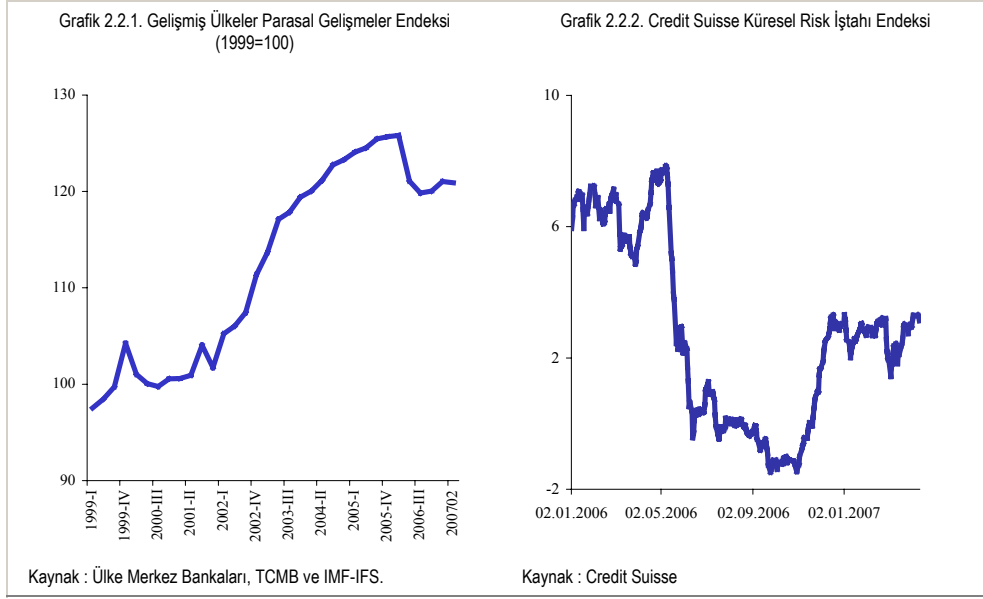
Japonya Merkez Bankası (BoJ), 2006 yılı Mart ayı toplantısında beş yıldır sürdürmekte olduğu yüksek likidite politikasına son vermiş ve takip eden dönemdeki gelişmeler çerçevesinde BoJ faiz oranlarını 13-14 Temmuz 2006 ve 20-21 Şubat 2007 tarihli toplantılarında 25 baz puan artırarak yüzde 0,5 düzeyine çıkarmıştır. Son faiz artırımından bu yana gerçekleşen iki toplantıda faiz oranının sabit kalması kararlaştırılmıştır (Grafik 2.1.1). BoJ'un önümüzdeki dönemde ekonomik büyüme ve fiyat gelişmeleri ışığında faiz oranlarını kademeli olarak yükseltmesi beklenmektedir.

Çin ekonomisi, 2006 yılında uygulanan sıkı para politikasının etkisiyle sabit sermaye yatırımlarının yılın ikinci yarısında hız kesmesine rağmen, temel olarak yatırım ve ihracat artışı kaynaklı olarak yıllık yüzde 10,7 oranında büyümüştür. Çin dış ticaret fazlası, kontrol altına almaya yönelik önlemler neticesinde, 2007 yılının ilk çeyreğinde 2006 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreklerine göre azalma eğilimi göstermiştir. Çin ekonomisinin 2007 ve 2008 yıllarında kademeli olarak daha ılımlı artışlarla büyümesi beklenirken, 2007 yılı beklentisi yüzde 10 seviyesindedir (Tablo 2.1.1).

## ***2.2.Uluslararası Piyasalar***

### ***2.2.1. Mali Piyasalar***

2007 yılı Şubat ayının sonlarında açıklanan ABD verilerinin olumsuz olması ve ABD emlak piyasalarına dair endişeler ABD'nin resesyona girebileceği üzerine yapılan açıklamalarla birleşerek uluslararası piyasalarda yeni bir satış dalgasına sebep olmuştur. Ancak Mart ayı ile birlikte açıklanan olumlu ABD verileri, ılımlı yavaşlama görüşünü desteklerken Şubat sonunda yaşanan finansal dalgalanmanın etkilerini sınırlamıştır. Öte yandan, Euro bölgesi hızlı büyüme eğilimi ve Japonya ekonomisine ait toparlanma sinyalleri, Amerikan ekonomisi kaynaklı olası yumuşak yavaşlamanın etkilerini sınırlayacağı beklenmektedir. Bu gelişmeler ışığında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke piyasalarının, Şubat ayı sonrası dönemde hızla toparlandığı ve 2006 yıl sonu performanslarını yeniden yakaladığı gözlenmektedir.

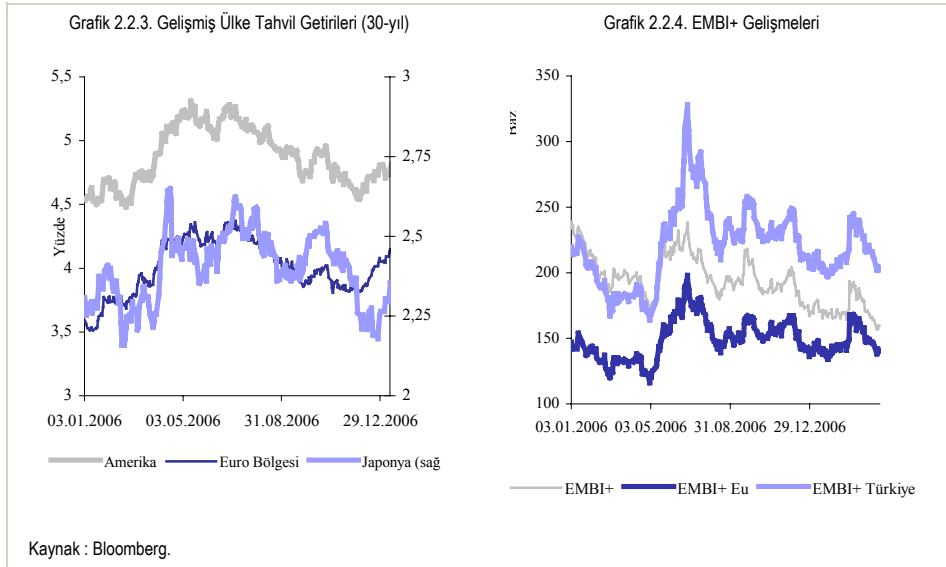


Küresel likidite imkanlarını yansıtması açısından ABD, Euro bölgesi ve Japonya merkez bankalarının parasal taban gelişmeleri üzerinden hesaplanan Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi, BoJ'un para politikasını sıkılaştırma kararını takiben 2006 yılının ikinci çeyreğiyle birlikte sert bir şekilde gerilemiştir. Takip eden dönemde ise BoJ ve Fed'in kısmi sıkılaştırmalarına karşın Euro bölgesinde yaşanan parasal taban genişlemelerin de etkisi ile söz konusu endeks durağan bir seyir izlemiştir (Grafik 2.2.1).

Uluslararası yatırımcıların risk karşısındaki tutumlarını yansıtan Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi (CSRA) Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmalarla birlikte sert bir şekilde gerilemiş, takip eden dönemde gelişmiş ülkelerde açıklanan olumlu verilerin sağladığı destekle, yeniden yükselme eğilimine girmiştir. Risk iştahında yaşanan söz konusu düzelleme süreci, Şubat sonlarında yaşanan ABD kaynaklı dalgalanmanın da etkisi ile kesintiye uğramış, ancak gelişmenin geçici olmasına bağlı olarak CSRA Endeksi dalgalanma öncesi seviyesinde dengelenmiştir (Grafik 2.2.2).

Gelişmiş ülkelere ait faiz gelişmeleri incelendiğinde, Euro bölgesinde, süregelen parasal genişleme, uzun dönem potansiyelinin üzerinde devam eden büyüme performansı ve ECB'nin açıklamalarında yaptığı enflasyon vurgusuna paralel oluşan yeni artış beklentilerinin, getirileri artırdığı gözlenmektedir. ABD'de ise Fed'in mevcut durumda enflasyonu halen bir tehdit olarak görmesi sonucu, politika faizlerinde bir değişiklik olmamasına rağmen, getiriler son dönemde yeniden yükselişe geçmiştir. Japonya'da, Şubat ayı yıllık enflasyon

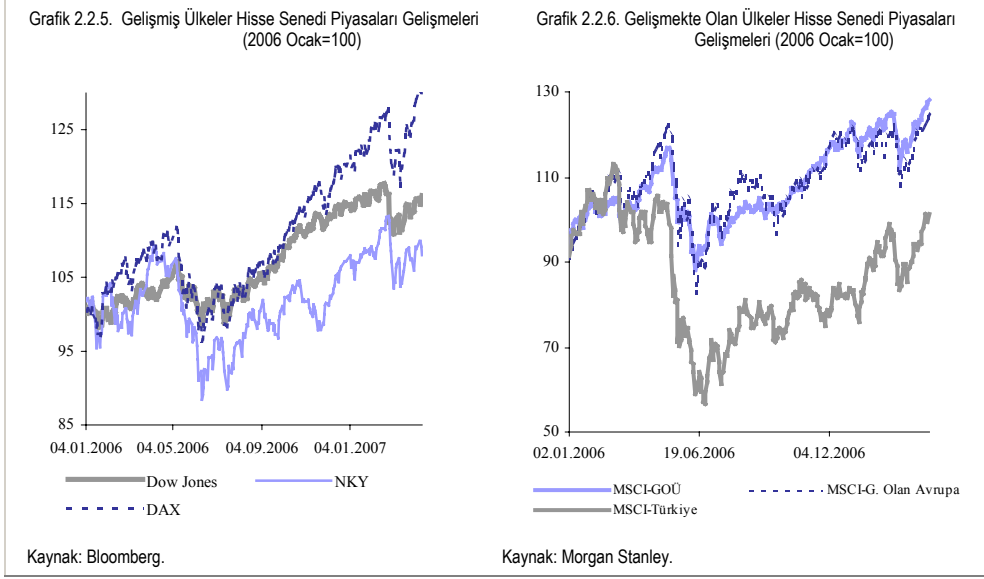
oranı yeniden negatife dönse de, BoJ tarafından yapılan açıklamalarda 2007 yılının ikinci yarısına dair olumlu beklentiler ve bu çerçevede yeni bir faiz artışı gerekebileceği bilgisi getirilerin yeniden yükselmesine neden olmuştur (Grafik 2.2.3).



2006 yılı Mayıs ayı sonrasında olumlu bir performans sergileyen gelişmekte olan ülke getirileri yıl sonu itibarıyla gelişmiş ülkeler getiri seviyesine yakınsamıştır. Yükselen Piyasalar Tahvil Ana Endeksi (EMBI+), Gelişmekte olan Avrupa ve Türkiye alt endeksleri Şubat ayı sonlarında gelişmiş ülkelerde yaşanan ani ancak kısa süreli dalgalanma sonucu artış göstermiştir. Sonraki dönemde ise CSRA Endeksindeki artışın da etkisi ile söz konusu üç endeks de hızla toparlanmıştır. 2006 yılı Mayıs ayından itibaren EMBI+ endeksinin üzerinde değer almaya başlayan Türkiye alt endeksi, bu tarihten sonra ana endeksin üzerinde seyretmiş ve iki endeks arasındaki fark 12 Nisan 2007 itibarıyla 43,4 baz puan olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.4).

Gelişmiş ülkelere ait hisse senedi piyasalarının 2006 yılının ikinci yarısı ile birlikte 2007 yılı Şubat ayına kadar oldukça güçlü bir seyir izledikleri gözlemlenmektedir. Şubat sonlarında hızla gerileyen gelişmiş ülkeler hisse senedi getirileri, bu tarih sonrasında hızla toparlanmış ve Şubat öncesi getirilerine ulaşmışlardır. Euro bölgesinde ve Almanya'daki yüksek büyüme eğilimi sonucu DAX endeksinde, Şubat sonları hariç olmak üzere, daha belirgin bir artış gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.5). Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise, Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) Gelişmekte Olan Ülkeler ve Gelişmekte Olan Avrupa alt endekslerinin 2006 yılının son çeyreğinde güçlü

bir artış eğilimi sergileyerek dalgalanma öncesi değerlerine ulaştıkları gözlenirken, Türkiye alt endeksinde gerçekleşen artışın daha sınırlı olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 2.2.6). Şubat sonunda yaşanan dalgalanma söz konusu endekslerde gerilemeye yol açsa da, gelişmekte olan hisse senedi piyasaları hızla toparlanmıştır.



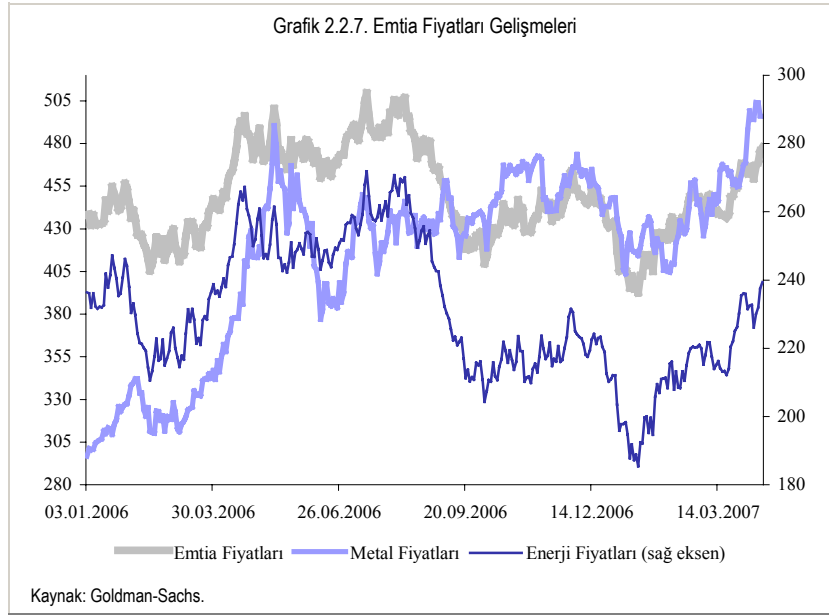
2006 yılının dördüncü çeyreği boyunca uluslararası görelî fiyatlarda sert dalgalanmalara neden olan sanayileşmiş ülkeler enflasyon ve büyüme gelişmelerine ilişkin belirsizlikler önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkeleri etkileyebilecek uluslararası ekonomiye dair en önemli risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin faiz oranlarının yükselmesi ve ABD'nin ekonomik performansında olası yavaşlama gelişmekte olan ülkelere ait mali varlıkları olumsuz etkileyebilecektir. Öte yandan, küresel likidite imkanlarının uygunluğu ve risk iştahının yüksek seviyesi de, 2007 yılının ikinci çeyreğinde uluslararası koşulların olumlu seyredeceğini düşündürmektedir.

### 2.2.2. Emtia Piyasaları

2007 yılı ilk çeyreğinde Goldman Sachs (GS) Emtia Endeksi 2006 yılının aynı dönemine kıyasla değişmezken, 2006 yılının son çeyreğine kıyasla yüzde 2,1 oranında gerilemiştir. Ortalamalar bazında bakıldığında, 2006 yılının son çeyreğine kıyasla gerileme gözlenmesine rağmen, endeksin enerji fiyatlarında gözlenen artışa paralel olarak Ocak ayı ortalarından itibaren yeniden yükselişe geçtiği dikkat çekmektedir. 12 Nisan verileri 2006 yılı sonu verileri ile



kiyaslandığında, endekste yüzde 11,4 oranında artış gözlenirken, endeks içinde yaklaşık yüzde 70 oranında ağırlığı olan enerji alt endeksinde yüzde 13,4, endüstriyel metaller alt endeksinde yüzde 17,0 oranındaki artışlar öne çıkmaktadır (Grafik 2.2.7).



Londra Metal Borsası (LME)'nda işlem gören altı ana metal 2007 yılının ilk çeyreğinde 2006 yılı ortalamasına kıyasla yüzde 24,9 oranında artış gösterirken, 2006 yılının son çeyreğine kıyasla artış oranı yüzde 6,8 olarak gerçekleşmiştir. Son dönem gelişmelerine bakıldığında, 2006 yılının son çeyreğinde gerileyen bakır fiyatlarının Çin kaynaklı talepteki artış ve düşük stok değerleri neticesinde yeniden tırmanışa geçtiği, stokların çok düştüğü nikelin ise sert fiyat hareketleri sergilemeye devam ettiği gözlenmektedir. Metal alt endeksi içinde yüksek ağırlığa sahip alüminyum görece istikrarlı seyir izlemeye devam etmektedir (Tablo 2.2.1).

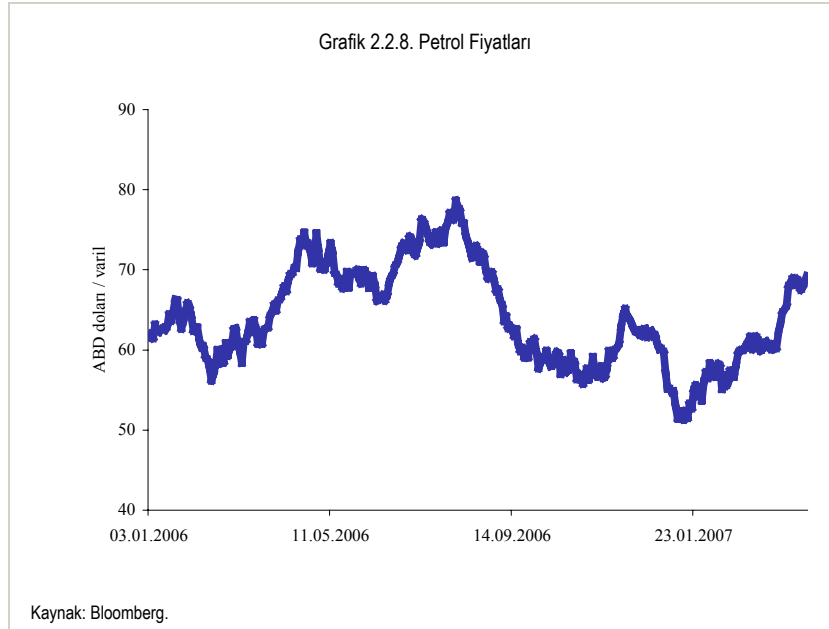
2006 yılının son çeyreğinde gerileyen ham petrol fiyatları, Ocak ayı ortalarından başlayarak yeniden yükselişe geçmiştir. Kış koşullarının ağırlaşmasıyla ortaya çıkan talep artışı bu duruma sebep olurken, OPEC ülkelerinin 1 Şubat itibarıyla yürürlüğe giren yeni üretim kotalarına uyum sağlamak için üretimlerini kısmaları fiyat artışlarını artıran diğer bir unsur olmuştur.

Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası Gelişmeleri

Ton / ABD Doları	Değer					Değişim (Yüzde)	
	2006	2006Ç4	2007Ç1	12.Nis	07Ç1 / 06Ç4	2007Ç1 / 2006	12 Nisan / 2007Ç1
Alüminyum	2.595,2	2.676,9	2.747,8	2.835,0	2,7	5,9	3,2
Bakır	6.678,8	7.220,5	5.975,1	7.690,0	-17,2	-10,5	28,7
Kurşun	1.281,8	1.522,8	1.750,7	1.980,0	15,0	36,6	13,1
Nikel	23.223,3	30.778,0	38.809,6	46.400,0	26,1	67,1	19,6
Kalay	8.747,4	9.904,9	12.590,0	14.250,0	27,1	43,9	13,2
Çinko	3.248,0	3.956,5	3.441,3	3.510,0	-13,0	6,0	2,0

Kaynak : Bloomberg.

Takip eden dönemde ise ABD ham petrol/petrol ürünü stoklarında gözlenen dengesizlikler piyasaları tedirgin ederken, Orta Doğu'da yaşanan siyasi gerginlikler fiyatların sert bir şekilde yükselerek 68 dolar/varil seviyesine kadar yükselmesine yol açmıştır.



Ham petrol fiyatlarının ulaştığı yeni seviye ve bu seviyede kalma ihtimali endişe kaynağı olmaktadır. Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu (OPEC)'in 14 Aralık 2006 tarihli olağanüstü toplantısında kota indirimine gitme sebebi olarak, küresel büyümede yavaşlama beklendiği ve petrol piyasasına ilişkin stok, atıl kapasite gibi temel göstergelerin olumlu seyrettiği belirtilmiştir. Belirli dönemlerde ham petrol/petrol ürünü stoklarında dengesizlikler gözlene de toplam stoklar yüksek seviyelerini korumaya devam ederken, ABD ekonomisine ilişkin belirsizlikler küresel büyümeye ilişkin tahminleri güçleştirmektedir. Küresel büyümenin güçlü seyrini koruması,

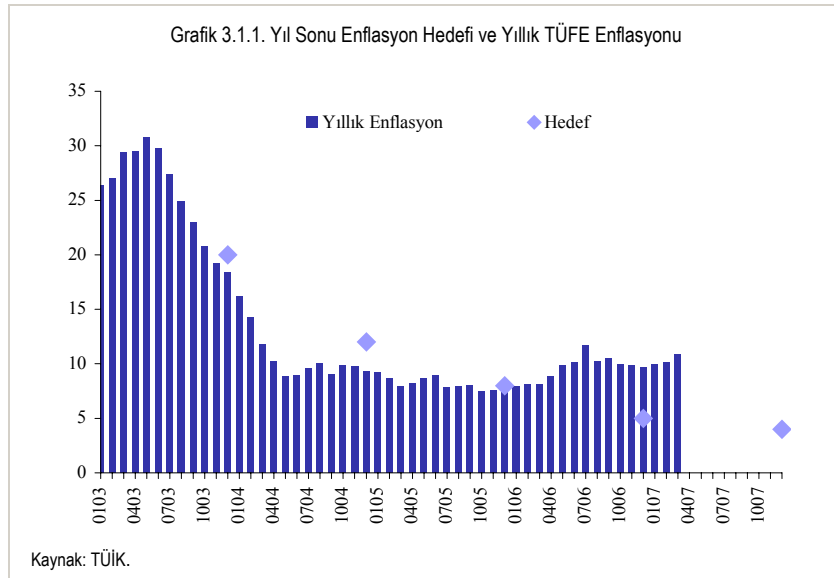
özellikle yılın ikinci yarısında, ham petrol fiyatlarında sert hareketlere neden olabilecek, OPEC'in üretim kotalarını gözden geçirmeye zorlayabilecektir.

### 3. Enflasyon Gelişmeleri

#### 3.1. Enflasyon

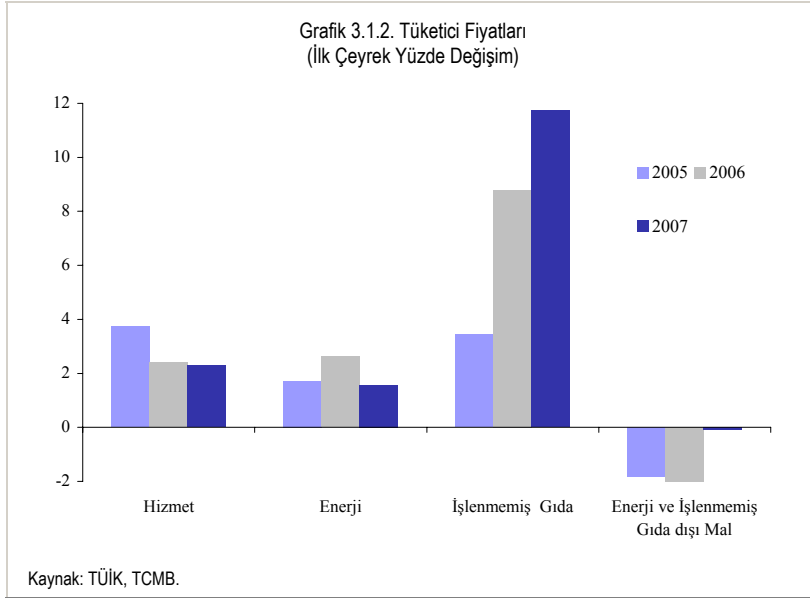
2007 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla yükseliş göstererek yüzde 10,86 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1). Söz konusu yükselişe karşılık, yıllık enflasyon birinci çeyrek sonu itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. 2007 yılı ilk çeyreğinde yüzde 2,36 oranıyla son üç yıla kıyasla daha yüksek oranda artan tüketici fiyatlarının seyrinde öne çıkan unsurlar: (i) yüksek oranda artan işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları, (ii) tütün ürünleri fiyatlarında vergi ayarlaması kaynaklı yükselişler, (iii) Yeni Türk lirasında (YTL) yaşanan değer kaybının gecikmeli etkilerinin yavaşlayarak da olsa yılın ilk çeyreğinde sürmesi olarak sıralanabilir.

Yıllık tüketici enflasyonunda ilk çeyrekte gözlenen yükselişin geçici olduğu düşünülmekte ve 2006 yılında yaşanan döviz kuru şokunun fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflamasıyla önümüzdeki aylardan itibaren enflasyonun kademeli bir düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir.

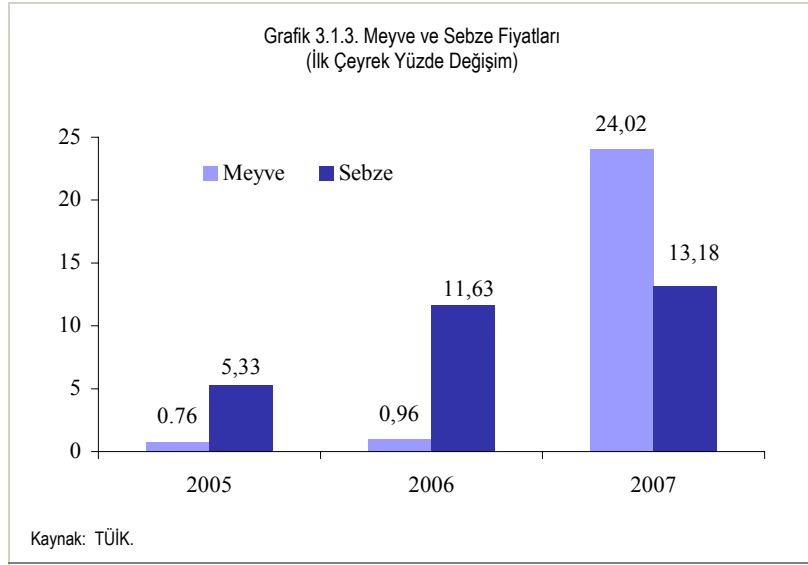


Yılın ilk üç ayındaki enflasyon gelişmeleri değerlendirildiğinde, yıllık enflasyonun yükselmesinde işlenmemiş gıda fiyatları ile “enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubu” fiyatlarındaki gelişmelerin etkili olduğu görülmektedir. İlk çeyrekte hizmet fiyatları artış hızında geçen yılın aynı

dönemine kıyasla sınırlı bir iyileşme olurken enerji fiyatlarının ilk üç aylık artışı 2006 yılının aynı dönemine kıyasla gerilemiştir (Grafik 3.1.2).



İşlenmemiş gıda fiyatlarının artış hızı, yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla belirgin oranda yükselmiş ve söz konusu grup fiyat gelişmeleri ilk çeyrek tüketici enflasyonunun yükselmesinde belirleyici olan unsurların başında gelmiştir (Grafik 3.1.2). Ocak ayında, özellikle sera mahsulü sebze ürünleri fiyatlarında, artan ihracat imkanlarının da etkisi ile oldukça yüksek fiyat artışları gözlenmiştir. Şubat ve Mart aylarında söz konusu sebze ürünlerinde kısmi bir düzeltme hareketi gözlenmiş olmakla birlikte, gerek Ocak ayından gelen birikimli etkiler gerekse yılın ilk çeyreğinde meyve fiyatlarında gözlenen belirgin hızlanma eğiliminin etkisiyle, işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları ilk çeyrek artışı yüzde 11,74 oranına ulaşmıştır (Tablo 3.1.1). Bu grupta göze çarpan en önemli gelişme, 2005 ve 2006 yılları ilk çeyreklerinde sırasıyla yüzde 0,76 ile 0,96 oranlarında artan meyve fiyatlarının, 2007 yılının ilk çeyreğinde yüzde 24,02 oranında artmasıdır (Grafik 3.1.3). 2006 yılı son çeyreğinde yavaşlama eğilimi sergileyen sebze ve meyve fiyatlarının, 2007 yılının ilk çeyreğinde mevsimsel eğiliminin üzerinde artış göstererek tekrar hızlanması, işlenmemiş gıda fiyatlarına ilişkin risklerin önemini koruduğuna işaret etmektedir.



Enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde önceki yıllara kıyasla görece olarak daha olumlu bir seyir izlemiştir. Yılın ilk iki ayda düşük bir oranda artış gösteren enerji grubu fiyatları, Mart ayında uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmelere paralel olarak, akaryakıt fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların etkisi ile yüzde 1,1 oranında artmıştır. Konut grubuna yönelik enerji kalemleri de ilk çeyrekte, fiyatı belediyelerce belirlenen ve belirgin artışların gözlemlendiği şebeke suyu kalemi dışında olumlu bir seyir izlemiş ve 2006 yılının aynı dönemine kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır.

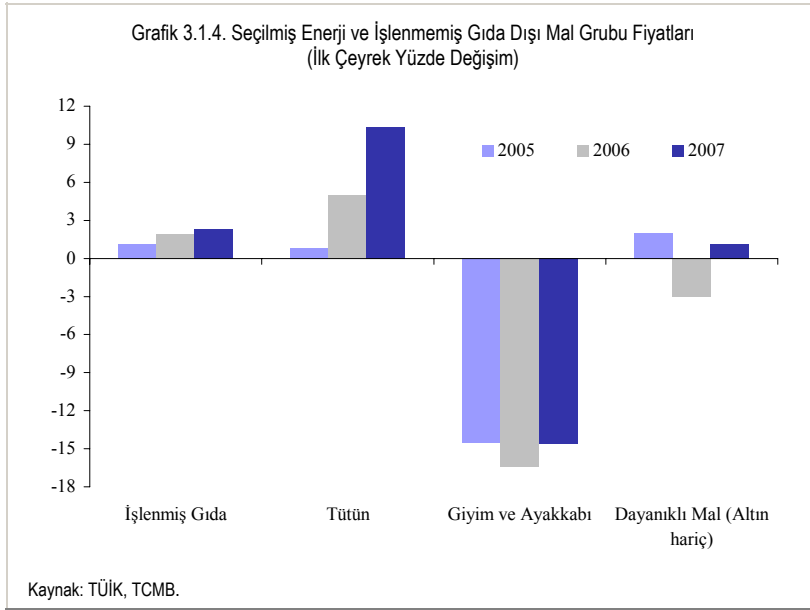
Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2006				Yıllık	2007
	I	II	III	IV		I
<b>TÜFE</b>	<b>1,25</b>	<b>3,58</b>	<b>1,69</b>	<b>2,81</b>	<b>9,65</b>	<b>2,36</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>0,80</b>	<b>3,67</b>	<b>0,88</b>	<b>3,10</b>	<b>8,69</b>	<b>2,39</b>
Enerji	2,63	4,94	0,69	1,92	10,52	1,58
İşlenmemiş Gıda	8,81	-3,67	1,83	5,81	12,94	11,74
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-2,01	5,54	0,67	2,70	6,93	-0,10
Dayanıklı Mallar	-1,66	8,69	1,34	-1,58	6,61	1,23
Dayanıklı Mallar (Altın Fiy. Hariç)	-3,04	5,40	2,84	-2,20	2,78	1,13
Yarı Dayanıklı Mallar	-3,65	9,14	-2,14	4,75	7,81	-3,37
Dayanısız Mallar	4,64	-1,12	3,01	3,04	9,82	6,75
<b>2. Hizmetler</b>	<b>2,41</b>	<b>3,36</b>	<b>3,83</b>	<b>2,09</b>	<b>12,21</b>	<b>2,29</b>
Kira	4,08	3,69	6,67	4,25	20,01	3,94
Lokanta ve Oteller	3,02	4,25	3,40	2,24	13,54	2,60
Ulaştırma Hizmetleri	1,27	1,36	6,26	3,50	12,89	0,10
Diğer Hizmetler	1,80	3,32	2,32	0,76	8,45	2,10

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubu fiyatlarında ilk çeyrekte gözlenen gerileme bir önceki yılın aynı döneminin altında kalmış ve bu grupta yıllık enflasyon 2006 yıl sonuna kıyasla 2,1 puan artarak yüzde 9,01'e yükselmiştir. Bu gelişmede, tütün ürünleri, dayanıklı mal, giyim ve ayakkabı

grubu ile işlenmiş gıda fiyat gelişmeleri etkili olmuştur (Grafik 3.1.4). Bu noktada, söz konusu mal gruplarının daha detaylı incelenmesi yıllık enflasyondaki yükselişin nedenlerinin daha sağlıklı değerlendirilmesi açısından faydalı olacaktır.



Tütün ürünlerinden alınan Özel Tüketim Vergisi (ÖTV)'nde yapılan düzenlemenin Şubat ayının ikinci yarısında sigara fiyatlarına yansması neticesinde, ilk çeyrekte tütün ürünleri fiyatları yüzde 10,37 oranında artmış ve bu artış yıllık tüketici enflasyonuna yaklaşık 0,5 puanlık bir katkı yapmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde dayanıklı mal grubunda (altın hariç) yıllık enflasyon 2006 yıl sonuna kıyasla 4,4 puan yükseliş göstermiştir. Bu durumda, 2006 yılının ilk çeyreğinde Yeni Türk lirasındaki uzun süreli birikimli güçlenmenin bir yansıması olarak, dayanıklı mal grubu fiyatlarında gözlenen dikkate değer azalışların oluşturduğu düşük baz etkisinin ortadan kalkması önemli rol oynamıştır. Alt gruplar bazında, ilk çeyrekte fiyatlar, mobilya ve elektrikli-elektriksiz aletler gruplarında geçen yılın aynı dönemine kıyasla sınırlı da olsa gerilerken, otomobil grubunda artış göstermiştir (Tablo 3.1.2). Geline nokta, dayanıklı tüketim malları arasında 2006 yılı Mayıs ayında yaşanan dalgalanmaya en yüksek oranlı fiyat artışı tepkisini büyük oranda ithal edilen otomobil grubunun verdiği gözlenmektedir. Yaşanan fiyat artışları ve kredi koşullarındaki bozulmayla, iç piyasaya yapılan otomobil satışları Haziran ayı ile birlikte önemli ölçüde gerilemiş ve bu eğilim 2007 yılı ilk çeyreğinde de sürmüştür.

Dayanıklı mal grubu alt kalemleri arasında ön plana çıkan bir diğer gelişme, 2006 yılında görece sınırlı miktarda artan beyaz eşya grubu fiyatlarının 2007 yılının ilk çeyreğinde yaklaşık yüzde 8 oranında artmasıdır. Beyaz eşya sektöründe iç piyasaya yapılan satışların Ocak-Şubat döneminde 2006 yılı son çeyreğine kıyasla sınırlı da olsa bir yavaşlama eğilimi sergilediği, ihracatın ise yüksek oranlı artış eğilimini koruduğu gözlenmektedir. Ayrıca, uluslararası piyasalardaki emtia fiyat gelişmelerine paralel olarak, yılın ilk çeyreğinde demir çelik ürünleri fiyatlarında gözlenen yüksek artışlar, maliyet yönlü baskıların devam ettiğini göstermektedir. Sonuç olarak, beyaz eşya fiyatlarındaki artışlarda hem maliyet hem de güçlü dış talep unsurlarının etkili olduğu düşünülmektedir.

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

	2006				2007	
	I	II	III	IV	Yıllık	I
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>-3,04</b>	<b>5,40</b>	<b>2,84</b>	<b>-2,20</b>	<b>2,78</b>	<b>1,13</b>
Mobilya	-7,81	7,45	9,21	-3,17	4,74	-0,60
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-5,55	4,51	-0,54	-2,25	-4,03	-0,52
Otomobil	2,93	7,09	2,57	-2,28	10,48	3,22
Diğer Dayanıklı Mallar	-1,17	-1,86	1,43	0,91	-0,73	0,82

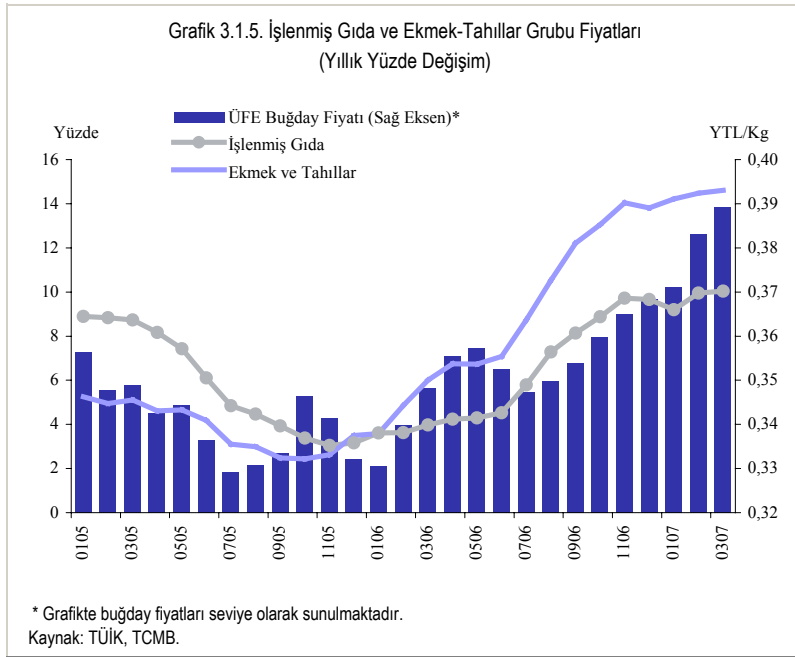
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Giyim fiyatlarındaki mevsimsel hareketlerin zaman zaman düzensizlik göstermesi, bu grupta yıllık artışlarda oynaklıklara yol açmaktadır. Giyim ve ayakkabı grubu fiyatları yılın ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük bir oranda gerilemiş ve bu grupta yıllık enflasyon yüzde 4,19'a yükselmiştir. Bu gelişme ilk bakışta olumsuz olarak değerlendirilse de, 2006 yılı Aralık ayı ile birlikte başlayan kış sezonu indirimleri (Aralık-Mart dönemi) bir bütün olarak incelendiğinde, bu yılki indirim miktarının önceki yıla yakın gerçekleştiği gözlenmektedir. Öte yandan, son dönemde giyim eşyası imalatı fiyatlarında da yukarı yönlü bir eğilim gözlenmesi, giyim fiyatlarının dikkatle izlenmesi gerektiğine işaret etmektedir.

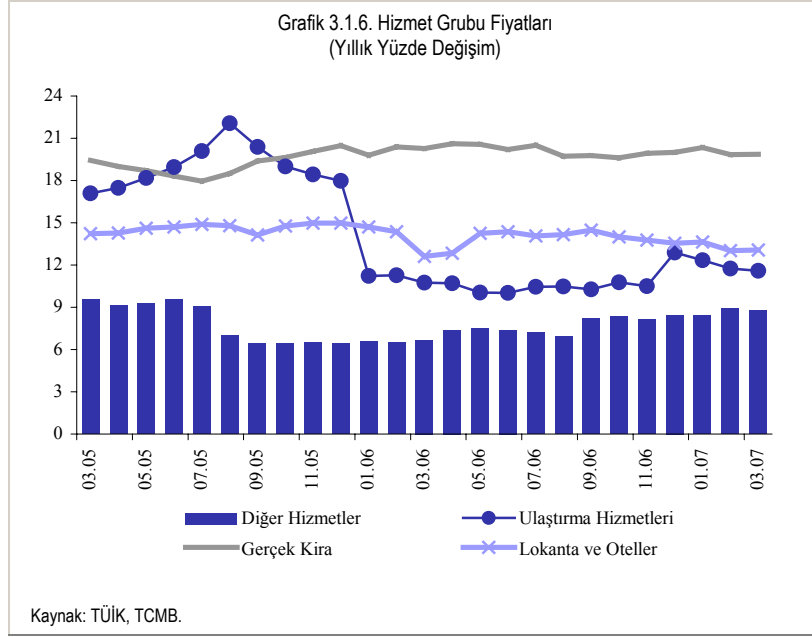
İşlenmiş gıda ürünleri, ilk çeyrekte sınırlı da olsa yıllık enflasyonu yükseliş gösteren bir diğer harcama grubu olmuştur. 2006 yılı ile birlikte bu grubun yıllık enflasyonunda yaşanan yükseliş eğiliminde (Mayıs ayı sonrasında YTL'deki değer kaybının oluşturduğu gecikmeli etkilere ek olarak) ekmek ve tahıllar grubunda gözlenen fiyat artışlarının önemli rol oynadığı gözlenmektedir (Grafik 3.1.5). Ekmek ve tahıllar grubu yıllık enflasyonu 2005 yılı son çeyreğinden itibaren yükseliş eğilimine girmiş, bu eğilim 2006 yılı ikinci çeyreğinden sonra oldukça belirginleşmiştir. Ekmek ve tahıllar grubu



fiyatlarındaki bu artışta ise büyük ölçüde buğday fiyatlarında aynı dönemde gözlenen hızlanmanın etkisi hissedilmiştir (Grafik 3.1.5). Hububat üretiminin 2006 yılında geçtiğimiz yıllara kıyasla gerilemesi ise buğday fiyatlarındaki bu artışın arz yönlü olarak geliştiğine işaret etmektedir. Hububatta dünya fiyatlarındaki artışın sürmesi ve yurt içi üretimindeki düşüş beklentisi ile yılın geri kalan bölümünde fiyatlardaki arz yönlü artışın devam edebileceği düşünülmektedir.



Hizmet grubu fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 2,29 ile 2006 yılına göre sınırlı bir iyileşme göstermiştir. Bir önceki yıllara kıyaslandığında, kira ile lokanta-oteller gruplarında ilk çeyrek enflasyonu kısmen yavaşlamıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde göze çarpan başlıca gelişmeler, akaryakıt fiyat gelişmelerine bağlı olarak ulaştırma hizmetleri fiyatlarının düşük bir oranda artması, buna karşılık kira, lokanta-oteller ve ulaştırma hizmetleri dışındaki hizmetlerin ortalama fiyat artışının bir önceki yılın üzerinde gerçekleşmesidir.



Hizmet grubunun mal grubu kadar rekabete ve verimlilik artışlarına açık olmaması, hizmet fiyatlarını yurt içi arz ve talep gelişmelerine daha duyarlı kılmaktadır. Grup fiyatlarının belirlenmesinde talep yönlü unsurların yanında ücretler, petrol fiyatları ve hizmetlerin sunulmasında kullanılan nihai malların fiyatları da öne çıkmaktadır. Bunun yanında, geçmişe endeksleme mekanizmalarının yaygınlığı sektör fiyatlamaında belirleyici olan bir diğer unsurdur.

Son dönemde iç talepteki yavaşlama eğilimi sürmekte ve petrol fiyatları geçen yılın son çeyreğine kıyasla olumsuz bir görünüm arz etmemektedir. Ancak, ekonomi genelinde orta vadeli enflasyon hedefinin üzerinde ücret artışlarının gerçekleşmesi ve endeksleme mekanizmasında yaygın olarak referans alınan yıllık enflasyon rakamlarının yüksek seviyelerde seyretmesi hizmet fiyat enflasyonunun yüksek seviyelerini korumasına neden olmaktadır. (Grafik 3.1.6) (Kutu 3.1).

Yılın ilk çeyreğinde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) yüzde 2,36 oranında artarken, işlenmemiş gıda dışı TÜFE (ÖKTG-B) artışı yüzde 0,89 olmuştur (Tablo 3.1.3). Buna ek olarak, tütün ürünlerinden gelen etki de dışarıda bırakıldığında, tüketici fiyatlarında çeyreklik artış yüzde 0,34'e düşmektedir. Bu gözlemler, işlenmemiş gıda ürünleri ile tütün fiyatlarındaki yüksek artışların ilk çeyrekte tüketici enflasyonunu olumsuz etkileyen iki ana unsur olduğuna işaret etmektedir.

Diğer taraftan, enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç TÜFE (ÖKTG-H) göstergesinin ve diğer bir çok göstergenin yıllık artış oranları geçtiğimiz yılın aynı dönemindeki düşük bazın etkisiyle yükselmiştir. 2006 yılı ilk çeyreğinde, Yeni Türk lirasındaki uzun süreli birikimli güçlenmenin bir yansıması olarak, dayanıklı tüketim malı fiyatlarında dikkate değer azalışlar gözlenmişti. Aynı hareketin bu yıl görülmemesi özel kapsamlı göstergelerdeki yıllık artışların yükselmesinde önemli rol oynamıştır. Ayrıca, giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarında sezon geçişlerinde gözlenen kaymalar (erken girilen yeni sezonlar) söz konusu göstergelerin yükselişinde belirleyici bir diğer unsur olmuştur.

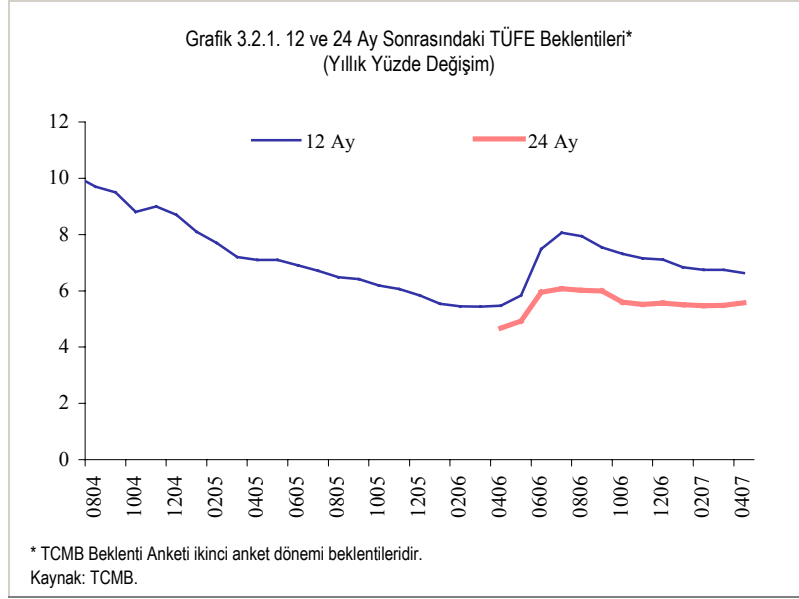
Tablo 3.1.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)  
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2006				Yıllık	2007
	I	II	III	IV		
<b>TÜFE</b>	<b>1,25</b>	<b>3,58</b>	<b>1,69</b>	<b>2,81</b>	<b>9,65</b>	<b>2,36</b>
A. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE	2,31	2,79	3,23	1,36	10,04	2,62
B. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,12	4,79	1,67	2,38	9,21	0,89
C. Enerji hariç TÜFE	1,01	3,38	1,86	2,96	9,51	2,49
D. İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE	-0,38	4,77	1,86	2,47	8,95	0,76
E. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE	0,74	3,62	1,98	3,16	9,82	2,03
F. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE	1,75	3,82	1,86	3,39	11,25	2,24
G. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,26	5,59	1,88	2,91	10,99	0,17
H. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ve altın hariç TÜFE	-0,96	4,77	2,18	2,70	8,89	0,03

Kaynak: TÜİK.

### 3.2. Beklentiler

Orta vadeli enflasyon beklentilerinde 2006 yılı Ağustos ayından itibaren gözlenen iyileşme süreci yılın ilk çeyreğinde duraksama eğilimi sergilemiştir (Grafik 3.2.1). Bu gelişmede, ilk çeyrekte tüketici enflasyonunda gözlenen yükseliş ve Mart ayında uluslararası piyasalarda yaşanan kısa süreli dalgalanmanın yarattığı belirsizliğin etkili olduğu söylenebilir.



Nisan ayı ikinci dönem Beklenti Anketi itibarıyla yıl sonu enflasyon beklentisi bir önceki enflasyon raporunda belirtilen düzeye kıyasla 44 baz puan artarak yüzde 7,48 olmuştur. Bu gelişmede, 2007 yılı ilk çeyreğinde enflasyonun beklenen düzeyden yüksek gerçekleşmesinin de etkisi hissedilmektedir. Buna rağmen, aynı dönemde 12 ay sonrası enflasyon beklentisinin yaklaşık 20 baz puan azalması ve 24 ay sonrası enflasyon beklentisinin belirgin bir değişim göstermemesi söz konusu kısa dönemli bozulmanın kalıcı olarak algılanmadığına dair sinyaller içermektedir. Yine de, Nisan ayı itibarıyla yüzde 6,63 ve yüzde 5,57 olan 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerinin oldukça üzerinde seyretmeye devam etmesi ekonominin genelinde fiyatlama davranışları konusunda risk unsuru oluşturmaktadır (Tablo 3.2.1). Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde yıllık enflasyondaki düşüşle beraber enflasyon beklentilerinin de kademeli olarak iyileşeceği tahmin edilmektedir.

Son olarak, enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin bir göstergesi olan değişim katsayısındaki gelişmeler incelendiğinde, Mart ayı başında piyasalarda yaşanan kısa süreli dalgalanma sonrasında gelecek 12 aylık dönemdeki enflasyona ilişkin belirsizliğin sınırlı bir artış gösterdiği, 24 ay sonrasına dair bekleyişlerde ise önemli bir değişim olmadığı görülmektedir.<sup>1</sup>

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

Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi

Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu Ortalama Beklenti*	12 Ay Sonrası		24 Ay Sonrası	
			Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı	Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı
Ocak-06	1	5,68	5,49	0,10		
	2	5,67	5,54	0,11		
Şubat-06	1	5,75	5,45	0,10		
	2	5,81	5,45	0,11		
Mart-06	1	5,8	5,46	0,10		
	2	5,78	5,44	0,09		
Nisan-06	1	5,76	5,41	0,10	4,64	0,11
	2	5,79	5,47	0,10	4,67	0,09
Mayıs-06	1	6,27	5,57	0,11	4,79	0,13
	2	6,75	5,83	0,15	4,93	0,16
Haziran-06	1	8,82	6,66	0,15	5,37	0,15
	2	9,78	7,48	0,16	5,95	0,20
Temmuz-06	1	10,17	7,89	0,16	6,13	0,19
	2	10,28	8,07	0,16	6,07	0,16
Ağustos-06	1	10,59	7,98	0,13	6,06	0,17
	2	10,46	7,94	0,13	6,02	0,15
Eylül-06	1	9,77	7,62	0,13	5,91	0,18
	2	9,63	7,54	0,10	5,99	0,16
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

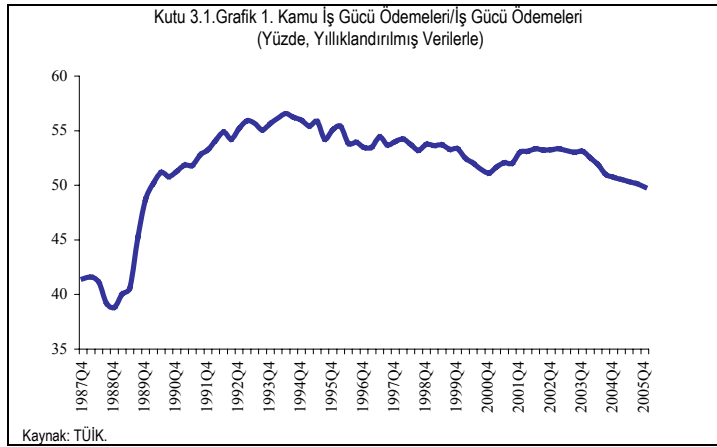
\*Tablodaki ortalama beklenti değerleri, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalamanın uç değerler analizi ile karşılaştırılması sonucunda seçilen uygun ortalamadır.  
Kaynak: TCMB.

## KUTU 3.1. ÜCRETLER VE HİZMET ENFLASYONU

Bu Kutu'da, ücret ve maaş artışlarının özellikle hizmet sektörü enflasyonunu etkileme kanalları irdelenmektedir. Ücret ve maaşların özel harcanabilir gelirin önemli bir bölümünü oluşturması ve özel tüketim harcamalarının özel harcanabilir gelire oldukça duyarlı olması öncelikle talep yönünden ücret ve maaş gelişmelerinin yakından izlenmesini gerekli kılmaktadır. Diğer yandan, ücret ve maaş artışlarının enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşmesi, özellikle geriye doğru endekslemenin güçlü olduğu sektörlerde beklentiler kanalıyla para politikasının etkinliğini azaltabilmektedir. Ayrıca, ücret ve maaşlardaki artışlar, özellikle hizmet sektörü gibi emek yoğun sektörlerde, maliyet artışı yoluyla enflasyonu doğrudan etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, kamu kesimi gelirler politikasının özel kesim ücret ayarlamalarına referans oluşturduğu da göz önüne alındığında, kamu tarafından belirlenen ücret ve maaş artışlarının seyri enflasyon hedefinin erişilebilirliği açısından önem arz etmektedir.

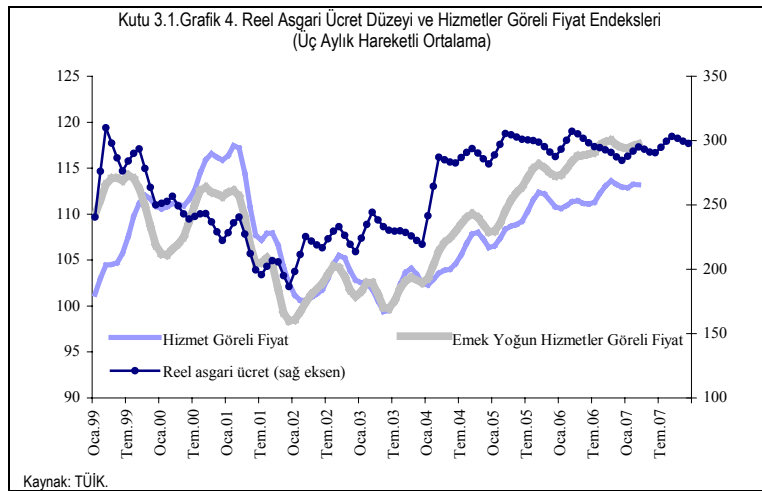
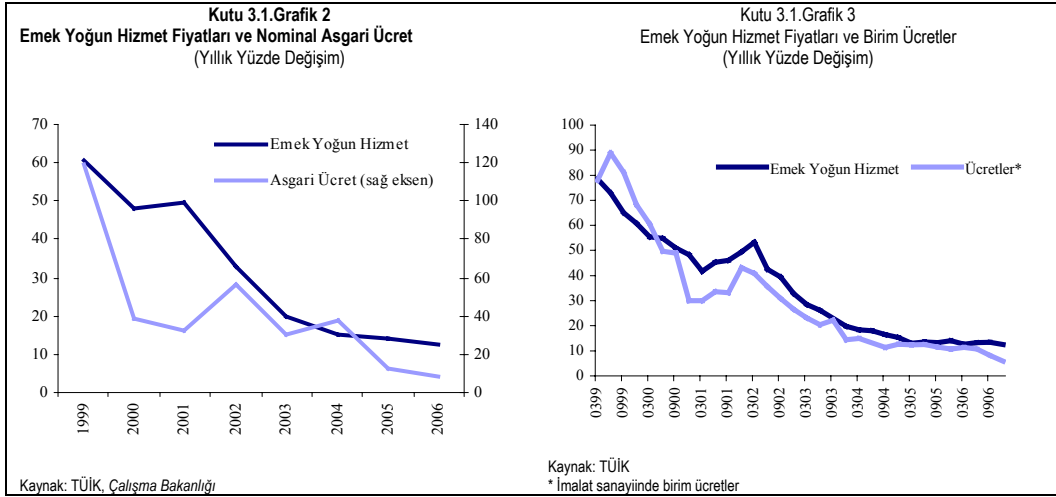
Kamu kesimi maaş ve ücretlerindeki 2007 yılı artışları, yüzde 4 olan 2007 enflasyon hedefine kıyasla oldukça yüksektir. Asgari ücrette Ocak ayında yüzde 6 oranında nominal artış yapılmış ve Temmuz ayında da yüzde 4 oranında ilave bir artış yapılacağı açıklanmıştır. Bunların sonucunda, asgari ücret 2007 yılında ortalama olarak bir önceki yıla göre yüzde 8,1 oranında artmış olacaktır. Memur maaş artışlarına bakıldığında ise, düşük maaş alan memurların aylıklarında Ocak ayında yüzde 2'si enflasyon farkı olmak üzere yüzde 6, yüksek maaş alan memurların aylıklarında ise yine yüzde 2'si enflasyon farkı olmak üzere yüzde 5 oranında zam yapılmıştır. Yılın ikinci yarısı için, düşük maaş alan memurların aylıklarında yüzde 4, yüksek maaş alan memurların aylıklarında yüzde 3 oranında artışa gidilecek olup yılın ilk yarısında enflasyon farkı ortaya çıkması durumunda söz konusu oranlara eklenecektir. Memur, işçi ve Bağkur emeklileri için de memur maaş ayarlamalarına paralel artışlar yapılmıştır.

Kamu sektörü iş gücü ödemelerinin toplam iş gücü ödemelerinin yaklaşık yarısını oluşturması kamu kesimi ücret ve maaş ayarlamalarının talep yönlü enflasyon gelişmeleri açısından önemli kılmaktadır. (Kutu 3.1.Grafik 1). SSK kayıtlarına göre çalışanların yüzde 44 gibi önemli bir oranının asgari ücretle çalıştığı dikkate alındığında<sup>1</sup> kamunun asgari ücret kanalıyla özel sektör iş gücü ödemelerinde doğrudan etkisi olduğu görülmektedir. Ayrıca, kamu ücret ayarlamaları, asgari ücret dışındaki özel sektör ücret ayarlamalarına referans olarak, toplam ücret artışlarını dolaylı olarak da etkileyebilmektedir.



<sup>1</sup> SSK 2005 Yılı İstatistik Yıllığı.

Ücret ayarlamaları, talep üzerindeki etkisinin yanı sıra maliyet ve beklentiler kanalları ile özellikle hizmet enflasyonu üzerinde belirleyici olabilmektedir.<sup>2</sup> Hizmet fiyatları içerisinde ise özellikle emek yoğun olan hizmetlerdeki fiyatlar ücret gelişmelerine daha duyarlı olmaktadır. Bu çerçevede, enflasyon hedefi ile uyumlu olmayan ücret ayarlamaları hizmet enflasyonundaki katılığın kırılmasına karşı bir direnç oluşturmaktadır. Nitekim, emek yoğun hizmetlerdeki yıllık enflasyonun, asgari ücret ve imalat sanayi birim ücretlerdeki artışla paralel hareket etmesi dikkat çekmektedir (Kutu 3.1.Grafik 2, Kutu 3.1.Grafik 3 ve Kutu 3.1.Grafik 4)



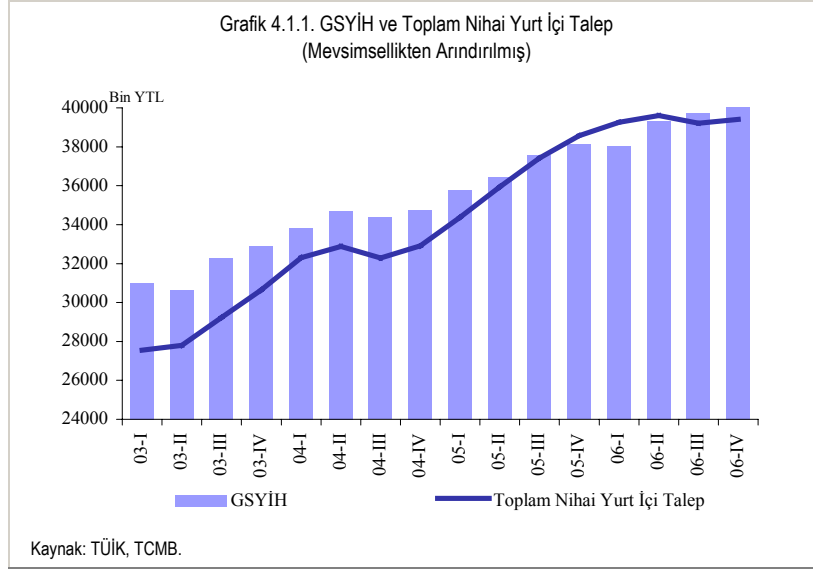
Yukarıda sunulan bilgiler ışığında, maliyet, talep ve beklentileri etkileyebilecek diğer unsurlardaki gelişmelerin yanı sıra, kamu kesimi ücret ve maaş ayarlamalarının özellikle hizmet enflasyonundaki katılıkla ilintili olarak enflasyon hedefi açısından kritik öneme sahip olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, 2006 yılında toplam tüketim harcamalarının yüzde 12'sini oluşturan kamu maaş ve ücret ödemelerinin 2007 yılının ilk üç ayında merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri çerçevesinde yıllık olarak yüzde 25 düzeyinde artmış olması enflasyon hedefi açısından dikkatle takip edilmesi gereken bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

<sup>2</sup> Ücret artışlarının özellikle maliyet kanalıyla hizmetler enflasyonuna etkisinin daha etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, 1998 yılı Girdi-Çıktı (Input-Output) tablosu sonuçlarına göre, imalat sanayiinde ücret ödemelerinin toplam üretime oranı yüzde 8,3 iken, bu oran hizmetler sektöründe yüzde 19,5 düzeyindedir.

## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

### 4.1. Arz-Talep Dengesi

2006 yılının son çeyreğinde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), 2005 yılının aynı dönemine göre yüzde 5,2 oranında artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre ise, GSYİH bir önceki döneme göre yüzde 0,8 oranında artmıştır. Bu dönemde, yılın üçüncü çeyreğine benzer bir şekilde, yurt içi talep GSYİH'nin altında kalmıştır. Yılın ilk dokuz aylık verilerinde yapılan revizyonla birlikte yıl genelinde GSYİH büyümesi yüzde 6,1 olarak gerçekleşmiştir. (Grafik 4.1.1).



Ekonominin büyümesi üretim yönünden incelendiğinde, tarım sektörü katma değeri dördüncü çeyrekte yüzde 9,7 gibi yüksek bir oranda artmış, yılın ilk dokuz ayı için yapılan revizyonlarla birlikte, yıl genelinde bu sektördeki büyüme yüzde 2,9 oranında gerçekleşmiştir. Sanayi sektörü katma değeri, ihracattaki olumlu gidişatın katkısıyla artmaya devam etmiştir. İnşaat sektörü, yıl geneline kıyasla düşük olmakla birlikte, yüksek bir oranda artmaya devam etmiştir. İç talep ve dolayısıyla ithalattaki yavaşlama ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinin katma değer artışlarını sınırlandırmıştır.

Talep bileşenleri açısından incelendiğinde, özel tüketim harcamalarının yıllık olarak çok düşük oranda artması, büyümeyi kısıtlayan en önemli faktör olmuştur (Tablo 4.1.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle üçüncü çeyrekteki sert düşüşten sonra sınırlı miktarda toparlanan dayanıklı tüketim



malları talebi, 2005 yılı son çeyreğindeki yüksek büyümenin yarattığı bazın da etkisiyle yıllık olarak gerileyerek tüketim talebini sınırlayan en önemli faktör olmaya devam etmiştir. Gıda ve yarı dayanıklı ve dayanıksız mallar talebinde yıllık artışlar yılın ilk dokuz aylık dönemine göre azalarak da olsa devam etmiştir. Yılın ilk dokuz ayında yüksek oranlarda artan kamu tüketim harcamaları artış oranı da son çeyrekte düşmüştür.

Özel yatırım harcamalarının alt kalemleri incelendiğinde, beklentilerle uyumlu olarak makine-teçhizat yatırımlarının geçen yılın aynı dönemine göre çok düşük bir oranda arttığı, inşaat yatırımlarındaki büyümenin ise sürdüğü görülmektedir. Kamu yatırımlarının da düşük bir oranda artmasıyla, sabit sermaye yatırımlarının yıllık artışı yüzde 4,4 gibi önceki dönemlere kıyasla oldukça düşük bir oranda gerçekleşmiştir. İç talepteki yavaşlamayla birlikte tüketim ve yatırım malları başta olmak üzere ithalat artışının yavaşlaması, buna karşın ihracatın güçlü performansına devam etmesi neticesinde, net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak iç talepteki yavaşlamanın büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisini önemli oranda telafi etmiştir.

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

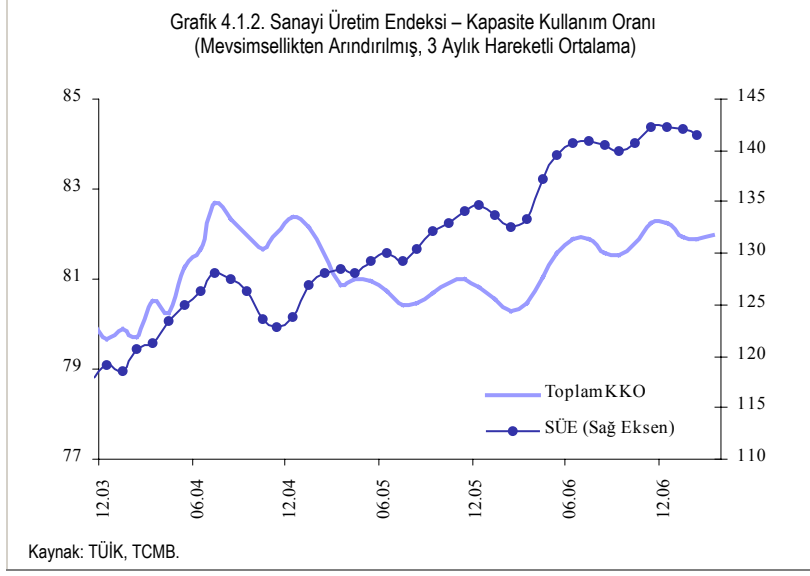
	2005					2006				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
1-Tüketim Harcamaları	4,1	3,9	9,8	14,1	8,1	8,3	12,2	3,3	0,2	5,6
Kamu	4,4	4,0	3,2	0,0	2,4	10,1	18,3	14,8	0,7	9,6
Özel	4,1	3,9	10,4	16,7	8,8	8,1	11,5	2,3	0,1	5,2
Dayanıklı Tüketim Mal.	3,2	2,9	26,0	31,3	15,0	12,7	15,9	-8,3	-6,3	2,9
Yarı Day. ve Dayanıksız	9,0	3,0	3,7	39,6	12,9	11,8	30,3	19,8	4,2	15,8
Gıda	3,3	8,6	10,8	8,7	8,2	6,6	5,5	1,2	0,2	3,1
2-Sabit Sermaye Yatırımları	10,3	20,0	30,6	33,0	24,0	32,1	14,0	11,3	4,4	14,0
Kamu	30,7	30,2	38,2	17,1	25,9	32,8	-11,9	-4,1	1,8	-0,2
Özel	8,8	18,4	29,0	41,6	23,6	32,1	18,4	15,0	5,6	17,4
Makine-Teçhizat	5,1	15,4	26,8	43,5	21,4	34,9	15,4	7,2	0,3	13,9
İnşaat	20,8	28,8	33,2	35,9	29,9	24,1	27,9	29,8	21,6	26,4
3- Stok Değişimi*	0,6	-0,7	-3,0	-6,3	-2,5	-4,9	-0,9	-3,8	1,3	-2,1
4-Mal ve Hizmet İhracatı	14,0	6,7	3,9	10,9	8,5	6,8	9,1	11,5	6,2	8,5
5-Mal ve Hizmet İthalatı	10,6	9,1	11,2	15,3	11,5	10,0	13,7	3,6	1,0	7,1
Net İhracat*	0,5	-1,9	-2,7	-2,3	-1,7	-2,2	-3,5	3,4	2,4	0,3
6-Toplam Yurtiçi Talep	5,6	6,8	10,9	11,6	8,8	8,2	10,6	1,4	2,7	5,6
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	5,5	8,4	14,5	19,1	12,1	14,1	12,7	5,3	1,4	8,0
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4	6,7	8,3	4,8	5,2	6,1

\*GSYİH büyümesine katkı, yüzde.

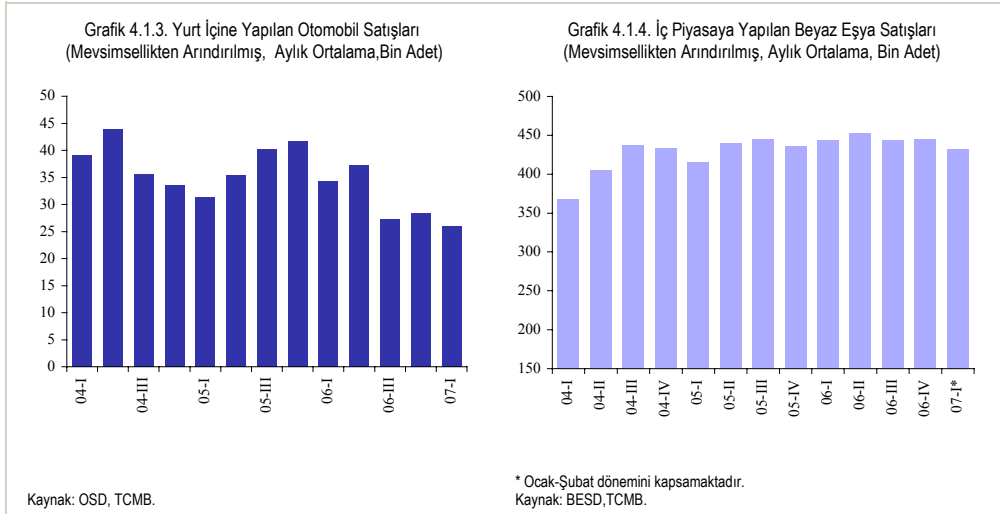
Kaynak: TÜİK.

Sanayi üretim endeksi, 2007 yılının Ocak-Şubat döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,8 oranında büyümüştür. Bu gelişmede, 2006 yılının Ocak ayında doğalgaz kesintileri ve kötü hava koşulları sebebiyle gerileyen sanayi üretiminin yarattığı düşük baz etkili olmuştur. Nitekim mevsimsellikten arındırılmış veriler, sanayi üretiminde bir canlanmaya işaret etmemektedir (Grafik 4.1.2). İç talepteki yavaşlama sanayi üretimini kısıtlarken, ihracattaki olumlu performans sanayi üretimini desteklemektedir.

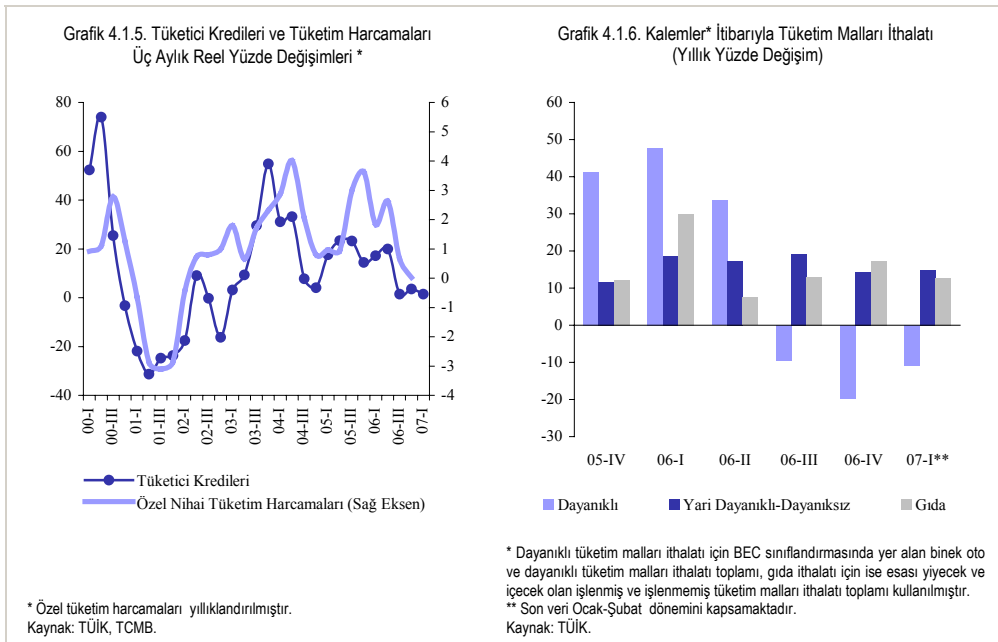
Mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım verileri, Mart ayında sanayi üretiminin ılımlı artışlarını koruduğuna işaret etmektedir. Ancak 2006 yılının ilk çeyreğindeki baz etkisi dikkate alındığında sanayi sektörü üretimi ve katma değerinin 2007 yılının ilk çeyreğinde de, yıllık olarak yüksek bir oranda artmaya devam etmesi beklenmektedir.



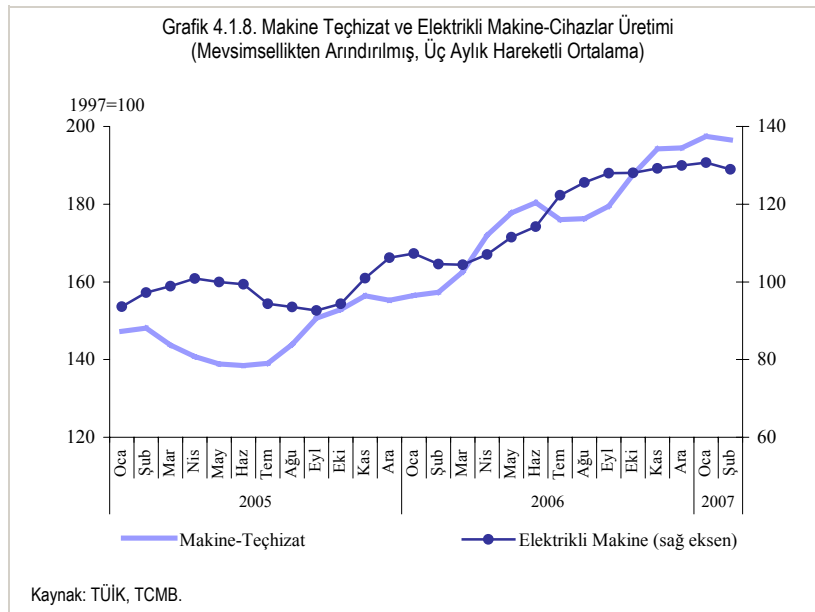
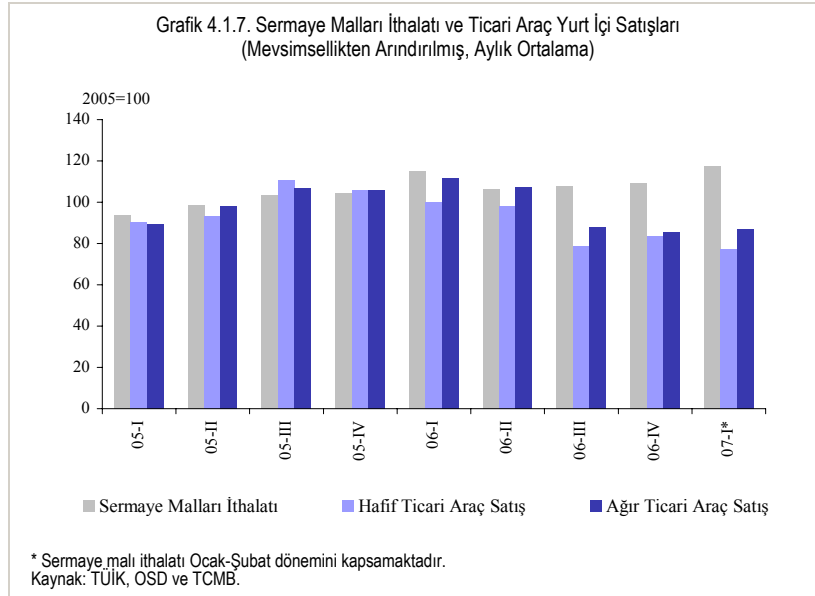
2006 yılının Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanmalar nedeniyle yılın üçüncü çeyreğinde sert bir şekilde düştükten sonra dördüncü çeyrekte kısmen toparlanan otomobil satışları, 2007 yılının Ocak-Şubat döneminde tekrar gerileme eğilimine girmiştir (Grafik 4.1.3). Beyaz eşya satışlarında da benzer bir eğilim görülmektedir (Grafik 4.1.4). Bu bağlamda, dayanıklı tüketim malları talebindeki yavaşlamanın özel tüketim harcamalarını sınırlamaya devam ettiği düşünülmektedir.



Tüketim harcamalarına yönelik bir diğer gösterge olan tüketici kredilerinde durağan seyir devam etmektedir (Grafik 4.1.5). 2007 yılının ilk çeyreği itibarıyla, taşıt kredilerindeki gerileme devam ederken tüketici kredilerinin diğer alt kalemlerinin artış oranlarında, 2006 yılının ikinci yarısına kıyasla bir hızlanma görülmemektedir. Tüketim malları ithalatı verileri de dayanıklı tüketim malları harcamalarının yıllık olarak düştüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.1.6). Dolayısıyla, yılın ilk yarısında özel tüketim harcamalarının yıllık artışlarında, 2006 yılının aynı dönemindeki yüksek baz etkisi de dikkate alındığında, önemli bir değişim beklenmemektedir.



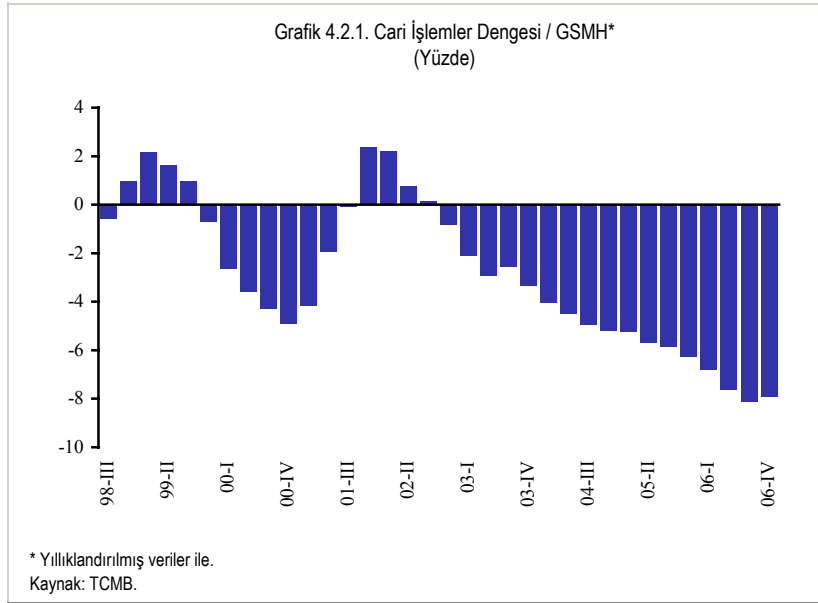
Özel sektör tarafından alınan yapı ruhsatları, 2006 yılında yüzde 13 oranında artmıştır. Bu durumda, özel inşaat yatırımlarının 2007 yılında da, 2005 ve 2006 yıllarındaki kadar olmasa da, yüksek bir oranda artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Makine-teçhizat yatırımlarındaki yavaşlamanın ise kısa vadede sürmesi beklenmektedir. Sermaye malları ithalatı 2007 yılı Ocak-Şubat döneminde 2006 yılının son çeyreğine göre artmakla birlikte, otomobil satışlarına paralel olarak gerileyen hafif ticari araç satışları, makine-teçhizat yatırımlarını kısıtlamaya devam etmektedir (Grafik 4.1.7). Yatırım malları üreten makine-teçhizat ve elektrikli makine ve cihazlar sektörleri üretimleri de, yatırımlarda bir ivmelenmeye işaret etmemektedir (Grafik 4.1.8).



## 4.2. Dış Talep

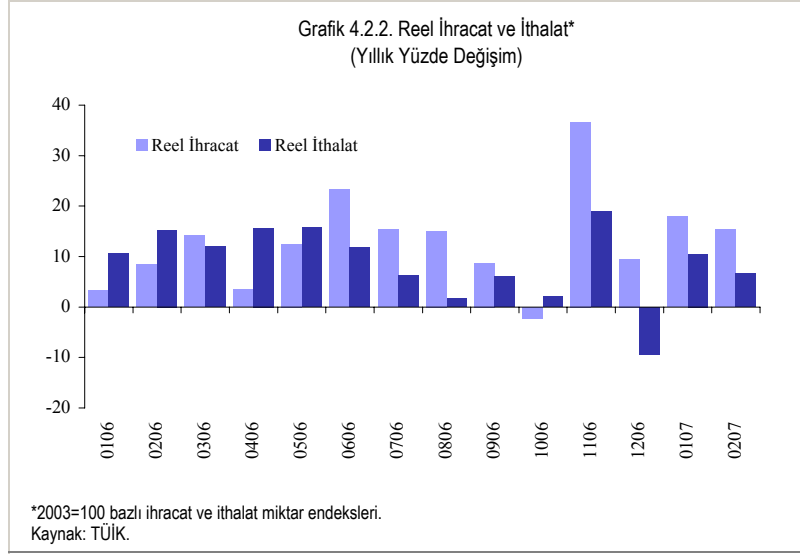
2006 yılında, ödemeler dengesi tanımlaması çerçevesinde dış ticaret açığının 40,1 milyar ABD dolarına ulaşması sonucu cari işlemler açığı 31,7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Özellikle yılın ikinci yarısından itibaren, ithalat artış hızında yavaşlama gözlenirken, ihracat güçlü performans sergilemiştir. Bu dönemde, iç talebin yavaşlaması ve petrol fiyatlarının gerilemesi sonucu hem reel hem de nominal verilere göre, ihracat artış oranı ithalat artışının üzerinde gerçekleşmiştir. Nitekim, yılın ikinci yarısında milli gelir hesaplamaları bazında net mal ve hizmet ihracatı sabit fiyatlarla pozitif

olarak gerçekleşmiş ve büyümeye olumlu katkıda bulunmuştur. Böylece, 2006 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla yıllıklandırılmış verilere göre yüzde 8,1 olan cari işlemler açığının Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ya oranı, sene sonunda yüzde 7,9 seviyesine gerilemiştir (Grafik 4.2.1).



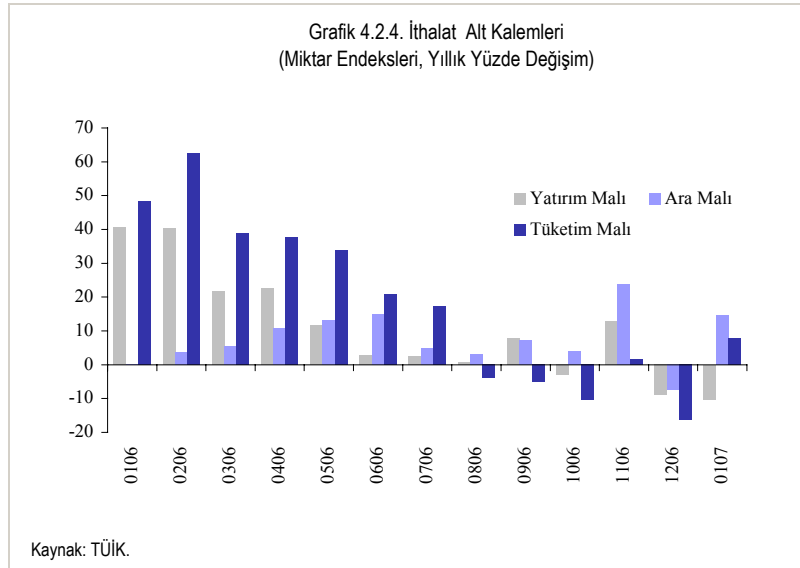
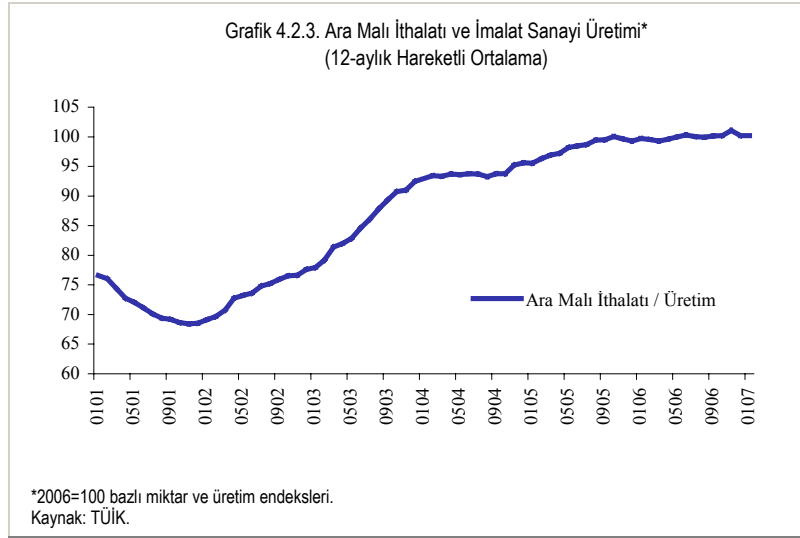
2007 yılının ilk iki ayında dış ticaretteki iyileşme eğilimi devam etmiştir. Bunun yanı sıra, 2006 yılında gerileyen turizm gelirlerinin Ocak-Şubat döneminde artması cari işlemler açığına olumlu katkıda bulunmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak, cari işlemler açığı söz konusu dönemde 6,3 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir.

Mal ihracatı ve ithalatındaki yıllık artış oranları, Ocak-Şubat döneminde sırasıyla yüzde 26,5 ve yüzde 21,5 oranında gerçekleşmiştir. Miktar endeksleri bazında incelendiğinde, aynı dönemdeki ihracat ve ithalattaki artışların sırasıyla yüzde 16,5 ve yüzde 8,4 olduğu gözlenmiştir (Grafik 4.2.2). Mart ve Nisan aylarına ilişkin öncü veriler de ihracatın gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak, yukarıda da vurgulandığı üzere, 2007 yılının ilk yarısında net mal ve hizmet ihracatının büyümeye olan katkısını sürdürmesi beklenmektedir.



İhracat performansında 2006 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen iyileşme sektörel bazda incelendiğinde, başta motorlu kara taşıtları, ana metal sanayi ile makine ve teçhizat ihracatındaki yüksek artışlar dikkat çekmektedir. Kara taşıtları sektöründe yeni model üretimlerine başlanması, ana metal sektöründe ise hem özelleştirme ile gelen verimlilik artışları hem de fiyat artışları etkili olmuştur. Öte yandan, tekstil ve giyim sektörü ihracatı, toplam ihracat artışının gerisinde kalmakla beraber, büyümesini sürdürmüştür. Söz konusu sektörlerde, en büyük ticaret ortağımız olan Avrupa Birliğine (AB) yakınlık ve yüksek ürün kalitesi, Çin gibi ucuz iş gücü rezervlerine sahip ülkelerle rekabet avantajı sağlamaya devam etmiştir.

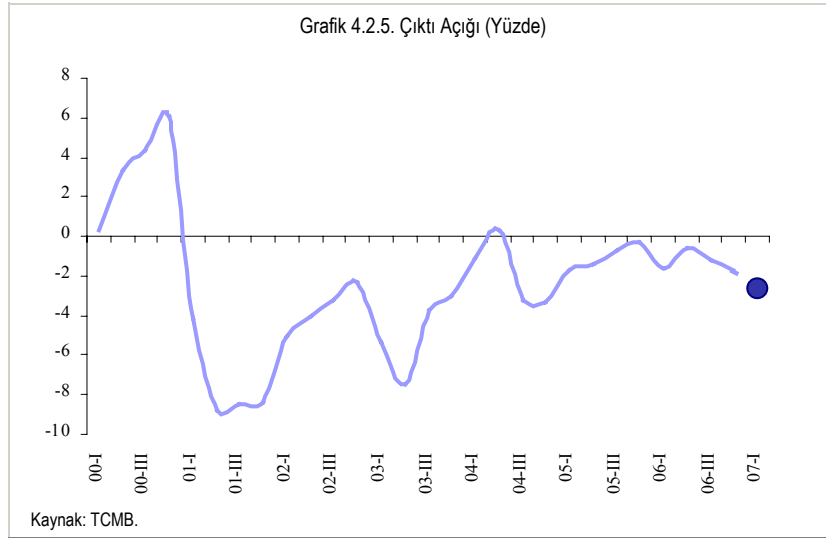
İthalatta ise, son aylarda, ara malı ithalatının toplam ithalat artışının belirleyicisi olduğu gözlenmektedir. Petrol fiyatlarının gerilemesine karşın, güçlü sanayi üretimi ara malı ithalat artışındaki en önemli unsur olmuştur (Grafik 4.2.3). 2007 yılının ilk yarısında, sanayi üretimindeki artışlarla ara malı ithalatının yükselmeye devam etmesi, ancak, önceki yılın ikinci çeyreğindeki yüksek baz etkisinin yıllık artış oranlarını sınırlandırması beklenmektedir. Diğer taraftan, 2006 yılının Nisan ayından itibaren sermaye malı ithalatı yavaşlama eğilimi göstermektedir (Grafik 4.2.4). Söz konusu yavaşlamada, sanayi ile ilgili taşımacılık araç ve gereçleri ithalatındaki düşüşün etkili olduğu gözlenmektedir. Tüketim malı ithalatı ise, Ocak-Şubat döneminde gerilemeye devam etmiştir. Önümüzdeki kısa dönemde, iç talepteki yavaşlama ve yüksek baz etkisi göz önüne alındığında, tüketim malı ithalatındaki gerilemenin ve sermaye malı ithalatındaki yavaşlamanın sürmesi beklenmektedir.



Özellikle yılın ilk yarısında, güçlü dış talebin, verimlilik artışlarının ve iç talepteki yavaşlamanın dış ticaret açığındaki iyileşmeyi desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. AB’de ekonomik faaliyetin ve euronun gücünü koruması bu beklentiye desteklemektedir.

Özetle, mevcut veriler, 2007 yılının ilk çeyreğinde, 2006 yılının ikinci yarısına benzer bir büyüme kompozisyonu öncülemektedir. İç talebin büyümeye katkısının sınırlı kalacağı, dış talebin büyümeyi önemli ölçüde destekleyeceği düşünülmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler, ekonomik faaliyette önemli bir artış olmadığına işaret etmektedir.

Bu doğrultuda oluşturulan çıktı açığı tahminleri, talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.5). Ancak, 2006 yılı büyümesinde yapılan revizyonlar gözönüne alınarak, çıktı açığı 2006 yılının son çeyreği için Ocak ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Bir diğer ifadeyle, 2006 yılındaki talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin, Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ifade edilenden daha düşük olabileceği değerlendirilmektedir. 2007 yılının ilk çeyreğinde ise toplam talepte önemli bir büyüme beklenmediğinden çıktı açığının enflasyon açısından bir önceki çeyreğe göre daha olumlu düzeyde olacağı öngörülmektedir.



### 4.3. İş Gücü Maliyetleri

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan “İmalat Sanayinde Çalışanlar, Üretimde Çalışılan Saat ve Kısmi Verimlilik Endeksi” sonuçlarına göre 2006 yılının dördüncü çeyreğinde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,2 oranında artmıştır (Tablo 4.3.1). Bu dönemde, bir önceki yılın aynı dönemine göre, kamu sektörü istihdamı gerilemiş, özel sektör istihdamı ise artmıştır. Böylece, 2006 yılında 2005 yılına göre imalat sanayi istihdamı yüzde 0,7 oranında gerilemiştir. Çalışılan saat başına reel ücretler dördüncü çeyrekte yüzde 2,1 oranında artmıştır. Çalışılan saat başına verimlilik dördüncü çeyrekte yüzde 5,3 oranında ve 2006 yılında 2005 yılına göre yüzde 6,7 oranında artış göstermiştir. Çalışan kişi başına



kazanç dördüncü çeyrekte yüzde 2,8 ve yıl genelinde yüzde 0,9 oranında artmıştır.

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

	2005					2006				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>İstihdam<sup>(1)</sup></b>	1,9	-1,7	-1,8	-1,1	-0,7	-1,9	-1,4	-0,7	1,2	-0,7
Kamu	-10,2	-7,1	-8,6	-7,2	-8,1	-3,3	-3,8	-5,7	-2,9	-4,1
Özel	3,2	-1,2	-1,1	-0,4	0,1	-1,9	-1,2	-0,2	1,6	-0,4
<b>Ücret<sup>(2)</sup></b>	3,2	2,1	1,6	0,7	2,0	1,0	0,5	0,0	2,1	0,9
Kamu	8,7	5,4	9,0	8,4	8,0	-3,9	-2,7	-4,0	-1,4	-3,0
Özel	3,5	2,0	1,0	-0,1	1,7	1,8	1,3	1,2	3,1	1,9
<b>Verimlilik<sup>(3)</sup></b>	5,1	4,3	6,1	8,4	6,0	5,0	9,9	6,5	5,3	6,7
Kamu	7,0	11,8	15,5	9,8	11,0	-3,0	9,6	13,3	8,3	7,0
Özel	6,1	3,5	5,2	8,8	5,9	6,6	10,2	5,8	5,1	6,9
<b>Kazanç<sup>(4)</sup></b>	2,8	2,7	2,5	0,8	1,8	0,4	0,4	0,0	2,8	0,9
Kamu	10,6	3,5	8,8	3,0	6,1	-3,3	-2,3	-0,4	-0,1	-1,5
Özel	2,9	3,2	2,0	1,3	1,9	1,3	1,2	0,7	4,0	1,9

<sup>1</sup> İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100

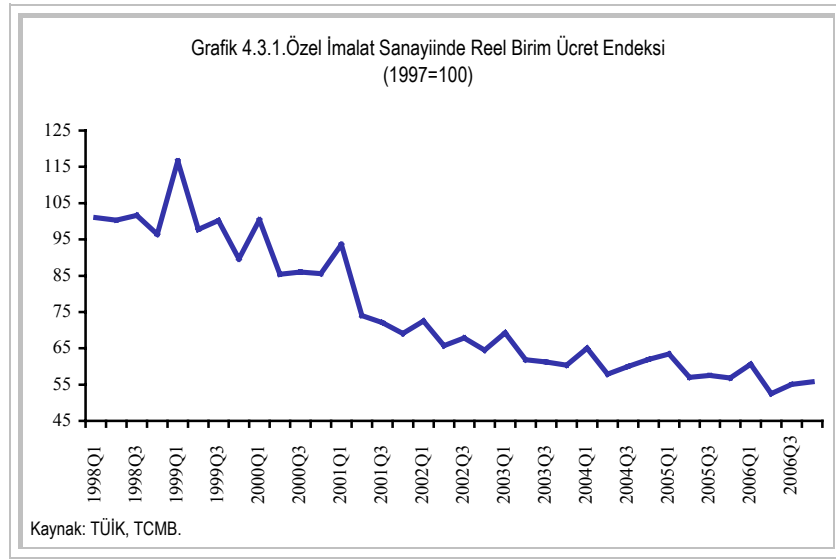
<sup>2</sup> Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

<sup>3</sup> Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

<sup>4</sup> Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

Kaynak: TÜİK.

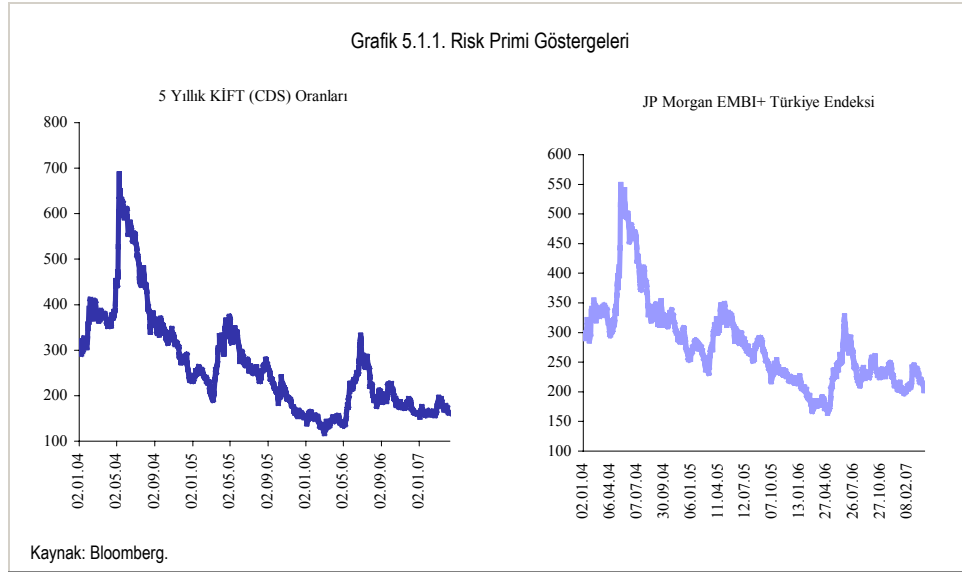
Verimlilik artışlarının reel ücret artışlarının üzerinde gerçekleşmesi sonucunda, özel imalat sanayinde reel birim ücretler dördüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,9 oranında gerilemiştir (Grafik 4.3.1). 2006 yılı genelinde ise, reel birim ücretler 2005 yılına göre yüzde 4,8 oranında gerileyerek gerek enflasyona gerekse ihracat performansına olumlu katkı yapmıştır. Sanayi üretimi ve verimlilikteki artışların sürmesiyle birlikte, imalat sanayinde reel birim ücretlerin önümüzdeki dönemde de birim maliyetleri sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir.



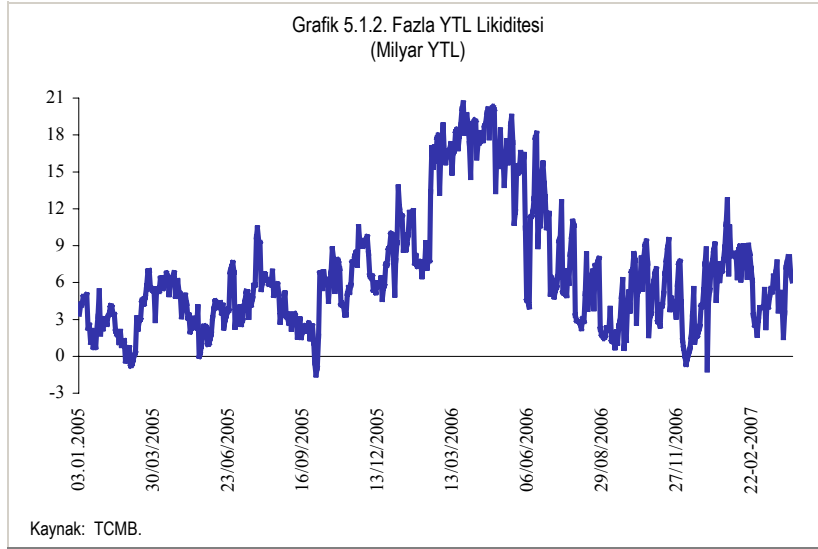
## 5. Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Mali Piyasalar

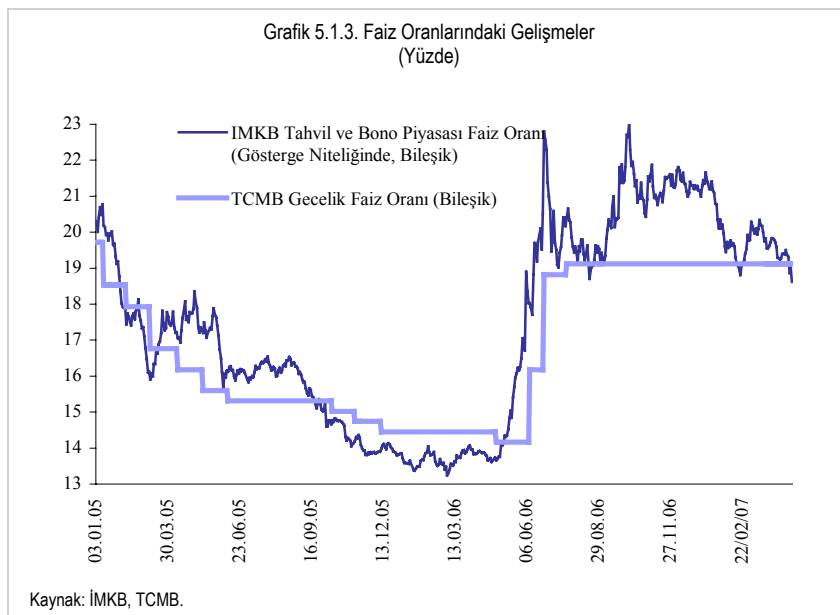
2007 yılının ilk çeyreğinde, uluslararası likidite koşulları ve global risk iştahı, gelişmekte olan ülkelerin lehine seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.2.2). Şubat ayı sonundaki ABD ekonomisinin beklenenden sert bir yavaşlama gösterebileceği yönündeki endişelerin ve Çin ekonomisine ilişkin belirsizliklerin yol açtığı oynaklık artışı kısa süreli olmuş ve enflasyon görünümünü etkilememiştir. Uluslararası likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler, Kredi İflas Takası (KİFT) ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksleri gibi risk primine ilişkin göstergelerdeki düşüşte kendini göstermektedir (Grafik 5.1.1). Bununla birlikte, kısa vadede, uluslararası piyasaların gelişmiş ülkelerin büyüme ve enflasyon verilerine hassas olmaya devam etmesi beklenmektedir.



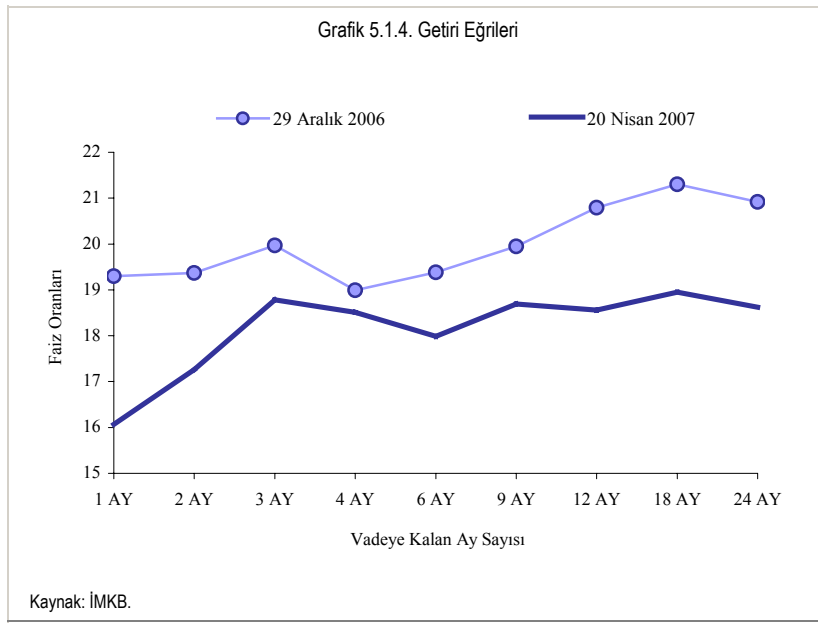
Gecelik piyasada sterilize edilen fazla likidite yılın ilk üç aylık döneminde, geçtiğimiz çeyreğe kıyasla bir miktar daha yüksekte gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.2). Bu gelişmede, TCMB'nin döviz alım ihalelerine yeniden başlaması etkili olmuştur.



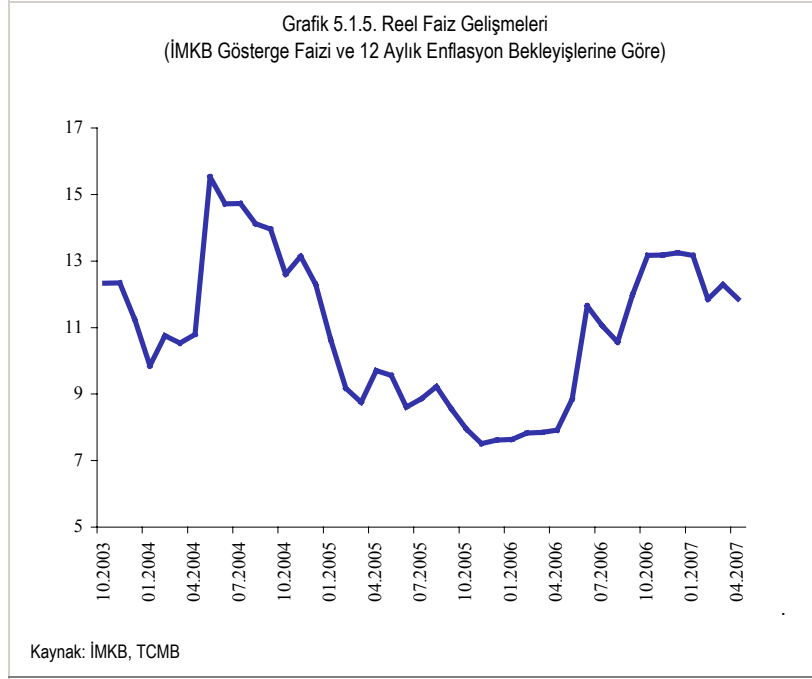
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranında sene başından itibaren gözlemlenen düşüş eğilimi, Şubat sonunda uluslararası likidite koşullarındaki geçici bozulma nedeniyle duraklamış olsa da, Nisan ayının üçüncü haftasında ihraç edilen yeni gösterge kıymetin getirisi TCMB politika faizinin altına inmiştir (Grafik 5.1.3)Gösterge faizindeki düşüş eğiliminin büyük ölçüde yurt içindeki belirsizlik algılamalarının hafiflemesi nedeniyle talep edilen risk priminin azalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.



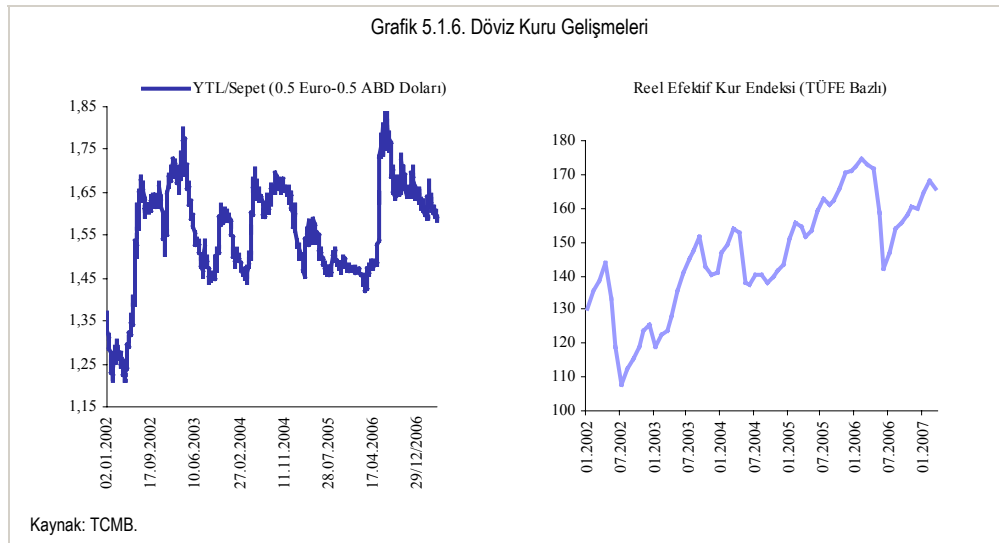
2007 yılının ilk çeyreğinde para politikasının kararlı duruşunun devam etmesi enflasyon belirsizliğinin azalmasına yol açarak uzun vadeli faizlerin düşüşüne destek vermiştir. 20 Nisan 2007 tarihinde oluşan getiriler, risk primindeki azalma ve enflasyon beklentilerindeki düşüşün de etkisiyle her vadede 2006 yıl sonunda oluşan getirilerin altında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.4). Ayrıca, oluşan getiri eğrilerinin 18 ay vadeden itibaren aşağı yönlü olması, ekonomik birimlerin orta vadede enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğine ilişkin beklentilerini koruduğuna işaret etmektedir.



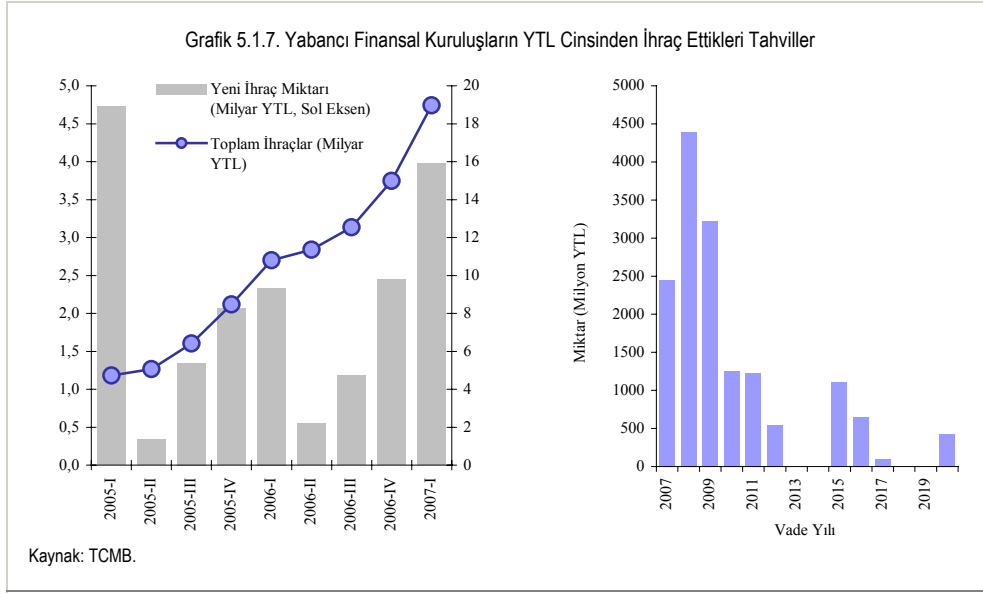
Gösterge kıymet faizleri ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 aylık enflasyon beklentilerinden hesaplanan reel faizler, Şubat ayındaki geçici duraklama dışında, nominal faizlerdeki düşüşün etkisiyle gerileme eğilimine devam etmiştir (Grafik 5.1.5).



Yılın ilk üç aylık döneminde, yurt dışında yerleşik yatırımcıların portföylerindeki YTL cinsi varlıkları artırmaları ve yüksek seyreden doğrudan yabancı sermaye girişlerine paralel olarak YTL'deki güçlenme süreci devam etmiştir (Grafik 5.1.6). 2007 yılının ilk çeyreğinde döviz alım ihalelerinde TCMB tarafından gerçekleştirilen net döviz alım tutarı yaklaşık 2 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. TCMB brüt döviz rezervleri 13 Nisan 2007 itibarıyla 65,7 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.



Yurt dışında YTL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı finansal kuruluşların YTL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2007 yılının ilk çeyreğinde artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.1.7). Bu gelişme, mevsimsel etkilerin yanısıra yurt dışında yerleşik yatırımcıların risk algılamalarında bozulma olmadığına işaret etmektedir.



## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

TCMB'nin 2006 yılı Haziran ayında para politikasını sıkılaştırması sonrasında yavaşlayan kredi artış hızı, 2007 yılının ilk çeyreğinde de benzer bir eğilim sergilemiştir. Tüketici kredileri düşük hızda artışına devam etmiştir (Tablo 5.2.1). Son üç çeyrekte tüketici kredilerindeki artışın büyük ölçüde konut ve taşıt dışında kalan ve daha çok kısa vadeli ihtiyaç kredilerinden oluşan “diğer krediler” kaleminden kaynaklandığı görülmektedir. Konut kredileri düşük hızla artışına devam etmiş, taşıt kredileri ve kredi kartları ise reel olarak azalış göstermiştir.

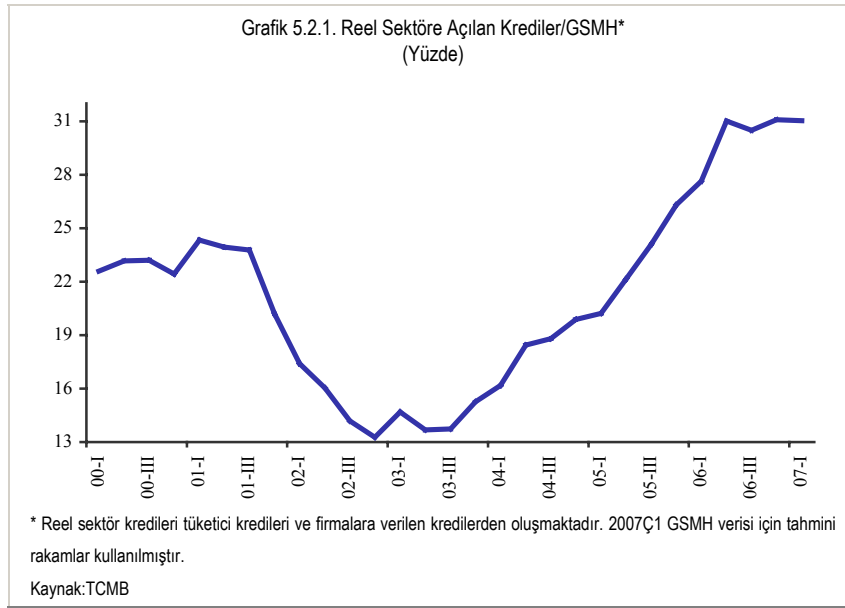
Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar  
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2005	2006			2007	
	I	I	II	IV	I	
Tüketici Kredileri	14,4	17,2	20,0	1,5	3,3	2,6
Konut Kredileri	33,3	29,2	22,8	0,9	2,0	2,7
Taşıt Kredileri	6,0	1,9	5,1	-6,4	-5,5	-8,9
Diğer Krediler	1,6	11,7	24,3	6,0	8,7	6,6
Kredi Kartları	2,3	2,0	6,8	2,1	4,4	-1,6

Kaynak: TCMB.

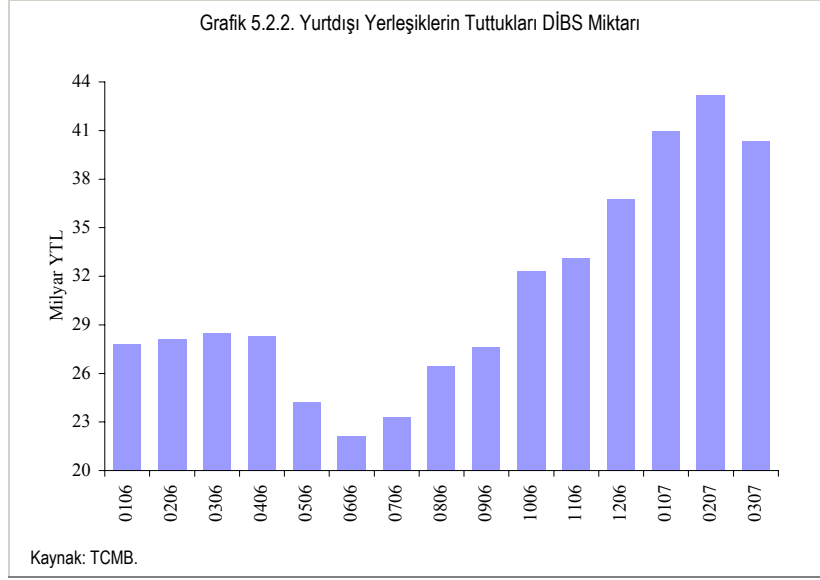
Tüketici kredileri artış hızında 2006 yılının ikinci yarısında başlayan yavaşlamanın 2007 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi, yavaşlamanın sadece 2006 Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanmadan kaynaklanmadığına ve para politikası aktarım mekanizmasında kredi kanalının önemli ölçüde işlemeye başladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, kredilerdeki yavaşlamada, risk algılamalarındaki dönemsel artış nedeniyle gerek bankaların gerekse tüketicilerin ihtiyatlı davranmalarının katkısının da olduğu belirtilmelidir.

2007 yılının ilk çeyreğinde, firmalara verilen krediler de düşük bir hızda artışa devam etmiştir. Böylelikle tüketici kredileri ve firmalara verilen kredilerden oluşan reel sektöre açılan kredilerin GSMH'ye oranı, son üç çeyrekte önemli bir değişim göstermemiştir.

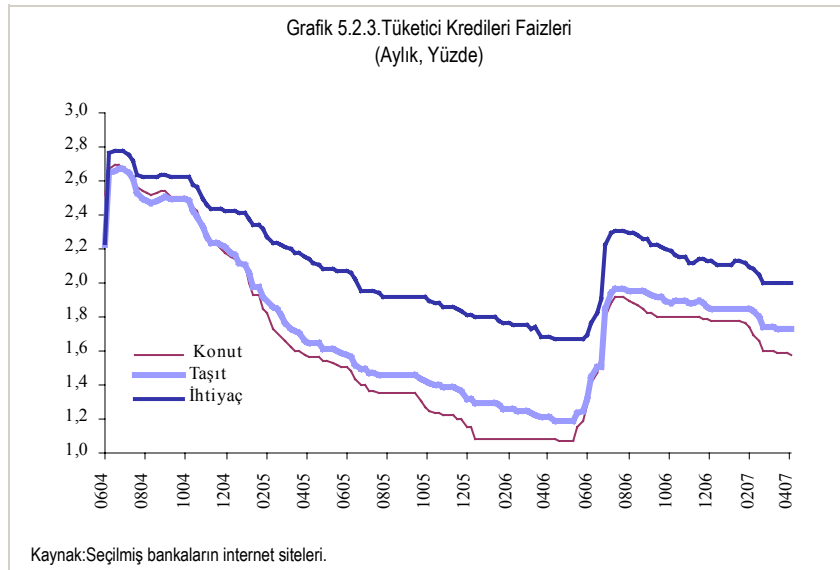


Son dönemde iç piyasadaki likiditenin artış eğiliminde olması ve dış borçlanma imkanlarının olumlu seyri, kredi arz koşullarını olumlu etkilemiştir. Bir yandan Hazine'nin yüksek seyreden nakit varlıkları sayesinde borç çevirme oranını yüksek tutma ihtiyacının düşmesi, diğer yandan TCMB'nin döviz alım ihaleleriyle piyasaya YTL arzını sürdürmesi, piyasadaki likiditenin artışına katkıda bulunan etkenlerdir. Ayrıca, yabancı finansal kuruluşların YTL tahvil ihraçlarının olumlu seyretmesi de bankaların yurt dışından YTL cinsi borçlanma imkânlarına katkıda bulunan bir diğer unsur olmuştur (Grafik 5.1.7). Son olarak, yurt dışında yerleşiklerin bu çeyrekte de DİBS portföylerini artırmaya devam ettikleri

gözlenmektedir (Grafik 5.2.2). Tüm bu gelişmeler beraber değerlendirildiğinde bankaların krediye dönüştürülebilir fonlarının artış eğiliminde olduğu görülmektedir.



Kredi arzı koşullarındaki görece iyileşmeye rağmen, kredi faizlerinin yüksek seyretmesi kredi talebini sınırlamaya devam etmektedir. Kredi faizleri, 2007 yılının ilk çeyreğinde sınırlı oranda bir azalış göstermesine rağmen 2006 yılının ilk yarısı ile kıyaslandığında halen yüksek seviyelerdedir (Grafik 5.2.3). Bu çerçevede, faiz oranları daha düşük seviyelere inmediği sürece kısa vadede tüketici kredilerinde yeni bir ivmelenme beklenmemektedir.





### KUTU 5.1. ENFLASYONA ENDEKSLİ TAHVİLLERİN ENFLASYON BEKLENTİLERİNE İLİŞKİN İÇERDİĞİ BİLGİLER

Enflasyon hedeflemesi, enflasyon beklentilerinin yönetimini esas alan bir para politikası rejimidir. Bu çerçevede, orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflerle ne ölçüde uyumlu olduğu merkez bankaları açısından önemli bir kredibilite ölçütü olarak tanımlanmakta ve enflasyon beklentilerine dair niceliksel bilgiler büyük önem taşımaktadır. TCMB, enflasyon beklentilerinin doğru ölçülmesine katkıda bulunmak amacıyla 2001 yılında bir beklenti anketi tasarlayarak sonuçlarını düzenli olarak yayımlamaya başlamıştır.

Ancak iktisat ve finans literatüründeki çalışmalar, anketlere dayalı olarak oluşturulan beklentilerde riskin yeterince fiyatlanmadığını ve bu nedenlerle merkez bankalarının bilgi setinde enflasyona endeksli bonolar gibi piyasa enstrümanlarından çıkarılabilecek alternatif ölçütlerin de bulunmasının faydalı olacağını değerlendirmektedir. 19 Şubat 2007 tarihinde gerçekleştirilen ihaleyle Hazine Müsteşarlığı tarafından 5 yıl vadeli TÜFE'ye endeksli kuponlu devlet tahvili çıkartılmış ve böylece Türkiye'de orta-uzun vadeli enflasyon beklentilerine dair bilgi edinilebilecek alternatif bir piyasa enstrümanı oluşmuştur. TÜFE'ye endeksli devlet tahvillerinin fiyatları enflasyon beklentileri ve risk primine ilişkin önemli bilgiler içerebilmektedir. Ancak, enflasyona endeksli tahvillerden çıkarılacak bilgiler, anket verileri gibi doğrudan gözlemlenebilir olmadığından, teknik olarak dikkatle analiz edilmeleri gerekmektedir. Bu kutu, enflasyona endeksli tahvillerden elde edilen bilgilerin doğru yorumlanabilmesine katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

#### **Enflasyona Endeksli Olmayan Tahvillerin Getiri Bileşenleri**

Enflasyona endeksli tahvillerden enflasyon beklentilerine dair bilgilerin sağlıklı olarak çıkarılabilmesi için piyasada benzer vade ve nakit akışına sahip enflasyona endeksli olmayan tahvillerin bulunması faydalı olmaktadır. Benzer vade ve nakit akışına sahip enflasyona endeksli olmayan YTL cinsi devlet tahvili ile enflasyona endeksli tahvil arasındaki faiz farkı beklenen enflasyona ilişkin önemli bilgiler verebilmektedir.

Enflasyona endeksli olmayan tahvil ile enflasyona endeksli tahvil arasındaki faiz farkının doğru yorumlanabilmesi için öncelikle endeksli olmayan tahvilin nominal faizinin hangi alt bileşenlerden oluştuğunu anlamak gerekmektedir. Finansal varlıkların fiyatlamasında beklenen getiri kadar, o varlığa ilişkin riskler de göz önüne alınmaktadır. Bu çerçevede enflasyona endeksli olmayan YTL cinsi devlet tahvillerinde oluşan nominal faizin bileşenleri şu şekilde gösterilebilir:

$$\begin{array}{l}
 \text{Nominal Faiz} = \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Ortalama Faiz Beklentisi}} + \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Vade Primi}} \\
 = \text{(Reel Faiz Beklentisi + Enflasyon Beklentisi)} + \text{(Faiz Primi + Diğer Primler)} \\
 \text{Faiz Primi} \left\{ \begin{array}{l} * \text{ Reel Faiz Risk Primi} \\ * \text{ Enflasyon Risk Primi} \end{array} \right. \quad \text{Diğer Primler} \left\{ \begin{array}{l} * \text{ Ödeyememe (Default) Riski Primi} \\ * \text{ Kur Riski Primi} \\ * \text{ Likidite Primi} \end{array} \right.
 \end{array}$$

Dolayısıyla, nominal faiz sadece reel faiz ve enflasyon beklentisini değil, aynı zamanda bir çok farklı risk priminin bileşimini bir arada yansıtmaktadır. Nominal faizdeki bir değişim bu bileşenlerin herhangi birinden kaynaklanabilmektedir:

- *Reel Faiz Risk Primi*: Ekonomik konjonktürün beklentilerin dışında bir yapı sergilemesi (örneğin verimlilik artışlarının beklentilerin üzerinde seyretmesi ve potansiyel büyüme hızının geçici olarak yükselmesi) durumunda reel faizlerin beklenen reel faizden farklılaşması ihtimaline karşı talep edilen risk primidir.
- *Enflasyon Risk Primi*: Enflasyonun beklentiler dışında gerçekleşmesi ihtimaline karşı talep edilen risk primidir. Kronik enflasyon geçmişi olan ülkelerde bu primin seviyesi ve oynaklığının yüksek olması beklenir.
- *Ödeyememe (Default) Riski Primi*: Borç alan tarafın vadesi gelmiş anapara veya faiz ödemelerini karşılayamama ihtimaline karşı talep edilen risk primidir.
- *Kur Riski Primi*: Hesaplamalarını yabancı para birimi üzerinden yapan yatırımcının kıymetin endeksli olduğu yerli para birimindeki değer kaybına karşı talep ettiği risk primidir.
- *Likidite Primi*: Kıymetin ikincil piyasada aktif olarak alım satımı yapılmamasından dolayı nakde çevirme esnasında katlanılması gereken olası değer kaybına ilişkin talep edilen risk primidir.

Kuşkusuz, bu bileşenler birbirinden tamamen bağımsız değildir. Çoğu zaman ekonomide vade primindeki değişim bir çok riskin aynı anda farklılaşmasından kaynaklanabilmektedir. Örneğin döviz kurunda dalgalanmaların arttığı bir dönemde hem kur riski hem de enflasyon riski aynı anda artmakta ve bu iki bileşeni ayırdetmek mümkün olmamaktadır.

### *Enflasyon Telafisi*

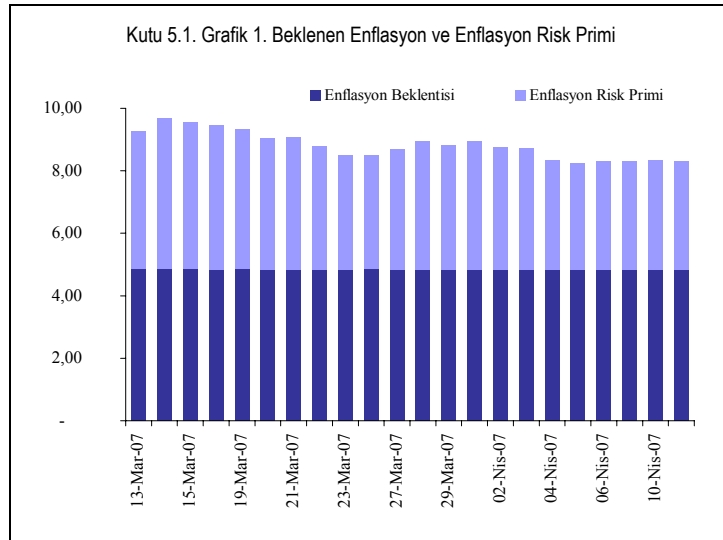
Enflasyona endeksli bir kıymetin fiyatı (getirisi), enflasyon ve enflasyon riskine karşı koruma sağladığından, aynı vade yapısına sahip enflasyona endeksli olmayan kıymetten daha yüksek (düşük) olacaktır. Benzer vade ve nakit akışına sahip enflasyona endeksli olmayan YTL cinsi devlet tahvili ile enflasyona endeksli tahvilin faizleri arasındaki fark *ortalama* enflasyon beklentisi ve bu beklentideki belirsizlikten kaynaklanan enflasyon risk primininin toplamından oluşmaktadır.<sup>1</sup> Enflasyon ve enflasyon risk priminin toplamı "*enflasyon telafisi*" olarak tanımlanabilmektedir.

Kuşkusuz, buradaki temel varsayım, her iki kıymet için de yukarıdaki denklikte ifade edilen vade priminin enflasyon riski dışındaki diğer bileşenlerinin (ödeyememe, kur, reel faiz ve likidite primlerinin) aynı olduğudur: İki kıymet de Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edildiğinden ödeyememe riski primi açısından ve YTL cinsinden ihraç edildikleri için kur riski primi açısından bir fark bulunmamaktadır. İki kıymetin nakit akım tarihleri aynı olduğu için reel faiz riski primi de farklılık arz etmeyecektir. Ayrıca, söz konusu enflasyona endeksli kıymet ve ona yakın vadedeki 5 yıllık sabit kuponlu devlet tahvilinin ikincil piyasadaki ortalama işlem hacmi önemli bir farklılık göstermediği için likidite primi farkının da göz ardı edilebileceği varsayılmaktadır.

<sup>1</sup> Piyasada zaman zaman enflasyon risk priminin de bu farkın içinde olduğu gözden kaçırılmakta ve bu fark hatalı bir şekilde ortalama enflasyon beklentisi olarak yorumlanmaktadır.

19 Şubat 2007 tarihinde gerçekleştirilen ihaleyle Hazine Müsteşarlığı tarafından 5 yıllık TÜFE'ye endeksli kuponlu devlet tahvili çıkartılmıştır. Söz konusu kıymetten bir ay sonra ise 5 yıllık sabit kuponlu nominal devlet tahvili çıkartılmıştır. Benzer nakit akım tarihlerine ve miktarlarına sahip olan bu iki kıymetin getirileri arasındaki farkın 5 yıllık ortalama enflasyon telafisinin ölçümünde kullanılabileceği düşünülmektedir.

Grafik'te bahsedilen iki kıymet arasındaki getiri farkı şeklinde tanımlanan enflasyon telafisinin bileşenleri verilmektedir. Enflasyon telafisini enflasyon ve enflasyon risk primi olarak ayırtırmak için Beklenti Anketi kullanılmıştır. Mevcut durumda 5 yıllık ortalama enflasyon beklentisi verisi olmadığından ilk iki yıl için TCMB Beklenti Anketi'nin 12 ve 24 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentisi ile sonraki üç yıl için enflasyon hedefi kullanılarak 5 yıllık ortalama enflasyon beklentisi türetilmiştir. Anket yoluyla elde edilen beklentilerin zaman zaman rasyonellikten sapma olasılığı bulursa da yine de hali hazırda ortalama enflasyon beklentisi için referans alınabilecek alternatif bir veri mevcut değildir. Bu şekilde hesaplanan 5 yıllık ortalama enflasyon beklentileri ve bu beklentilerin enflasyon telafisinden çıkarılması yoluyla hesaplanan enflasyon risk primi Grafik'te sunulmaktadır.



Yukarıdaki grafikte göze çarpan bulgu, ülkemizde enflasyon risk priminin halen çok yüksek düzeylerde olduğudur. Enflasyon risk priminin bu düzeyi, bugün gelinen noktayı fiyat istikrarı olarak tanımlamanın mümkün olmadığına işaret etmekte ve enflasyonla mücadelenin devamının gerekliliğini çarpıcı biçimde ortaya koymaktadır. Ülkemizde uzun vadeli faizlerin yüksek olmasının ana nedenlerinden biri de enflasyon risk priminin yüksek olmasıdır. Enflasyon risk priminin azalması için ise basiretli bir para politikası ön şarttır. Fiyat istikrarına ulaşılmasına destek verecek her adım, enflasyon riskinin düşürülmesine katkıda bulunarak uzun vadeli nominal ve reel faizlerdeki düşüşü beraberinde getirecektir. Bu da Hazine'nin borçlanma maliyetini düşürerek tasarrufların daha çok reel ekonomik faaliyetlere yönelmesine ve dolayısıyla potansiyel ve gerçekleşen büyümenin artmasına yol açacaktır.

## 6. Kamu Maliyesi

2007 yılının ilk üç ayı itibarıyla merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderlerinde görülen yüksek oranlı artış, harcamalarda kısıntıya gitmeye yönelik 4,4 milyar YTL tutarındaki bir tasarruf paketini gündeme getirmiş bulunmaktadır. Diğer yandan, Türk Telekom'un satışından kalan 5,8 milyar YTL tutarındaki alacak Mart ayında Hazine'ye erken ödenmiş ve bütçeye vergi dışı gelir olarak girmiştir. Bu gelişmeler, 2007 yılı merkezi yönetim bütçe hedeflerinin tutturulacağı yönünde beklentileri güçlendirmektedir. Bununla birlikte, maliye politikasının 2007 enflasyon hedefine destek sağlayabilmesi için merkezi yönetim bütçe hedeflerine ulaşılmasının tek başına yeterli olmayacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede, olası gelir artışlarının harcamalara yönelik kullanılmamasının yanı sıra, faiz dışı fazla hedefine ulaşabilmek için gerekli intibakın dolaylı vergiler yoluyla yapılmaması önem taşımaktadır. Buna ilave olarak, maliye politikasının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin devamı için kamu maliyesinin etkinliğini artırmaya yönelik reformların kesintisiz olarak sürdürülmesi gerekmektedir.

Son yıllarda, mali disiplinle birlikte kamu borç yönetimi makul risk seviyelerinde etkin bir borçlanma stratejisi çerçevesinde yürütülmüş ve bunun sonucunda kısa dönemde borç stokunun çevrilebilirliğine, orta ve uzun dönemde ise sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar büyük ölçüde giderilmiştir. Ancak, sıkı maliye politikasından elde edilen kazanımların kalıcı hale gelebilmesi ve kamu borç stokunun daha düşük düzeylere indirilmesi için gerekli reformların etkin bir şekilde yürütülmesi önemini korumaktadır. Kamu kesiminde yapılan ve yapılmakta olan yapısal reformlar, bir yandan kamu maliyesini daha sağlıklı temellere kavuştururken diğer yandan ekonomide rekabetçi bir yapının yerleşmesi ve dolayısıyla bazı sektörlerde ortaya çıkan enflasyon katılıklarının ortadan kalkması açısından hayati öneme sahiptir.

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

2007 yılı Ocak-Mart döneminde merkezi yönetim faiz dışı dengesi 12,6 milyar YTL fazla verirken, bütçe dengesi 3,3 milyar YTL açık vermiştir (Tablo 6.1.1). Söz konusu açık tutarı, yıl sonu hedefi olan 16,8 milyar YTL'nin yüzde 19,8'ine denk gelmektedir. Ancak, bütçe hedeflerinde öngörülmeven Telekom özelleştirme alacaklarının tamamının Mart ayında erken tahsil edilmesi bu gelişmenin temel belirleyicisi olmuştur.

Merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmelerinin ayrıntıları incelendiğinde, bütçe gelirlerinin 2006 yılı aynı dönemine göre yüzde 20,3 oranında, bütçe giderlerinin ise yüzde 25,6 oranında artış gösterdiği dikkat çekmektedir. Bütçe gelirlerindeki artışta esas olarak vergi dışı gelirlerdeki yüzde 72,0 oranındaki yüksek artış etkili olmuştur. 2007 yılının ilk iki ayı itibarıyla önemli oranda düşüş gösteren vergi dışı gelirler, 5,8 milyar YTL tutarındaki Telekom özelleştirme alacağına Hazine tarafından Mart ayında erken tahsil edilmesi ile birlikte, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin artışında belirleyici rol oynamıştır.

2007 yılının ilk üç ayı itibarıyla, kurumlar vergisi tahsilatındaki yüzde 9,9 oranındaki düşüşün nedeni olarak, kurumlar vergisi mükellefleriyle gerçekleştirilen mahsup ve iade işlemleri sonucunda Ocak ayında kurumlar vergisi tahsilatının negatif gerçekleşmesi ön plana çıkmaktadır. Bilindiği üzere, kurumlar vergisi tahsilatı, şirket bilançolarının vergi idarelerine sunulmasını takip eden aylar olan Şubat, Mayıs, Ağustos ve Kasım aylarında yoğunlaşmakta, diğer aylarda ise düşük düzeylerde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, kurumlar vergisi performansını değerlendirirken, 2006 Şubat ayı ile 2007 Şubat ayı gerçekleştirmelerini karşılaştırmak daha sağlıklı sonuçlar verecektir. 2006 yılı Şubat ayında 3,1 milyar YTL olarak gerçekleşen kurumlar vergisi tahsilatı, 2007 Şubat ayında 3,0 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama ve 2006 yılı ortalarında yapılan bir değişiklikle kurumlar vergisi oranının yüzde 30'dan, yüzde 20'ye indirilmesi kurumlar vergisi tahsilatındaki sınırlı düşüşü açıklamaktadır.

Dahilde alınan KDV tahsilatında Ocak-Mart döneminde yüzde 0,6 oranında sınırlı bir düşüş gerçekleşmiştir. Ocak-Şubat dönemi itibarıyla, KDV tahsilatının yüzde 27,2 oranında düşüş göstermesine, asgari geçim indirimi uygulamasına geçilecek olması nedeniyle fatura-fiş alma eğiliminin azalmasının yol açtığı şeklinde değerlendirmeler yapılmıştır. Ancak, Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından yapılan açıklamada, 2007'nin ilk iki ayında tahsilatın geçen yıla oranla düşük olmasının KDV iadelerinin geçen yıla göre fazla olması ve tahsilatın Mart ayına kaymasından kaynaklandığı vurgulanmıştır. Ocak-Mart dönemi gerçekleştirmeleri bu açıklamayı destekler nitelikte olmakla birlikte, 2007 yılının kalan aylarında KDV tahsilatının dikkatle takip edilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.

Bütçe giderlerindeki hızlı büyümede, faiz giderlerindeki yüzde 41,5 oranındaki artış önemli rol oynamıştır. Faiz dışı bütçe giderlerindeki artışın 2007 yılı genel artış hedefiyle uyumlu olduğu söylenebilir. 2007 yılı Ocak-Mart döneminde yapılan 16,0 milyar YTL'lik faiz ödemesinin 13,4 milyar YTL'si iç borç, 2,5 milyar YTL'si ise dış borç faiz ödemesidir. Faiz giderlerindeki yüksek artışta 2007 Ocak ayındaki yoğun iç borç itfaları belirleyici olmuştur.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar YTL)

	2006 Ocak-Mart	2007 Ocak-Mart	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	2007 Bütçe Hedefi	2007 Bütçe Hedefi/GSMH <sup>1</sup>
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	<b>39,37</b>	<b>49,44</b>	<b>25,57</b>	<b>24,1</b>	<b>204,99</b>	<b>32,5</b>
<b>A) Faiz Giderleri</b>	<b>11,28</b>	<b>15,97</b>	<b>41,52</b>	<b>30,2</b>	<b>52,95</b>	<b>8,4</b>
<b>B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>28,09</b>	<b>33,48</b>	<b>19,16</b>	<b>22,0</b>	<b>152,04</b>	<b>24,1</b>
I. Personel Giderleri	8,94	11,19	25,20	25,6	43,67	6,9
II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	1,21	1,41	15,75	13,9	10,10	1,6
III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	2,64	3,46	31,17	22,2	15,59	2,5
1) Savunma-Güvenlik	0,47	0,63	35,37	7,7	8,17	1,3
2) Sağlık Harcamaları	1,46	1,67	14,42	-	0,17	0,0
a) Genel İlaç Giderleri <sup>2</sup>	0,19	0,19	-2,21	-	0,10	0,0
b) Genel Tedavi ve Sağlık Malzemesi Giderleri	0,34	0,38	11,94	-	0,07	0,0
c) Yeşil Kart Sağlık Hizmetleri	0,93	1,10	18,81	-	0,00	0,0
3) Diğer Mal ve Hizmet Alım Giderleri	0,69	1,14	64,66	16,0	7,14	1,1
IV. Cari Transferler	13,14	14,86	13,07	24,4	60,86	9,6
1) Görev Zararları	1,65	0,15	-90,73	12,9	1,19	0,2
2) Hazine Yardımları	7,36	9,22	25,31	26,7	34,54	5,5
a) Sosyal Güvenlik Açık Finansmanı	6,72	6,58	-2,10	51,5	12,78	2,0
3) Hane Halkına Yapılan Transferler	0,07	0,22	207,62	23,5	0,93	0,1
4) Tarımsal Amaçlı Transferler	1,41	1,12	-20,83	21,3	5,25	0,8
5) Gelirden Ayrılan Paylar	2,47	3,78	53,16	22,3	16,96	2,7
V. Sermaye Giderleri	1,00	1,26	25,99	10,4	12,10	1,9
VI. Sermaye Transferleri	0,32	0,44	36,96	12,0	3,65	0,6
VII. Borç Verme	0,84	0,86	2,41	23,4	3,69	0,6
VIII. Yedek Ödenekler	0,00	0,00	-	0,0	2,37	0,4
<b>Merkezi Yönetim Gelirleri</b>	<b>38,33</b>	<b>46,11</b>	<b>20,31</b>	<b>24,5</b>	<b>188,16</b>	<b>29,8</b>
I-Vergi Gelirleri	31,26	33,95	8,61	21,4	158,27	25,1
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	9,18	10,04	9,36	22,2	45,34	7,2
a) Gelir Vergisi	5,84	7,03	20,40	21,0	33,42	5,3
b) Kurumlar Vergisi	3,35	3,02	-9,88	25,3	11,92	1,9
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	1,22	1,39	13,71	38,1	3,64	0,6
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	13,40	14,22	6,14	20,7	68,83	10,9
a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	3,87	3,85	-0,55	19,0	20,20	3,2
b) Özel Tüketim Vergisi	8,02	8,62	7,42	21,0	41,07	6,5
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	5,57	6,26	12,41	19,5	32,05	5,1
a) İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	5,16	5,68	10,01	19,2	29,58	4,7
II-Vergi Dışı Gelirler	7,07	12,16	72,03	40,7	29,89	4,7
1. Teşebbüs ve Mülkiyet Geliri	2,01	2,00	-0,15	17,8	11,24	1,8
2. Faizler, Paylar ve Cezalar	4,74	4,05	-14,43	26,2	15,45	2,4
3. Alınan Bağışlar ve Yardımlar ile Özel Gelirler <sup>2</sup>	0,23	0,23	-3,11	38,3	0,59	0,1
4. Sermaye Gelirleri	0,10	5,88	6047,38	225,6	2,61	0,4
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-1,05</b>	<b>-3,33</b>	<b>217,47</b>	<b>19,8</b>	<b>-16,8</b>	<b>-2,7</b>
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	<b>10,23</b>	<b>12,63</b>	<b>23,48</b>	<b>35,0</b>	<b>36,1</b>	<b>5,7</b>

<sup>1</sup>2007 yılı için GSMH artış oranı, 2007 yılı DPT Programı'ndan alınmıştır.

<sup>2</sup>Yıllık yüzde değişimin sıfır olmaması ilgili kalemlere ait değerlerin yuvarlanmasından kaynaklanmaktadır.

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Faiz hariç gider kalemleri incelendiğinde, sağlık harcamalarının yüzde 14,4 oranında, personel harcamalarının ise yüzde 25,2 oranında arttığı görülmektedir. Personel harcamaları diğer harcama kalemleri gibi aylar itibarıyla çok fazla dalgalanma gösteren bir kalem değildir. Dolayısıyla, 2007 yılı Ocak-Mart döneminde kaydedilen yüzde 25,2 oranındaki artışın yılın geneline yayılması beklenebilir.

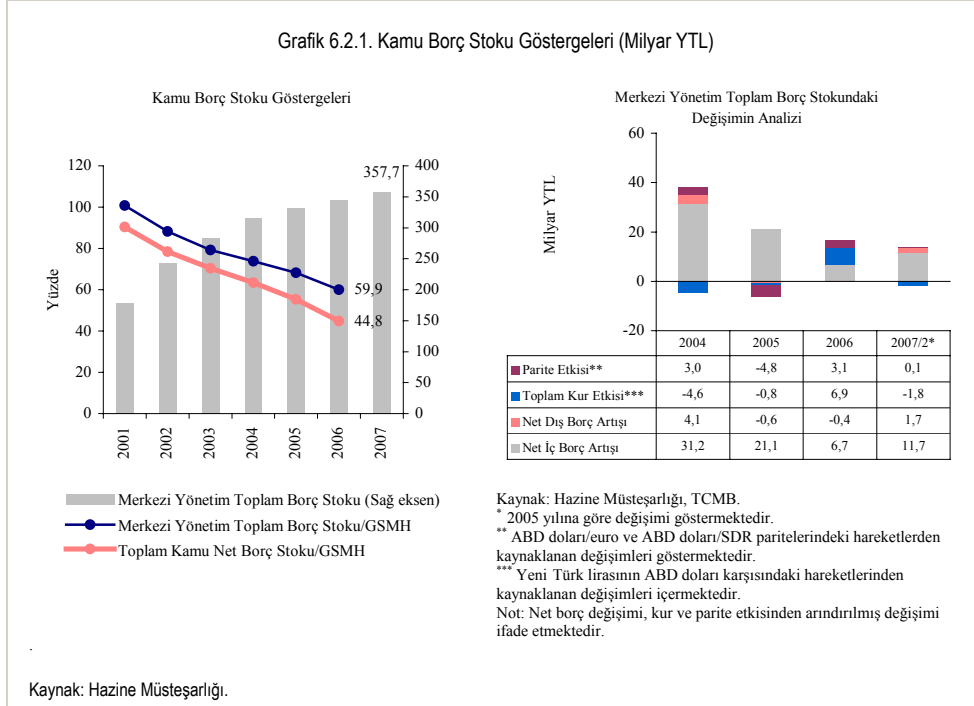
2006 yıl sonu itibarıyla, program tanımlı Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT) hariç konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi, ayarlanmış program hedefinin 2,8 milyar YTL üzerinde fazla vermiştir (Tablo 6.1.2). Maliye Bakanlığı tarafından ilk defa açıklanan yerel yönetimler mali verilerine göre, 2006 yılında mahalli idareler konsolide bazda sırasıyla 1,36 milyar YTL ve 0,68 milyar YTL bütçe açığı ve faiz dışı bütçe açığı vermiştir. Söz konusu açıklara karşın, merkezi yönetim bütçesinin hedeflenenin üzerindeki performansı sayesinde 2006 yılı bütçe ve faiz dışı bütçe dengesi hedeflerinin tutturulmasında zorluk yaşanmayacağı düşünülmektedir.

Tablo 6.1.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü (Kümülatif, Milyon YTL)*					
	2005	2006 Mart	2006 Haziran	2006 Eylül	2006 Aralık
<b>Gerçekleşmeler</b>					
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>28.254</b>	<b>10.603</b>	<b>25.042</b>	<b>33.164</b>	-
<b>Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)</b>	<b>23.615</b>	<b>8.403</b>	<b>22.095</b>	<b>31.417</b>	<b>34.646</b>
Merkezi Yönetim Bütçesi	24.092	7.646	20.375	30.571	33.466
<b>Toplam Denge</b>	<b>-4.222</b>	<b>1.202</b>	<b>7.133</b>	<b>1.972</b>	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	-11.522	-2.415	1.035	-2.773	-6.899
<b>Hedefler</b>					
<b>Program</b>					
Faiz Dışı Denge	30.460	7.550	17.250	29.250	34.050
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26.660	7.250	16.350	27.550	31.350
Toplam Denge	-19.590	-3.650	-4.050	-5.900	-6.900
<b>Ayarlanmış Program</b>					
Faiz Dışı Denge	30.363	7.771	17.366	29.684	34.490
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26.660	7.471	16.414	28.052	31.796
Toplam Denge	-19.687	-3.429	-3.934	-5.466	-6.460
* 2006 yılı verileri geçicidir.					
Not: Konsolide Kamu Sektörü = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fon (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.					
Toplam Kamu = Konsolide Kamu Sektörü + Yerel Yönetimler + Döner Sermayeler + KKS Dışındaki KİT'ler					
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.					

## 6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku, 2007 yılı Şubat ayı itibarıyla, 2006 yılına göre yüzde 3,7 oranında artış göstererek, 357,7 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artışın ayrıntıları analiz edildiğinde, net iç borç artışının 11,7 milyar YTL, net dış borç artışının ise 1,7 milyar YTL olduğu görülmektedir. Ayrıca, toplam kur etkisi merkezi yönetim borç stokunu 1,8 milyar YTL azaltırken, parite etkisi 0,1 milyar YTL artırmıştır. Diğer yandan, 2006 yıl sonu itibarıyla,

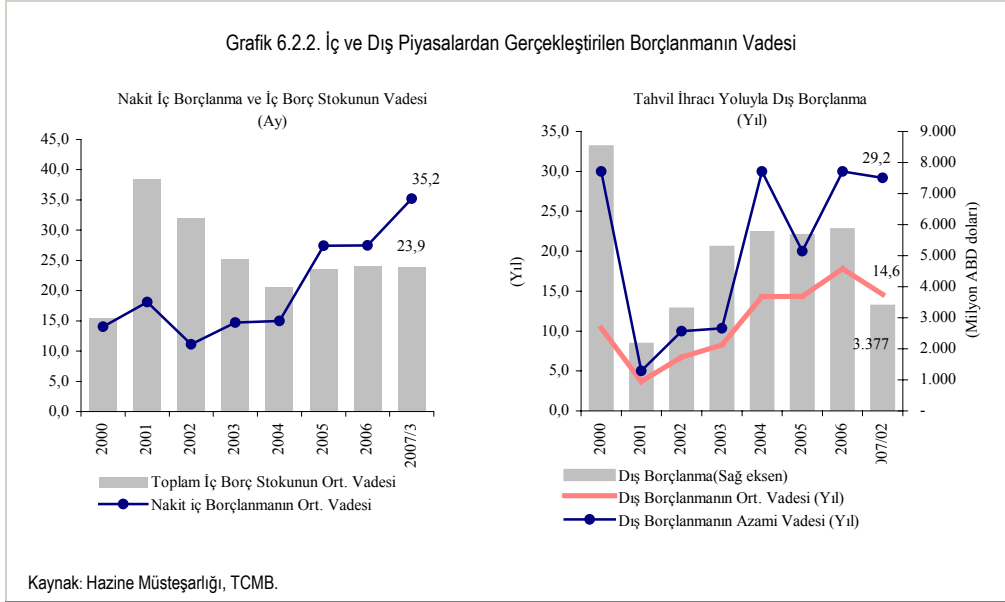
toplam kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 44,8 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1).



Stratejik ölçüt uygulaması<sup>1</sup> çerçevesinde belirlenen finansman stratejisine paralel olarak, borç stokunun vadesini şekillendiren nakit borçlanmanın ortalama vadesi, ortaya çıkan dalgalanmanın etkisiyle 2006 yılı Mayıs-Temmuz döneminde kısalmış, Eylül ayından itibaren ise, 5 yıl vadeli hem değişken hem de sabit kuponlu senetlerin yeniden ihraç edilmeye başlanmasıyla birlikte borç vadesi belirgin bir uzama eğilimi göstererek, 2006 yılında 27,5 ay düzeyinde gerçekleşmiştir. 2007 yılı Mart ayı itibarıyla, Şubat ve Mart aylarında ihraç edilen uzun vadeli tahvillerin etkisiyle, nakit borçlanmanın ortalama vadesi 29,2 aya çıkmıştır. Toplam iç borç stokunun ortalama vadesi ise 23,9 ay olarak gerçekleşmiştir. 2007 Şubat ayı itibarıyla, tahvil ihracı yoluyla 3,4 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 14,6 yıl olmuştur (Grafik 6.2.2).

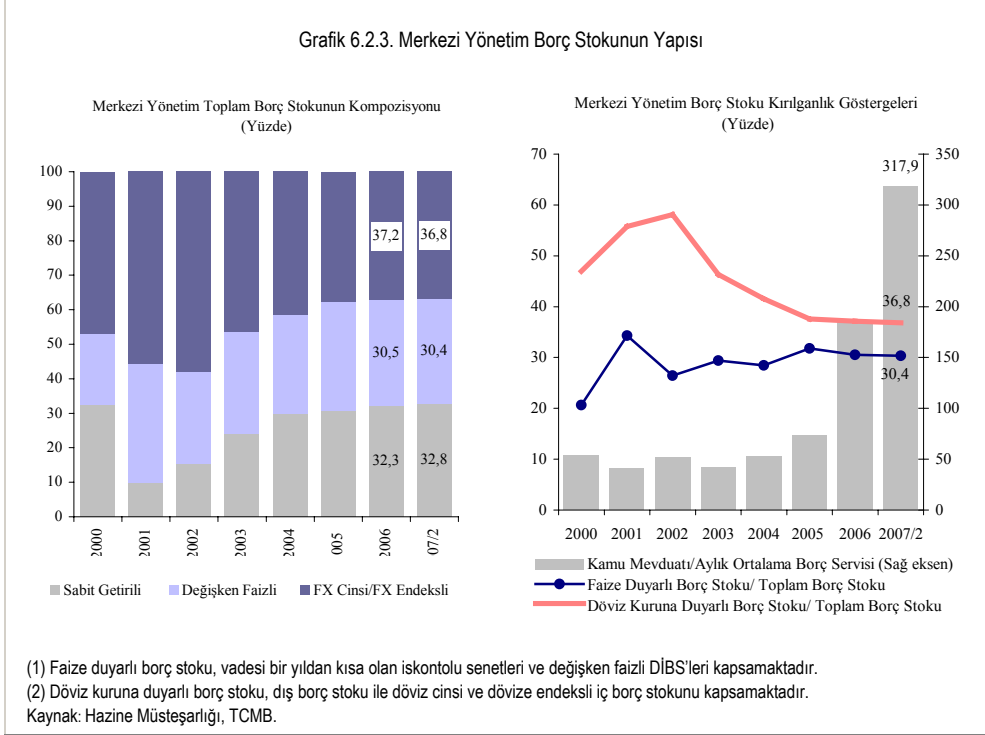
<sup>1</sup> Stratejik ölçüt uygulamasına göre; iç borçlanmanın vadesinin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılması, iç borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit getirili ve YTL cinsi senetler üzerinden gerçekleştirilmesi, ayrıca, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla önemli miktarda nakit rezerv bulundurulması hedeflenmektedir.





2007 yılı Şubat ayında, merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili ve değişken faizli borç senetlerinin payı artarken, döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmıştır. Hazine'nin, 2007 yılı borçlanma programına göre, net dış borç ödeyici konumunu sürdürmesi, dövizde endeksli senet ihracı gerçekleştirmeyecek olması ve döviz cinsi iç borç çevirme oranının yüzde 80 ile sınırlandırılması, borç stokunun döviz kuruna olan duyarlılığının azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövizde endeksli) olan kısım yüzde 36,8 gibi yüksek bir oran olmakla birlikte, mevcut döviz cinsi borç stokunun nispeten uzun vadeli olması ve Hazine'nin yüksek miktarda döviz mevduatı bulundurması kurdaki oynaklıktan kaynaklanan riskleri kamu kesimi açısından sınırlamaktadır. 2007 yılı Şubat ayında, Hazine Müsteşarlığı, yatırımcı tabanının genişletilmesi ve borçlanma vadesinin uzatılması amacıyla, TÜFE'ye endeksli devlet tahvili ihracına başlamış olduğundan, önümüzdeki dönemde değişken faizli borç senetlerinin payının artması beklenmektedir. Ayrıca, likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2007 yılı Şubat ayı itibariyle yüzde 317,9 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Bu yüksek orana ulaşılmasında, 2006 yılındaki yüksek faiz dışı fazla ile özelleştirme gelirlerinin önemli katkısı olmuştur (Grafik 6.2.3.). YTL'nin olası değer kaybı ve faiz oranlarındaki artış borç stoku açısından risk unsurları olarak görülmektedir. Ancak, Hazine'nin

yüksek miktarda döviz ve YTL cinsinden mevduat bulundurması bu riski sınırlamaktadır.





## 7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde, temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar özetlenmekte ve bu varsayımlar ile uyumlu olarak üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır. Aynı zamanda, tahminlerin her iki yönde belirgin bir şekilde sapmasına yol açabilecek olası temel riskler analiz edilmektedir. Tahmin ufku iki yıl olarak belirlendiğinden, tahminler 2007 yılının ikinci çeyreğinden başlayıp 2009 yılının ikinci çeyreğine kadar uzanan bir zaman dilimini içermektedir.

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

Önceki enflasyon raporlarında olduğu gibi orta vadeli tahminlere temel oluşturan varsayımlar, yurt içi iktisadi faaliyete ve dışsal faktörlere ilişkin olmak üzere iki grupta ele alınmıştır. Söz konusu varsayımlar, Ocak 2007 Enflasyon Raporu'nun yayımlanma tarihinden bu yana geçen üç aylık süre içinde bilgi setinin yeni verilerle güncellenmesi ve Rapor'un önceki bölümlerinde detaylı olarak ortaya konulan analizlerin ve uzman görüşlerinin bir araya getirilmesiyle elde edilmiştir.

Ekonominin mevcut durumuna ve kısa vadedeki görünümüne ilişkin saptamalar üretilen tahminlerin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Nisan ayında açıklanan GSMH verilerinin alt bileşenleri, 2006 yılının son çeyreğine ilişkin Ocak 2007 Enflasyon Raporu'nda ortaya koyduğumuz öngörülerle uyumlu bir görünüm arz etmiştir. Nitekim öngördüğümüz gibi, söz konusu dönemde iç talepteki yavaşlamaya paralel olarak ithalat artışının yavaşlaması ve ihracatın güçlü performansını devam ettirmesi sonucunda net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak toplam talepteki yavaşlamayı sınırlamıştır. Geçtiğimiz üç aylık süre içinde talep koşullarına ilişkin açıklanan veriler 2007 yılının ilk çeyreğinde de iç talebin büyümeye katkısının sınırlı düzeylerde kalacağına ve büyümenin temel olarak dış talep kaynaklı olacağına işaret etmektedir.

Bu bilgiler ışığında ve para politikasının sıkı duruşu da dikkate alındığında, tahminler üretilirken talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin 2007 yılı boyunca devam ettiği bir çerçeve çizilmiştir. Ancak, 2006 yılı büyümesinde yapılan revizyonlar göz önüne alınarak çıktı açığı hesaplamaları 2006 yılının son çeyreği için Ocak ayı Enflasyon Raporu'na

kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Bir diğer ifadeyle, 2006 yılındaki talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine verdiği gecikmeli katkıların Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ifade edilenden bir miktar daha düşük olabileceği değerlendirilmiştir.

Ocak 2007 Enflasyon Raporu'nda reel kurun enflasyonun düşüş sürecine destek verir bir düzeyi ifade ettiği ancak 2006 yılının başlarına göre bu desteğin daha düşük düzeylerde olduğu bir çerçeve çizilmiştir. Reel kurun enflasyonun düşüş süreci üzerindeki etkisine dair öngörülerimiz Ocak 2007 Enflasyon Raporu'ndaki şekliyle korunmuştur. Aynı şekilde Ocak 2007 Enflasyon Raporu ile paralel olarak, reel faizlerin mevcut düzeyinin sıkı bir para politikasını ifade ettiği ve talep koşullarını sınırlandırarak enflasyonun düşüş sürecine katkı yapmaya devam edeceği bir görünüm çizilmektedir.

2007 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında beklenen düzeltme hareketi gözlenmemiştir. Ayrıca hizmet fiyatlarının eğiliminde bir miktar iyileşme görülse de hizmet enflasyondaki düşüş öngörülenden yavaş olmuştur. Bu gelişmeler sonrasında Mart ayı sonu itibarıyla yıllık enflasyon Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda belirtilen tahminin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede yıllık enflasyona ilişkin yakın dönem tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir.

2006 yılı içinde ortaya çıkan arz yönlü şokların oluşturduğu yüksek baz etkisinin ortadan kalkması ve Mayıs sonrasında meydana gelen döviz kurundaki değer kaybının fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflaması ile birlikte yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği tahmin edilmektedir.

Hizmet sektöründe geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama davranışının yaygın olması hizmet enflasyonundaki katılığın en önemli nedenlerinden biridir. Bunun yanında verimlilik artışlarının görece olarak düşük seyretmesi ve ücret artışlarına duyarlılığının fazla olması da hizmet enflasyonunun yüksek seyretmesinde önemli olmaktadır. Yılın geri kalan bölümünde, YTL'de geçtiğimiz yıl gözlenen değer kaybının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan kalkması ve yurt içi talebin yavaş seyretmesine bağlı olarak hizmet enflasyonunun bir ölçüde azalması beklenmektedir. Ancak, ücret artışlarının etkilerinin yıl boyunca süreceği, petrol fiyatlarının önemli bir düşüş göstermeyeceği ve konut sektöründeki yapısal unsurların varlığını sürdüreceği

öngörüsü altında, 2007 yılı içinde hizmet enflasyonundaki düşüşün sınırlı olacağı tahmin edilmektedir.

Yurt içi iktisadi faaliyete ilişkin öngörülerimizin yanı sıra dışsal faktörlere ilişkin varsayımlar da orta vadeli enflasyon tahminlerimize temel oluşturan önemli girdilerdir. Bu varsayım seti; Euro bölgesinin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makroekonomik değişkenlerine ilişkin saptamalar ile uluslararası emtia fiyatlarının ve küresel likidite koşullarının seyrine dair öngörülerini içermektedir. Euro bölgesine ilişkin varsayımlar “Consensus Forecast” sonuçlarının Nisan 2007 tarihli bülteninden derlenmiştir. Buna göre Euro bölgesinde 2007 yılının ilk çeyreği itibarıyla yüzde 2,5 – 3 aralığında bulunan büyümenin 2007 yılı sonunda yaklaşık yüzde 2 olacağı öngörülmekte; bu rakamın 2008 yılı sonu itibarıyla ise yüzde 2 – 2,5 aralığında olacağı tahmin edilmektedir.

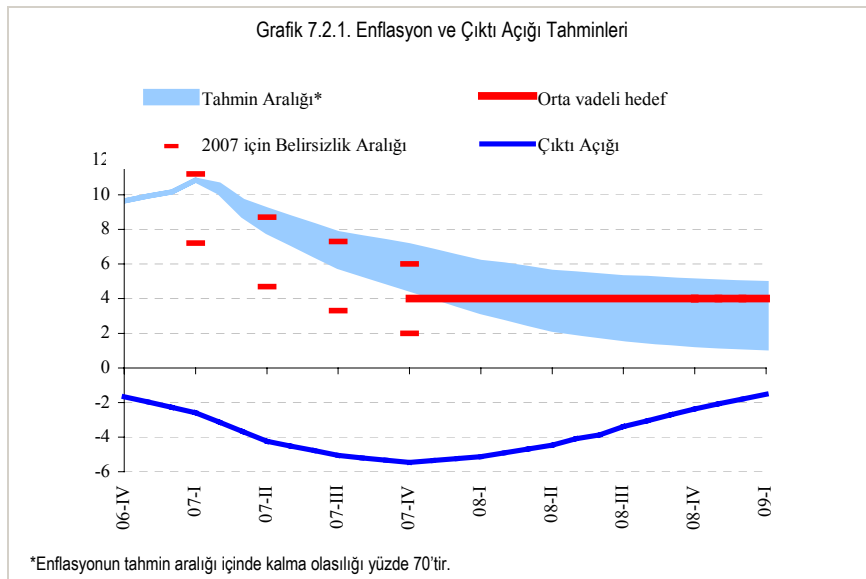
Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat enflasyonunun ise yüzde 2 hedefine 2008 yıl ortası itibarıyla ulaşacağı ve 2008 yılı sonuna kadar bu düzeyde kalacağı tahmin edilmektedir. Bu bağlamda, Euro bölgesinde uzun dönem potansiyelinin üzerinde devam eden büyüme performansı ve ECB'nin açıklamalarında yaptığı enflasyon vurgusuna paralel olarak Avrupa Merkez Bankası'nın kademeli faiz arttırmaları yaparak para politikasını sıkılaştırdığı bir çerçeve oluşturulmuştur. Orta vadeli tahminlerin üretilme sürecinde uluslararası likidite koşullarının seyri de büyük önem taşıdığından, en büyük ticaret ortağımız olan Euro bölgesinin yanısıra diğer gelişmiş ülkelerin para politikalarına ilişkin öngörüler de dikkatle değerlendirilmektedir.

Petrol fiyatları, Ocak 2007 Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlarımızın üzerinde seyretmiştir. Ocak ayının ortalarından başlayarak yükselme eğilimine giren petrol fiyatlarındaki bu eğilim temel olarak kış koşullarının getirdiği talep artışından kaynaklanmıştır. OPEC ülkelerinin, 1 Şubat itibarıyla yürürlüğe giren yeni üretim kotalarına uyum sağlamak için üretimlerini kısımları da bu fiyat artışlarını beslemiştir. Bu çerçevede, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminde 55 ABD doları olarak varsayılan ham petrol varil fiyatı, bu Rapor'da 60 ABD doları seviyesine çekilmiştir. Petrol fiyatlarının seyrine ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı, tahminler üretilirken ham petrol fiyatlarının 60 ABD doları seviyesinde yatay bir seyir izleyeceği bir çerçeve çizilmiştir.

Mayıs-Haziran 2006 döneminde yaşanan finansal dalgalanma sonrasında küresel likidite koşullarında meydana gelen değişimin beklenenden daha kısa süreli olması nedeniyle Ocak 2007 Enflasyon Raporu döneminde tahminler yapılırken risk priminin önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştı. Ocak ayından bu yana bu varsayımın belirgin olarak değişmesine yol açacak önemli bir gelişme yaşanmadığından risk primine ilişkin varsayımlarımız Ocak 2007 Enflasyon Raporundaki şekli ile korunmuştur.

## 7.2. Tahminler ve Para Politikası

Ocak ayı Enflasyon Raporu'nun "riskler" bölümünde, enflasyonun düşüş yönünde beklenenden daha güçlü bir direnç göstermesi halinde para politikasının sıkı duruşunun uzun bir süre korunmasının gerekebileceği ifade edilmişti. Nitekim, yukarıda özetlenen güncellemeler ve enflasyon bekleyişleri ile hizmet fiyat enflasyonuna ilişkin ilk çeyrek verileri, orta vadeli görünümün hedeflerle uyumu açısından, para politikasında Ocak ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir duruşun gerekebileceğine işaret etmiştir. Bu çerçevede, Rapor'da sunulan tahminler, faizlerin yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde sabit tutulduktan sonra son çeyreğinden itibaren indirildiği ancak, bu indirimlerin Ocak ayında ifade edilen patikaya kıyasla daha ölçülü gerçekleştiği varsayımına göre oluşturulmuştur. Bir diğer ifadeyle, Kurul, Nisan ayı toplantısı sonrasında da açıkladığı gibi, orta vadeli hedeflere ulaşılabilmesini teminen, temkinli duruşun güçlendirildiği bir politika perspektifi öngörmüştür.



Bu çerçevede oluşturulan projeksiyonlara göre, enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2007 yılı sonunda yüzde 4,5 ile 7,1 (orta noktası 5,8) arasında, 2008 yılı sonunda ise yüzde 1,3 ile 5,0 (orta noktası 3,2) arasında kalacağı tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1). Bu tahminlerden çıkarılabilecek ana mesaj, mevcut veriler ışığında, enflasyonun orta vadeli hedef olan yüzde 4'e ulaşması için para politikasının sıkı duruşunun bir müddet daha korunması gerektiğidir.

Grafik 7.2.1'de aynı zamanda enflasyon öngörüsüne temel teşkil eden çıktı açığı tahminleri yer almaktadır. Yukarıda verilen politika perspektifi altında, 2007 yılı boyunca ekonomideki talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecini desteklemeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Burada önemle vurgulanması gereken nokta, politika faizlerine ilişkin bu perspektifin mevcut bilgi seti ve varsayımlar altında türetilmiş olduğu ve TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığıdır. Dolayısıyla, tahminlere baz oluşturan ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde para politikası perspektifi de değişebilecektir.

Sonuç olarak, son üç aydaki gelişmeler dikkate alınarak 2007 yıl sonu enflasyon tahmini Ocak 2007 Enflasyon Raporu'na göre bir miktar yukarı yönlü güncellenmiş, orta vadeli hedeflere ulaşılabilmesini teminen para politikasındaki temkinli duruş güçlendirilmiştir.

### **7.3. Riskler**

Son üç çeyrek içinde açıklanan verilerin 2006 Temmuz ayından bugüne yayımlanan enflasyon raporlarında yer alan makroekonomik gelişmelere ilişkin öngörülerle büyük ölçüde uyumlu olduğu görülmektedir. 2006 yılının ikinci yarısındaki parasal sıkılaştırmanın talep üzerindeki etkileri, özellikle dayanıklı tüketim malları ve makine-teçhizat yatırımı harcamalarında net olarak görülmeye başlamıştır. Özel kesim harcamalarının artış hızı önemli ölçüde yavaşlarken ihracatın güçlü performansına devam etmesiyle net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak iç talepteki yavaşlamanın etkisini sınırlamıştır. Bununla beraber, aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler enflasyonun orta vadedeki görünümü konusunda risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Son dönemde faiz dışı kamu harcamalarındaki artışlar bu konudaki belirsizliği artırsa da harcamalarda kısıntıya gidilmesi yönünde alınan



tedbirler olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Sonuç olarak toplam talep gelişmelerinin enflasyon üzerindeki etkisinin beklenenden daha düşük olma riski mevcuttur. Böyle bir riskin gerçekleşmesi durumunda TCMB'nin, politika perspektifini sıkılaştırma yönünde güncellemesi söz konusu olabilecektir.

Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin bir başka önemli risk unsuru da enflasyon beklentilerindeki katılığın ve geçmişe dönük fiyatlama alışkanlıklarının yeterince kırılmama olasılığıdır. Her iki durum da enflasyonun aşağı inme konusunda tahmin edilenden daha güçlü bir direnç göstermesine yol açabilecektir. Son üç ay içinde enflasyon beklentilerindeki iyileşme süreci duraksama göstermiştir. Her ne kadar önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşün beklentilerdeki iyileşmeyi de beraberinde getireceği tahmin edilse de orta vadeli enflasyon beklentilerindeki katılığın devam etme olasılığı, ücretler ve fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümüne ilişkin önemli bir risk oluşturmaktadır. Söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda para politikasındaki temkinli duruş daha uzun süre korunacaktır.

Küresel piyasalarda yaşanabilecek ani dalgalanmalar enflasyon görünümüne ilişkin risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. ABD ekonomisindeki belirsizliklerin devam etmesi ve küresel dengesizliklerin sürmesi zaman zaman gelişmekte olan ülkeleri etkileyebilecek piyasa dalgalanmalarına neden olabilmektedir. Bunun yanında ham petrol fiyatlarının ulaştığı yüksek seviyeler dış piyasalara ilişkin riskleri artırmaktadır. Öte yandan cari açığındaki artışın yavaşlaması ve Hazine'nin nakit varlıklarının yüksek seyretmesi, yaşanabilecek dalgalanmaların etkisini sınırlayabilecek gelişmelerdir. Bununla birlikte, belirsizlik algılamalarını artırabilecek şokların ortaya çıkması halinde, TCMB, şokun kaynağını belirledikten sonra orta vadeli bir perspektifle hareket edecek ve enflasyonun tekrar hedefe ulaşması için en uygun stratejiyi kamuoyuyla açıklıkla paylaşacaktır.

Ekonominin potansiyel büyüme hızının artırılarak sürdürülebilir bir yüksek büyüme hızına ulaşılması ve toplumsal refahın daha da artması için fiyat istikrarına ulaşılması büyük önem taşımaktadır. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin hedefle uyumlu hale gelmesi ve fiyat istikrarının sağlanması, para politikasının basiretli duruşunun devam etmesiyle mümkün olacaktır. Ekonomik birimlerin bu süreçte sabırlı olmaları ve kısa vadeli çıkarlar uğruna uzun vadeli kazanımları feda etmemeleri önem taşımaktadır.

Uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması açısından para politikasının yanında maliye politikası ve yapısal reformlar da kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Orta ve uzun dönemde mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler, gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir. Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.



## GRAFİKLER

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	3
---	---

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Para Politikası Faiz Oranları	9
Grafik 2.1.2. Enflasyon Oranları	9
Grafik 2.2.1. Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi	11
Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	11
Grafik 2.2.3. Gelişmiş Ülke Tahvil Getirileri	12
Grafik 2.2.4. EMBI+ Gelişmeleri	12
Grafik 2.2.5. Gelişmiş Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	13
Grafik 2.2.6. Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	13
Grafik 2.2.7. Emtia Fiyatları Gelişmeleri	14
Grafik 2.2.8. Petrol Fiyatları	15

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu	17
Grafik 3.1.2. Tüketici Fiyatları	18
Grafik 3.1.3. Meyve ve Sebze Fiyatları	19
Grafik 3.1.4. Seçilmiş Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mal Grubu Fiyatları	20
Grafik 3.1.5. İşlenmiş Gıda ve Ekmek-Tahıllar Grubu Fiyatları	22
Grafik 3.1.6. Hizmet Grubu Fiyatları	23
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	25
Kutu 3.1.Grafik 1. Kamu İş Gücü Ödemeleri/İş Gücü Ödemeleri	27
Kutu 3.1.Grafik 2. Emek Yoğun Hizmet Fiyatları ve Nominal Asgari Ücret	28
Kutu 3.1.Grafik 3. Emek Yoğun Hizmet Fiyatları ve Birim Ücretler	28
Kutu 3.1.Grafik 4: Reel Asgari Ücret Düzeyi ve Hizmetler Görelî Fiyat Endeksleri	28

### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	29
Grafik 4.1.2. Sanayi Üretim Endeksi – Kapasite Kullanım Oranı	31
Grafik 4.1.3. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	31
Grafik 4.1.4. İç Piyasaya Yapılan Beyaz Eşya Satışları	31
Grafik 4.1.5. Tüketici Kredileri ve Tüketim Harcamaları	32
Grafik 4.1.6. Kalemler İtibarıyla Tüketim Malları İthalatı	32
Grafik 4.1.7. Sermaye Malları İthalatı ve Ticari Araç Yurt İçi Satışları	33
Grafik 4.1.8. Makine Teçhizat ve Elektrikli Makine-Cihazlar Üretimi	33
Grafik 4.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	34
Grafik 4.2.2. Reel İhracat ve İthalat	35
Grafik 4.2.3. Ara Malı İthalatı ve İmalat Sanayi Üretimi	36
Grafik 4.2.4. İthalat Alt Kalemleri	36
Grafik 4.2.5. Çıktı Açığı	37
Grafik 4.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Reel Birim Ücret Endeksi	38

## 5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	39
Grafik 5.1.2. Fazla YTL Likiditesi	40
Grafik 5.1.3. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	40
Grafik 5.1.4. Getiri Eğrileri	41
Grafik 5.1.5. Reel Faiz Gelişmeleri	42
Grafik 5.1.6. Döviz Kuru Gelişmeleri	42
Grafik 5.1.7. Yabancı Finansal Kuruluşların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	43
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler/GSMH	44
Grafik 5.2.2. Yurtdışı Yerleşiklerin Tuttukları DİBS Miktarı	45
Grafik 5.2.3. Tüketici Kredileri Faizleri	45
Kutu 5.1. Grafik 1. Beklenen Enflasyon ve Enflasyon Risk Primi	48

## 6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	53
Grafik 6.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	54
Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	55

## 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	60
---	----

## TABLORAR

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları	7
Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası Gelişmeleri	15

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	19
Tablo 3.1.2. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları	21
Tablo 3.1.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	24
Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	26

### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	30
Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	38

### 5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar	43
---	----

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	51
Tablo 6.1.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü	52

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BoJ</b>	Japonya Merkez Bankası
<b>BESD</b>	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
<b>CSRA</b>	Credit Suisse Küresel Risk İřtahi Endeksi
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>DPT</b>	Devlet Planlama Teřkilatı
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>GS</b>	Goldman Sach
<b>GSMH</b>	Gayrî Safi Millî Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayrî Safi Yurt İçi Hasıla
<b>HICP</b>	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
<b>IFS</b>	Uluslararası Finansal İştistikler
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KİFT</b>	Kredi İflas Takası
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşekkülleri
<b>LME</b>	Londra Metal Borsası
<b>MSCI</b>	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneđi
<b>ÖKTG</b>	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PPK</b>	Para Politikası Kurulu
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İřtistik Kurumu
<b>TÜRK TELEKOM</b>	Türk Telekomünikasyon A.ř.
<b>YTL</b>	Yeni Türk lirası