



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

## 2008-I



## İÇİNDEKİLER

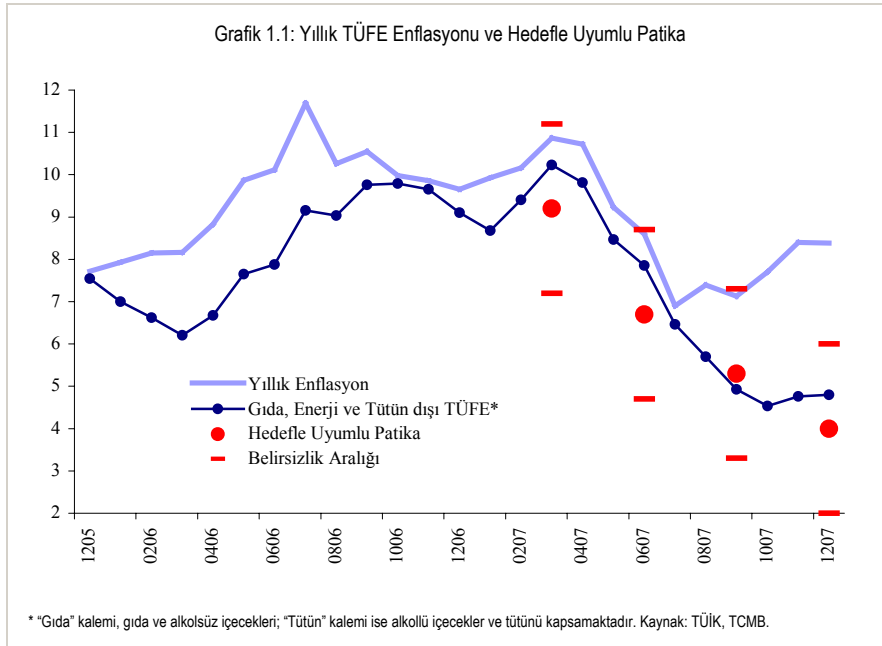
<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	1
1.1. 2007 Yılı'nın Genel Değerlendirmesi	1
1.2. Görünüm	3
1.3. Riskler ve Para Politikası	6
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	9
2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası	9
2.2. Uluslararası Piyasalar	16
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	27
3.1. Enflasyon	27
3.2. Beklentiler	37
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	39
4.1. Arz-Talep Dengesi	39
4.2. Dış Talep	45
4.3. İş Gücü Maliyetleri	49
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	51
5.1. Finansal Piyasalar	51
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	56
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	59
6.1. Bütçe Gelişmeleri	61
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	64
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	67
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	67
7.2. Orta Vadeli Görünüm	69
7.3. Riskler ve Para Politikası	70



## 1. Genel Değerlendirme

### 1.1. 2007 Yılı'nın Genel Değerlendirmesi

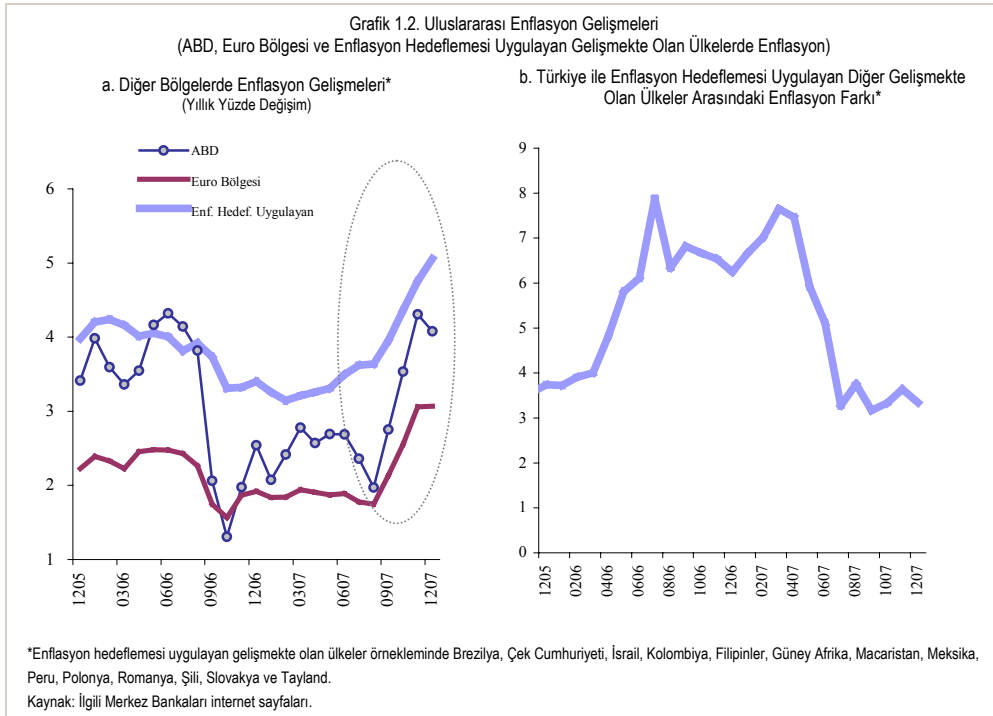
2006 Haziran ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma 2007 yılında temel enflasyon göstergelerinde belirgin bir düşüş sağlamıştır. Özellikle hizmet sektörü fiyatlarının yıllık artış oranının 2007 yılı boyunca 3,6 puan gerilemesi enflasyondaki belirgin yavaşlamayı teyid etmiştir. Bununla birlikte, petrol, gıda ve yönetilen/yönlendirilen mal fiyatlarındaki gelişmeler gibi para politikasının etki alanı dışında kalan unsurlar enflasyondaki düşüşü sınırlamış ve enflasyon 2007 yılının sonunda yüzde 8,39 olarak gerçekleşerek belirsizlik aralığının üst sınırı olan yüzde 6 seviyesini aşmıştır. Gıda, enerji ve tütün ürünleri hariç Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin yıllık artış oranı ise yüzde 4,8 olmuştur (Grafik 1.1).



Gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2007 yılında enflasyondaki düşüşü yavaşlatan temel unsur olmuştur. Türkiye'de 2007 yılında yaşanan kuraklık sonrası tarım ürünleri rekoltesinde görülen düşüşler arz yönlü bir şok oluşturmuştur. Bazı gıda ürünlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması, dünyada artan gıda talebi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki yükselişler gibi uluslararası gelişmeler de dış ticaret kanalıyla yurt içi gıda fiyatlarını olumsuz

etkilemiştir. Söz konusu unsurlar sadece (taze sebze ve meyve gibi) işlenmemiş gıda fiyatlarını değil aynı zamanda (ekmek, tahıl ve süt ürünleri gibi) işlenmiş gıda fiyatlarını da olumsuz etkilemiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüksek seyrini koruyarak yıl sonu itibarıyla yüzde 12 olarak gerçekleşmiş ve yıllık enflasyonun 3,4 puanı gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır.

2007 yılında enflasyondaki düşüşü yavaşlatan bir diğer temel unsur, enerji ve yönetilen/yönlendirilen kalemlerin fiyatlarındaki gelişmeler olmuştur. Ham petrol fiyatlarının 2007 yılında yaklaşık yüzde 50 civarında bir artış göstermesi ve akaryakıt ürünlerinden alınan özel tüketim vergisindeki ayarlamalar, 2007 yılında akaryakıt ürünlerinin fiyatlarında yüksek artışlara neden olmuştur. Ayrıca belediyelerin su fiyatlarında kuraklığın da etkisiyle yaptığı artışlar enerji grubu fiyatlarını yükselten bir diğer unsur olmuştur. Böylece, enerji grubundaki fiyat artışlarının enflasyon üzerindeki doğrudan etkisi 1,6 puana ulaşmış, bu artışın büyük bölümü yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki gelişmelerden kaynaklanmıştır.



Ham petrol, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar dünya genelinde enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Gerek gelişmiş ülkeler gerekse

gelişmekte olan ülkelerde son dönemlerde enflasyonda kayda değer bir artış yaşanmaktadır (Grafik 1.2). Kasım ayında enflasyon üzerinde yaklaşık bir puanlık etki oluşturan yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarına rağmen, 2007 yılında Türkiye’de enflasyon eğiliminin diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyretmiş olduğu görülmektedir. Türkiye’de enflasyon 2006 yılı sonundaki yüzde 9,7 seviyesinden 2007 yılı sonunda yüzde 8,4 düzeyine düşerken, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4’ten yüzde 5.1 düzeyine yükselmiştir.

Gıda ve enerji fiyatlarında süregelen olumsuz gelişmelere rağmen temel enflasyon göstergelerindeki belirgin yavaşlama para politikasındaki sıkılaştırmanın kademeli olarak azaltılabilmesi için elverişli bir ortam sağlamıştır. Bu çerçevede Para Politikası Kurulu (Kurul) 2007 yılı Eylül toplantısında 0,25 puanla başlattığı faiz indirimlerini son çeyrekte 0,50 puanla sürdürmüştür. Kurul, söz konusu faiz indirimlerine rağmen kısa vadeli faizlerin seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediğini belirtmiştir. Bununla birlikte Kurul, gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmelerin genel fiyatlama davranışlarına yansımaları konusundaki risklere ve enflasyon beklentilerindeki katılığa dikkat çekerek 2008 yılının ilk toplantısında faiz indirimlerini yavaşlatmıştır. Sonuç olarak Kurul, Eylül 2007-Ocak 2008 döneminde politika faizlerinde toplam 200 baz puan indirime gitmiştir.

### **1.2. Görünüm**

Mevcut arz ve talep koşulları enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam etmektedir. 2006 yılının ortasındaki parasal sıkılaştırma, ekonomik faaliyeti önemli ölçüde yavaşlatmış ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteği artırmıştır. 2007 yılının ikinci yarısında iç talepte toparlanma eğilimi gözlense de iktisadi faaliyete ilişkin mevcut veriler söz konusu eğilimin enflasyon üzerinde baskı oluşturacak düzeye ulaşmadığına işaret etmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerin kredi piyasalarındaki sorunların finansal piyasalara ve dünya ekonomisine yansımalarına ilişkin artan endişelerin önümüzdeki dönemde tüketim ve yatırım eğilimini olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir. Bu doğrultuda, orta vadeli tahminler oluşturulurken 2008 yılında yurt içi talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam ettiği bir çerçeveye esas alınmıştır.

Parasal koşullar enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam etmektedir. Son dönemdeki faiz indirimlerine rağmen para politikası halen sıkı durumdadır. Parasal büyüklüklerin artış hızı da bu görünümü desteklemektedir. Son çeyrekte orta vadeli faizler aşağı yönlü bir hareket göstermiş olsa da halen 2 yıllık reel faizler yüzde 9 ile 10 arasında dalgalanmakta ve enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir. Ayrıca, YTL'nin güçlü konumu emtia fiyatlarındaki artışların yurt içi piyasalara yansımalarını sınırlamakta ve enflasyondaki düşüşe katkıda bulunmaktadır.

Önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği tahmin edilen bir diğer unsur dış talep gelişmeleridir. Dünya ekonomisindeki yavaşlama beklentilerinin belirginleşmesi, dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri artırmıştır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talebin kademeli olarak yavaşladığı bir görünüm esas alınmıştır.

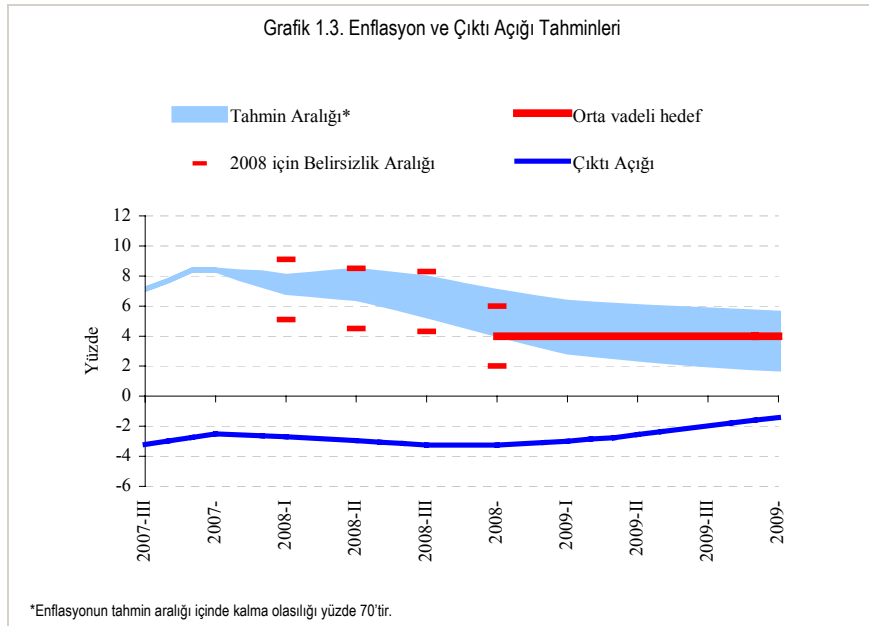
Bütün bu değerlendirmeler ışığında, toplam talep koşullarının önümüzdeki dönemde enflasyonun temel eğilimindeki düşüşü desteklemesi beklenmektedir. Burada “enflasyonun temel eğilimi” ile kastedilen gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerin TÜFE’den arındırılmasıyla elde edilen enflasyondur. Dolayısıyla, yeni arz şoklarının ortaya çıkmadığı bir senaryo altında enflasyonun aşağı doğru eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Bu süreçte enflasyonun hedefe yaklaşma hızını büyük oranda gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmeler belirleyecektir.

Ekim 2007 Enflasyon Raporu’nda petrol fiyatlarının 70 ABD doları seviyesinde seyredeceği, gıda fiyatlarının artış hızının ise geçtiğimiz yıllardaki yüksek bazın etkisiyle kademeli bir yavaşlama sergileyerek orta vadede hedefle uyumlu düzeylerde gerçekleşeceği varsayılmıştı. Ancak, 2007 yılı boyunca ham petrol ve tarımsal emtia fiyatları yükselmeye devam etmiş ve böylece gıda ve enerji sektöründeki fiyat artışları varsayımlarımıza kıyasla daha kalıcı olmuştur. Bu gelişmeler, enflasyonun önceki raporlarda öngörülen düzeyin üzerinde seyretmesine neden olduğu gibi aynı zamanda petrol ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlarımızın yukarı yönlü güncellenmesi gereğini doğurmuştur.

Tahminler güncellenirken 2008 yılı için petrol fiyatlarına ilişkin varsayım 70 ABD dolarından 85 ABD dolarına yükseltilmiştir. Petrol fiyatlarında yapılan bu güncelleme 2008 yılı enflasyon tahminlerini 0,5 puan yukarı çekmiştir.

Ayrıca, son dönemdeki elektrik ve doğal gaz fiyat ayarlamalarının 2008 yıl sonu enflasyonuna doğrudan etkilerinin yaklaşık 0,6 puan olması beklenmektedir. Ayrıca, geçtiğimiz yıl yaşanan kuraklığın gecikmeli etkileri ve emtia fiyatlarının yüksek seviyesi göz önüne alınarak, işlenmiş gıdadaki fiyat artışlarının bir müddet daha süreceği ve bu kalemdeki enflasyonun azalmakla birlikte görece olarak yüksek seviyelerde seyretmeye devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır.

Enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin yapılan yukarı yönlü güncellemeler, enflasyonun hedefe yaklaşması için öngörülen sürenin bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla daha uzun olabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, gıda fiyatlarında belirgin bir düzeltme olmadığı takdirde, 2008 yılı sonunda enflasyon büyük bir olasılıkla yüzde 4 hedefinin üzerinde gerçekleşecektir.



Bu çerçevede, enflasyonun 2008 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,9 arasında (orta nokta 5,5), 2009 yılı sonunda ise yüzde 1,8 ile 5,5 arasında (orta nokta 3,7) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3). Tahminler üretilirken, 2008 yılında politika faizlerinde sınırlı bir indirim yapılacağı varsayılmıştır. Tahminlerin ana mesajı, 2007 Eylül ayında başlatılan ölçülü indirim sürecinin devamının olumlu veri ve gelişmelere bağlı olacağıdır. Bir diğer ifadeyle, mevcut tahminler bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir faiz indirim sürecine dayanmaktadır.



Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceği önemle vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, yukarıda ifade edilen para politikası duruşu Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

### ***1.3. Riskler ve Para Politikası***

Önümüzdeki dönemde enflasyon ve para politikasına ilişkin hem aşağı hem de yukarı yönlü riskler bulunmaktadır:

Arz şoklarının ikincil etkileri ve bununla ilişkili olarak enflasyonun beklenenden daha fazla katılık gösterme olasılığı, orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin temel bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Mevcut durumda orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedefin üzerinde seyrettiği göz önüne alındığında bu risk daha da belirginleşmektedir. Bugün itibarıyla gıda fiyatlarındaki artışların ikincil etkileri yemek hizmetleri gibi alt kalemlerle sınırlı kalmıştır. Ancak, gıda ve enerji fiyatlarındaki yüksek artışların ekonominin geneline yayılma riski göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle, fiyatlama davranışları ve temel enflasyon göstergeleri yakından izlenmeye devam edilmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyat gelişmelerinin enflasyon üzerindeki doğrudan yansımalarına tepki vermeyecek, bununla birlikte genel fiyatlama davranışındaki olası bozulmalara karşı duyarlı olacaktır.

TCMB, uluslararası piyasalardaki gelişmeleri yakından takip etmektedir. ABD kredi piyasalarındaki sorunların finansal piyasalara ve reel ekonomiye yansımalarına ilişkin artan endişeler nedeniyle küresel ekonomideki belirsizlikler sürmektedir. Merkez Bankası, orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümünü oluştururken, gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetindeki yavaşlamanın yumuşak bir şekilde gerçekleştiği ve bu çerçevede ülkemiz piyasalarının önemli bir portföy şokuna maruz kalmadığı bir senaryoyu temel almıştır. Ancak küresel ekonomide sert bir yavaşlama olma riski de göz ardı edilmemelidir. Böylesi bir senaryonun gerçekleşme olasılığı portföy hareketleri ve döviz kuru kanalıyla kısa vadeli enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk anlamına gelse de kredi genişlemesinin ve dış talebin yavaşlaması yoluyla orta vadeli enflasyona ilişkin aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Son yıllarda uygulanan disiplinli maliye politikası, risk priminde kayda değer düşüşler sağlamış ve enflasyonun hızla aşağı indiği bir dönemde aynı anda yüksek büyüme oranlarının gerçekleştirilebilmesini mümkün kılmıştır. Bu bakımdan, küresel risk iştahının azaldığı bir dönemde mali disiplinin devam etmesi özel bir önem taşımaktadır.

Orta vadeli tahminlerimiz oluşturulurken kamu harcamalarının bütçe hedefleri doğrultusunda şekillendiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bunun yanında, faiz dışı bütçe fazlası hedefine ulaşılabilmesi için ek finansman gereksinimi doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, yukarıda belirtilen orta vadeli görünüm, Ocak ayında elektrik ve doğalgaz tarifelerinde yapılan ayarlamalar dışında, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki içermemektedir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda enflasyon ve para politikası görünümü de değişebilecektir.

Enerji fiyatlarında son dönemde yapılan ayarlamalar, kısa vadede enflasyonu olumsuz etkileme potansiyeli taşısa da orta vadede mali disiplini güçlendireceği ve enerji üretimini destekleyeceği için enflasyondaki düşüşe katkıda bulunacaktır. Bu nedenle Merkez Bankası, söz konusu fiyat artışlarının doğrudan etkilerine tepki vermeyecek, ikincil etkilerini ise dikkatle izleyecektir.

Gıda ürünleri TÜFE sepetinin dörtte birinden fazlasını oluşturduğundan, bu gruba ilişkin riskler dikkatle değerlendirilmektedir. Gıda fiyatlarının seyri, bölgesel iklim koşullarının yanı sıra küresel gelişmelere de duyarlılık göstermektedir. Orta vadeli enflasyon görünümü oluşturulurken gıda kaleminde Ekim ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir varsayım yapılmıştır. Bununla birlikte, geçtiğimiz iki yıldaki yüksek artışların oluşturduğu baz etkisi göz önüne alındığında gıda fiyatlarının aşağı yönlü bir düzeltme yapma ihtimali bulunmaktadır. Diğer yandan, artan küresel talep ve bazı gıda kalemlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması gibi nedenlerle, gıda fiyatlarının hızlı artmaya devam etmesi de mümkündür. Dolayısıyla, gıda fiyatlarının seyri enflasyon görünümüne ilişkin her iki yönde de risk oluşturmaktadır.

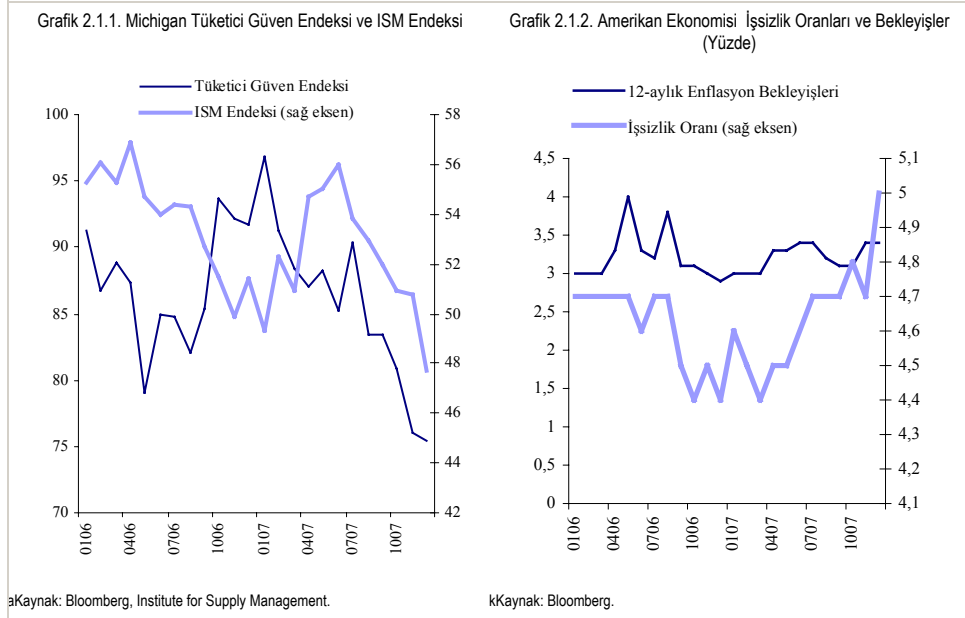
Gelinen noktada, Türkiye ekonomisinin küresel finans piyasalarındaki dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilenmediği görülmektedir. Ancak, dünya ekonomisine ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmadığı göz önüne alındığında, küresel risk algılamalarının bozulmaya devam etmesi ihtimaline karşı, Türkiye

ekonomisinin direncini koruması için mali disiplin ve yapısal reformlar kritik önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların devamlılığı kritik önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

### 2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası

ABD ekonomisi 2007 yılının ilk üç çeyreğinde sırasıyla yüzde 1,5, yüzde 1,9 ve yüzde 2,8 oranlarında büyümüştür (Tablo 2.1.1). 2007 yılı Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda ifade edildiği gibi, yüksek riskli konut kredilerinden kaynaklanan sorunlara ilişkin endişelerin artmasıyla, 2007 yılı Ağustos ayında finansal piyasalarda çalkantı yaşanmış, gerek konut piyasalarını gerekse kredi piyasalarını etkileyen çalkantı sonrasında Eylül ayı sonu itibarıyla toparlanma gözlenmiştir. Ancak Kasım ayından itibaren finansal piyasaların tekrar bozulması ekonomik büyümenin görünümüne ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. Nitekim, Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi'nde yılın son aylarında görülen belirgin düşüş, tüketicilerin önümüzdeki bir yıllık dönemde kişisel harcamalarına ve iş koşullarına ilişkin olarak daha karamsar bir beklenti içinde olduklarına işaret etmektedir. Benzer eğilim reel kesim güvenini yansıtan ISM (The Institute for Supply Management's purchasing manager) endeksinde de görülmektedir (Grafik 2.1.1).



Buna ek olarak, işsizlik oranlarında son dönemde kaydedilen ani yükseliş, yüksek riskli konut kredisi piyasasında hızlanarak devam eden düzeltme hareketi, yatırım ve tüketim harcamalarının canlılığını yitirmesi, kredi piyasalarındaki daralma, mali kuruluşların bilançolarındaki bozulma gibi

etkenler önümüzdeki dönemde Amerikan ekonomisinde durgunluk yaşanması olasılığını kuvvetlendirmektedir (Grafik 2.1.2). Sonuç olarak, konut piyasasındaki olumsuz gelişmelere bağlı olarak kredi piyasalarında likidite sıkışıklığı yaşanmakta, mali piyasalarda yaşanan söz konusu gerginliğin diğer sektörlerle ne ölçüde yansıtılacağına ve büyümeyi nasıl etkileyeceğine ilişkin belirsizlik ise devam etmektedir.

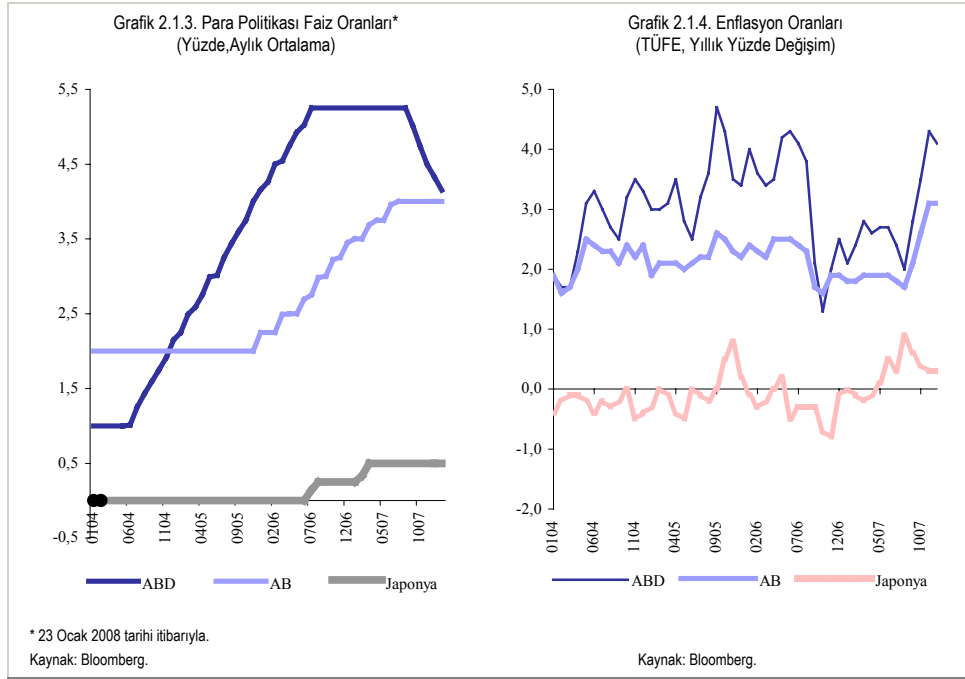
Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları  
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

\* Tahmin.

Kaynak: Consensus Forecasts, OECD, IMF, Çin Milli İstatistik Bürosu.

Kredi piyasalarındaki daralma karşısında, Amerikan Merkez Bankası (Fed) Eylül ayından itibaren faiz indirimlerine başlamış ve bu çerçevede toplamda 175 baz puanlık bir azalışla, politika faiz oranlarını yüzde 3,5 seviyesine indirmiştir (Grafik 2.1.3). Buna ek olarak, Fed tarafından 12 Aralık 2007 tarihinde yapılan duyuruda; İngiltere Merkez Bankası (BoE), Avrupa Merkez Bankası (ECB), Kanada Merkez Bankası (BoC) ve İsviçre Merkez Bankası (SNB) ile eşgüdümlü hareket edilerek, bankaların kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılama amacına yönelik olarak Vadeli İhale Kolaylığı (Term Auction Facility-TAF) programının uygulanmasına karar verildiği ve bu yolla ilgili ülke iç piyasalarına likidite sağlanacağı bildirilmiştir. Bu çerçevede, Fed, 2007 yılı Aralık ayında piyasaya toplam 40 milyar ABD doları likidite sağlamış, Ocak ayında bu miktarın 60 milyar ABD doları olması kararlaştırılmıştır. Ayrıca, aynı tarihli duyuruda, ECB, SNB ve Fed arasında dış piyasalardaki dolar likiditesi ihtiyacının, ABD doları cinsinden finansal varlıkların, euro veya diğer para birimlerinden finansal varlıklar ile takas edilmesi suretiyle karşılanmasına yönelik iki taraflı takas hattı (Reciprocal Swap Line) kurulduğu açıklanmıştır.



Kredi piyasalarındaki daralmanın aşılmasını hedefleyen faiz indirimleri enflasyona yönelik yukarı yönlü baskının devam ettiği bir dönemde gerçekleşmektedir. Nitekim, 2007 yılı boyunca çekirdek enflasyon görece istikrarlı seyir izlemiş olmakla beraber, enerji ve emtia fiyatlarındaki artış enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.4). Buna ek olarak, enflasyon beklentilerindeki bozulma enflasyondaki yukarı yönlü baskının devam edeceği beklentisinin kuvvetli olduğunu göstermektedir (Grafik 2.1.2). Öte yandan 22 Ocak 2008 tarihinde yapılan olağanüstü Federal Open Markets Committee (FOMC) toplantısında alınan 75 baz puanlık faiz indirimi kararı sonrasında, Fed'in, enflasyonun kontrolüne yönelik olarak faiz indirimlerine ara vermekten çok büyümeye ilişkin endişeler doğrultusunda daha büyük çapta faiz indirimlerine gideceği beklentisi güçlenmiştir. Söz konusu faiz kararıyla beklenenden önce ve tahmin edilenden yüksek miktarda gerçekleşen faiz indiriminin devam etmesi kaçınılmaz olarak reel faizlerin negatife dönmesini gündeme getirecektir. Bu durumda, Amerikan ekonomisinin enflasyonist bir ortamda durgunluğa girmesi ve kredi piyasalarındaki daralmanın istenildiği düzeyde giderilememesi ihtimaline karşın para politikasının oyun alanının yeterince geniş olmaması önemli bir açmaz olarak nitelendirilmekte, bu noktada, genişletici mali politikaların da devreye girmesi gerekli görülmektedir. Nitekim, Fed Başkanı Ben Bernanke, 17 Ocak 2008 tarihinde Amerikan Senatosu Bütçe Komitesinde yaptığı konuşmada, ivedilikle “mali uyarıcı paketi” hazırlanması gereği üzerinde durmuştur. 18 Ocak 2008

tarihinde ABD Başkanı George W. Bush tarafından yapılan açıklama ise söz konusu paketin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nın yüzde 1'i düzeyinde, bir diğer deyişle, 145 milyar ABD dolarına varabilecek bir vergi indirimi olabileceği sinyallerini vermektedir.

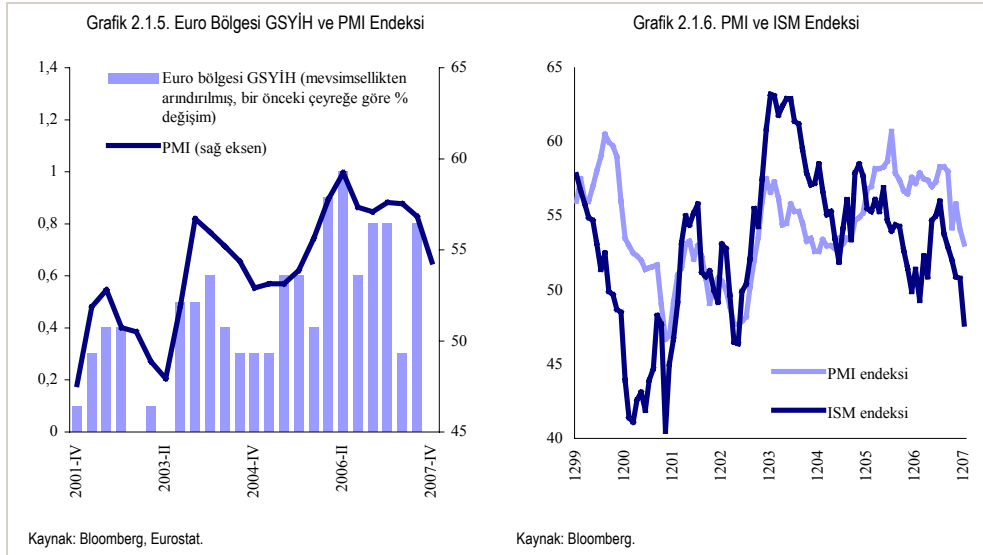
Bu gelişmelere ek olarak, ABD cari açığının ve ABD dolarının izleyeceği yön, Amerikan ekonomisine ilişkin bir diğer belirsizlik unsurudur. ABD cari işlemler açığı 2007 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre azalmasını sürdürerek GSYİH'nin yüzde 5,1'i olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, ABD dolarındaki değer kaybı oranı azalmış olmakla beraber, halen güçlü seyreden küresel talep koşullarının olumlu etkileri cari işlemler açığındaki azalışa destek vermiştir. Öte yandan, küresel finansal koşulların daha da bozulması durumunda küresel talebin ve ABD dolarının izleyeceği yön, ABD cari açığını daha da olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Mevcut durumda, Amerikan ekonomisine ilişkin beklentilerin ve gelişmelerin, küresel gelişmeleri büyük ölçüde belirleyeceği; buna karşın, diğer ülkelerin küresel gelişmelere katkısının söz konusu ülkelerin Amerikan ekonomisindeki gelişmelerden ne ölçüde etkilendiklerine bağlı olacağı düşünülmektedir. Bir diğer deyişle, küresel gelişmeler, özellikle Avrupa ülkeleri ve Asya ülkelerinin Amerikan ekonomisindeki gelişmelere eşlik edip etmeyeceğine göre şekillenecektir. Bu sebeple, bu dönemde söz konusu ülkelerin incelenmesinde, iç gelişmelere ek olarak, Amerikan ekonomisinde yaşanan gelişmelere karşılık bu ülkelerde kaydedilen gelişmelerin vurgulanması faydalı görülmektedir.

Bu çerçevede, Euro bölgesi ülkeleri incelendiğinde, mali piyasalarda yaşanan dalgalanmaya rağmen, söz konusu ülkelerde kredi piyasalarında daralma gözlenmediği ve üçüncü çeyrek büyümesinin potansiyel büyüme oranlarına yakın seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Kârlılık oranlarının yükselmesi, toplam istihdamın artması, işsizlik oranlarının son 25 yılın en düşük seviyelerinde seyretmesi gibi gelişmeler önümüzdeki dönemde Euro bölgesi büyümesi üzerinde bölge içi etkenlerin yarattığı risk algılamasını azaltmaktadır. Ancak, ABD ekonomisindeki durgunluk ihtimali ve buna ek olarak ham petrol, gıda ve ana metal fiyatlarına ilişkin belirsizlikler Euro bölgesi büyümesi üzerinde bölge dışı etkenlerin yarattığı risk algılamasını artırmıştır. Bu sebeple, 2008 ve 2009 büyüme rakamlarının potansiyel büyüme etrafında gerçekleşeceği öngörülmekle birlikte, Amerikan ekonomisindeki

durgunluk ihtimali karşısında, Euro bölgesi büyümesinin de beklenildiği ölçüde gerçekleşmeyeceği tahmin edilmektedir. Nitekim, Euro bölgesi İmalat Sanayi Güven Endeksi'nin (PMI), büyüme oranlarına paralel hareket ettiği ve Amerikan ekonomisine ilişkin Reel Kesim Güven Endeksi (ISM) ile de benzer eğilimde olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.5, Grafik 2.1.6).

2007 yılı Aralık ayı Euro bölgesi Uyumlulaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) artış oranı fiyat istikrarı üzerindeki kısa dönemde yukarı yönlü baskıyı teyit eder nitelikte gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.4). Para ve kredi hacminde tahminlerin ötesinde gerçekleşen genişlemenin orta ve uzun vadede daha büyük enflasyonist risk unsurları olacağı tahmin edilmektedir.



ECB Yönetim Konseyi 2008 yılı Ocak ayında yaptığı toplantıda, orta vadede fiyat istikrarı üzerindeki risklere önceki aylara kıyasla daha belirgin bir vurgu yapmakla beraber, politika faiz oranlarını sabit tutmuştur (Grafik 2.1.3). Öte yandan, ECB, 2008 yılı boyunca enflasyon oranının hedef seviye olan yüzde 2'nin üzerinde kalarak yukarı yönlü eğilimini koruyacağını belirtmiştir. Söz konusu görüş üç etkene dayandırılmıştır: İlk etken, iş gücü piyasalarındaki olumlu eğilimler ile ham petrol ve gıda fiyatları artışlarının yaratacağı ikincil etkiler sonucu ücret artışlarının tahmin edilenden yüksek olma ihtimalidir. İkinci etken, rekabet gücü düşük firma gruplarındaki fiyatlama davranışlarına yönelik endişelerin artmasıdır. Sonuncu etken ise ham petrol ve gıda ürünleri fiyatlarındaki belirsizlik ile Euro bölgesindeki yönetilen fiyatlar ve dolaylı vergilerde öngörülenden yüksek gerçekleşen artışlardır. Ayrıca, ECB, özellikle Almanya'daki ücret görüşmelerine vurgu yaparak fiyat istikrarını bozmaya



yönelik bu tür ikincil etkilere karşı öncelikli hareket edileceği üzerinde durmuştur. Diğer taraftan, enflasyonist endişe unsurlarına rağmen ECB, Fed ile ortak aldıkları karara göre, para piyasalarında yaşanan ABD doları likidite sıkıntısının giderilmesi amacıyla Ocak ayında 10’ar milyar ABD doları tutarında iki ihale düzenlemeyi taahhüt etmiştir.

2007 yılının ilk iki çeyreğinde sırasıyla yüzde 2,8 ve yüzde 1,6 oranında büyüyen Japonya ekonomisi üçüncü çeyrekte yüzde 2 oranında büyümüştür (Tablo 2.1.1). Japonya ekonomisinde yavaşlamaya yol açan etkenlerin başında, küresel ekonomide, özellikle ABD ekonomisinde yaşanan durgunluğa ek olarak konut yatırımlarında (yüzde 11,3) ve sabit sermaye harcamalarında (yüzde 1,3) meydana gelen düşüşlerin geldiği gözlenmiştir. Küresel ekonomide yaşanan sorunlara bağlı olarak kredi piyasalarında oluşan tedirginliğin Japon firmalarını daha ihtiyatlı hale getirdiği ve sabit sermaye harcamalarında kısıtlamaya yönelttiği, bununla beraber yapı güvenliği düzenlemelerinde yapılan değişikliklerin de konut yatırımlarının ertelenmesine sebep olduğu düşünülmektedir. Bu dönemde yatırım harcamalarında kaydedilen düşüşe karşın, net ihracatta yüzde 27,5 oranındaki artışın büyümedeki düşüş hızını yavaşlattığı görülmektedir. Söz konusu net ihracat artışının özellikle Asya ülkelerinden artan talepten kaynaklandığı düşünülmektedir.

Japon tüketici fiyatları 2007 yılının ilk dokuz ayında, mobilya ve ev aletleri fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle yüzde 0,1 oranında azalmıştır. Yılın son çeyreğinde ise beklendiği gibi tüketici fiyatları artış oranı, enerji ve ulaşım fiyatlarındaki artışın etkisiyle pozitif bir seyir izlemiştir. Sanayi üretiminin (yüzde 2,8) yılın ilk yarısına göre artış eğiliminde olması ve işsizlik oranının (yüzde 3,8) düşmesi tüketim harcamalarının canlanmaya devam edeceğini göstermektedir. Diğer taraftan, küresel gelişmelere bağlı olarak enerji fiyatları artışının süreceğine yönelik beklentiler, tüketici fiyatları artışının devam edeceği beklentisini güçlendirmektedir (Grafik 2.1.4).

Japonya Merkez Bankası (BoJ), konut piyasasındaki durgunluğa, enerji fiyatlarındaki yükselişe ve küresel belirsizliklere rağmen, küresel büyümenin devam etmesi sayesinde ılımlı büyüme gerçekleştiğini ve firmaların üretim kapasitelerini ayarlamakta herhangi bir baskı altında olmadığını, konut piyasasında yaşanan durgunluğun ise geçici olduğunu açıklamış; bu koşullar altında gecelik faiz oranını yüzde 0,5 oranında sabit tutmaya karar vermiştir (Grafik 2.1.3).

Çin ekonomisinde aşırı ısınmanın devam etmesi ve kuraklığa bağlı olarak meydana gelen gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü hareket, 2007 yılı Ekim ve Kasım aylarında yıllık enflasyon oranının sırasıyla yüzde 6,5 ve yüzde 6,9 olarak gerçekleşmesi ile sonuçlanmıştır. Gerek yüksek enflasyon rakamları gerekse aynı dönemde konut fiyatlarının yüzde 6 ile son altı yılın en yüksek oranında artmış olması ekonominin ısınma sürecinin devam ettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, Çin Merkez Bankası (PBC), 2007 yılında izlenen temkinli duruşun 2008 yılından itibaren sıkı duruşa dönüşeceğini açıklamış, 2007 yılı Aralık ayı sonunda yapılan para politikası toplantısında 1 yıl vadeli mevduat faiz oranını 27 baz puan artırarak yüzde 4,14'e yükseltmiştir. Buna ek olarak, 25 Ocak 2008 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere zorunlu karşılık oranının 50 baz puan artırılarak yüzde 15 seviyesine yükseltilmesine karar vermiştir.

Gerek faiz artışları gerekse Çin ile ticaret ortağı olan ABD ekonomisinin 2008 yılında durgunluğa girme ihtimali karşısında Çin ihracatında azalış ve buna bağlı olarak Çin ekonomisinin büyüme hızında az da olsa bir gerileme beklenmektedir. Buna göre, Çin ekonomisinin 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla yüzde 11,4 ve yüzde 10,7 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir.

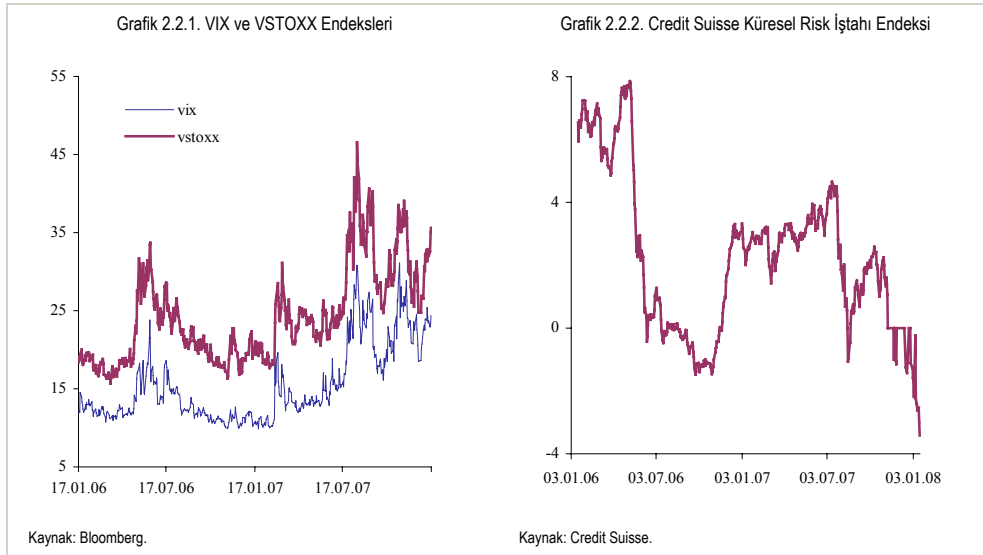
Sonuç olarak, 2008 yılına ilişkin küresel ekonominin görünümünü temel olarak Amerikan ekonomisindeki durgunluk ihtimali ve olası durgunluğun etkilerinin giderilmesinde Avrupa ve Asya ülkelerinin rolü belirleyecektir. 2007 yılı Kasım ayında finansal piyasalarda gerçekleşen son dalgalanmaya kadar, Avrupa Birliği (AB) ülkelerinin Amerikan ekonomisindeki durgunluk ihtimalinden olumsuz etkilenmeyeceği ve Asya ülkelerinin hızlı büyüme oranlarını koruyarak, küresel ekonomik büyümeyi sürdürmede telafi edici yönde hareket edeceği beklentisi yaygındı. Ancak, mevcut durumda, Çin başta olmak üzere Asya ülkelerinin ABD'ye karşı net ihracatçı konumda olmaları nedeniyle, Amerikan ekonomisindeki durgunluk ihtimalinin Asya ülkelerinin ihracatında azalışı da beraberinde getireceği, ABD dolarındaki düşüş eğiliminin söz konusu ülkelerin ihracat gelirlerindeki azalışı daha da hızlandıracağı tahmin edilmektedir. Bu duruma ek olarak, Çin ekonomisinde aşırı ısınmaya ilişkin göstergeler neticesinde para politikasının sıkılaştırılacağı sinyali büyüme oranlarının daha keskin düşmesine sebep olabilecektir. Ayrıca, AB ülkelerindeki büyümeye ilişkin tahmin rakamlarının 2007 yılı Kasım ayından bu yana sürekli olarak aşağı yönde revize edilmesi AB'nin de Amerikan ekonomisindeki durgunluk ihtimalinden olumsuz yönde etkileneceğine işaret

etmektedir. Bu çerçevede, Amerikan ekonomisindeki olumsuz görünüme özellikle Asya ülkelerinin de eşlik etmesi ihtimali altında, önümüzdeki dönemde petrol fiyatları başta olmak üzere enerji ve emtia fiyatlarının izleyeceği seyir, Amerikan ekonomisindeki olası durgunluğun etkilerinin küresel ekonomiler üzerindeki etkilerini anlamak amacıyla yakından takip edilecektir.

## 2.2. Uluslararası Piyasalar

### 2.2.1. Finansal Piyasalar

ABD para ve kredi piyasalarında yaz aylarında başlayan çalkantının, gelişmiş ülke merkez bankalarının müdahalelerine rağmen reel ekonomiyi etkilemeye başladığına dair işaretler gelmesi ve bu çalkantının ABD ekonomisini durgunluğa itebileceğine ilişkin endişeler son dönemde mali piyasaların olumsuz performans sergilemesine neden olmuştur. Bu dönemde, yatırımcıların güvenilir yatırım araçlarını daha çok tercih eder hale geldikleri gözlenirken, gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalardaki olumsuz seyirden bu kez görece daha az etkilenmekte oldukları da dikkat çekmektedir.

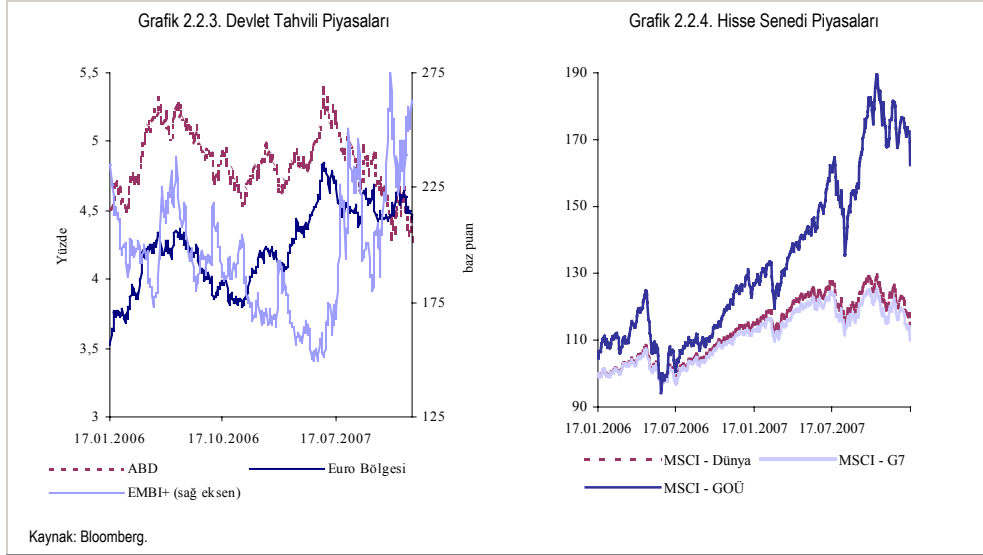


Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi (CSRA) risk iştahındaki belirgin düşüşü yansıtırken, endeks 2002 yılı Ekim ayından sonra ilk kez yatırımcıların panik içinde olduğunu gösteren bölgeye kadar gerilemiştir.<sup>1</sup> VIX ve VSTOXX endeksleri 2007 yılı boyunca sergiledikleri artış eğilimlerini

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

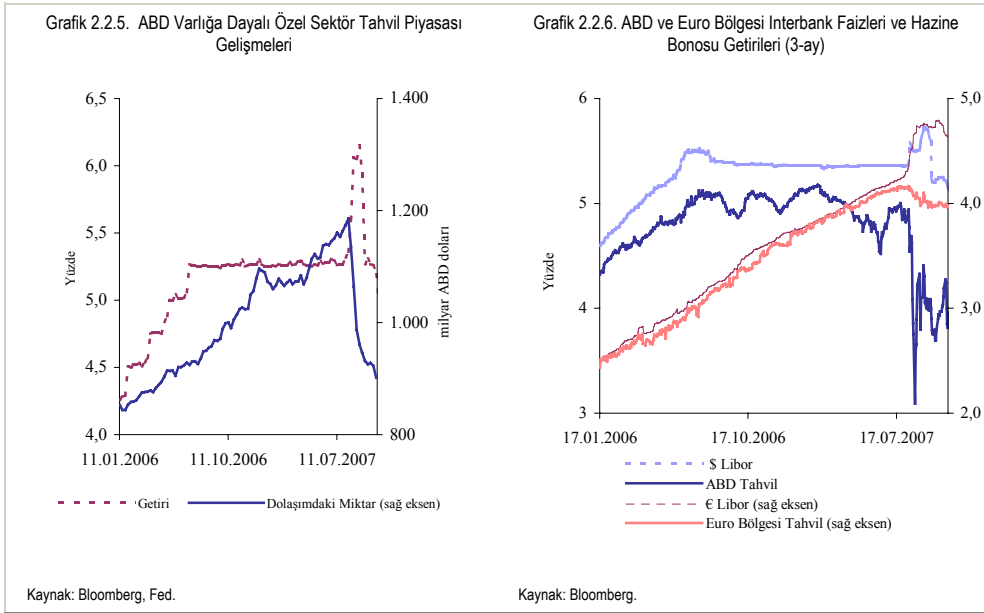
devam ettirirken, endekslerin ulaştıkları mevcut değerler 5 yıllık dönem ortalamalarının üzerinde olup, CSRA kadar sert olmasa da risk iştahında belirgin azalışa işaret etmektedir (Grafik 2.2.1, Grafik 2.2.2).

Gelişmiş ülkelere ait tahvil piyasaları incelendiğinde, öne çıkan ilk unsur ABD’de uzun vadeli tahvil getirilerindeki düşüştür. ABD ekonomisinde gerçekleşmesi beklenen yavaşlamanın yanı sıra, yatırımcıların güvenli araçlara artan ilgisi getirileri düşürürken, Euro bölgesinde söz konusu gelişmenin aynı ölçüde belirgin olmadığı göze çarpmaktadır. ABD’de 30 yıllık kağıtlarda, yılın son çeyreğinde ikinci çeyreğe kıyasla 78 baz puan, üçüncü çeyreğe kıyasla ise 38 baz puan getiri düşüşü gerçekleşmiştir. Buna karşılık, Euro bölgesi kağıtları, yılın son çeyreğinde ikinci çeyreğe kıyasla 10 baz puan gerileme, üçüncü çeyreğe kıyasla ise 2 baz puan artış kaydetmiştir. Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise EMBI+ endeksinde, aynı dönemde, 64 baz puan ve 26 baz puanlık artışlar gerçekleştiği dikkat çekmektedir. EMBI+ endeksinde gözlenen artışların büyük ölçüde ABD tahvillerinde gerçekleşen düşüşlerden kaynaklandığı gözlenirken, 2008 yılı başında üç bölgede de benzer eğilimler devam etmektedir (Grafik 2.2.3).



Hisse senedi piyasalarında süregelen artış eğiliminin de tersine dönmüş olduğu gözlenmektedir. Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) G7 ülkeleri alt endeksi, yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe kıyasla yüzde 2,9, yılın ikinci çeyreğine kıyasla ise yüzde 1,7 oranında gerilemiştir. Aynı dönemlerde MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) alt endeksi ise, ABD doları bazında, yüzde 3,4 ve yüzde 17,5 oranlarında artış sergilemiştir. Ancak, sanayileşmiş ülkelerin

ekonomik performanslarına ilişkin olumsuz görünüm ve buna bağlı olarak yatırımcıların risk iştahındaki gerileme sonucu getirilerdeki azalış 2008 yılı Ocak ayının ilk yarısında daha da belirginleşmiş, endeksler sırasıyla yüzde 7,2 ve yüzde 7,9 oranlarında değer kaybetmiştir (Grafik 2.2.4).



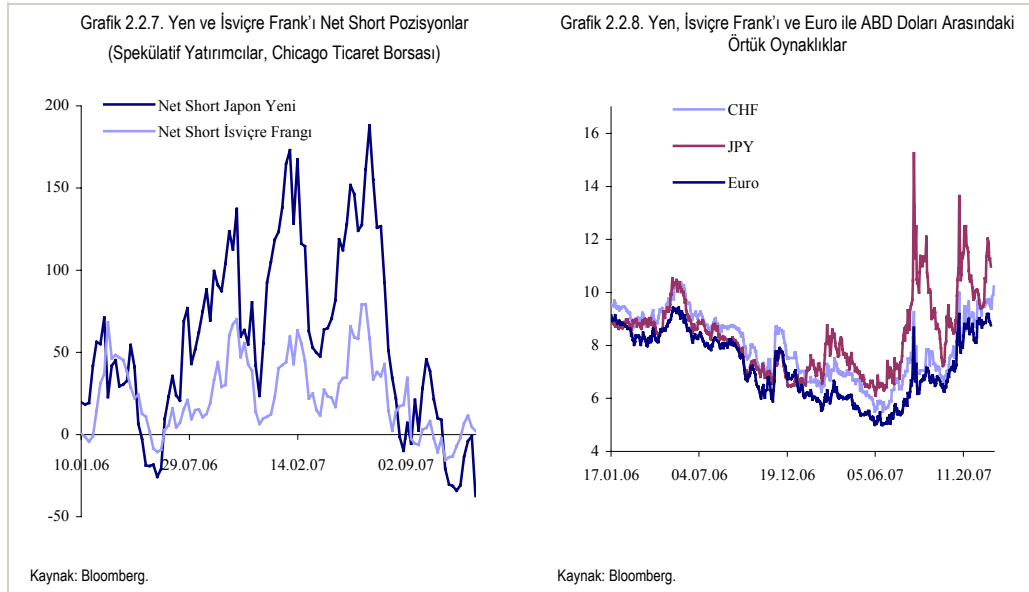
Yatırım kuruluşlarının önemli likidite kaynaklarından olan Varlığa Dayalı Özel Sektör Tahvili (ABCP) Piyasasının ABD'de emlak piyasası gelişmelerini takiben oluşan güvensizlik ortamında önemli ölçüde daraldığı ve getirilerin belirgin şekilde yükseldiği gözlenmektedir. Ağustos ayının ilk haftasında 1,2 trilyon ABD doları seviyesine yükselen dolaşımdaki tahvil miktarı, bu tarihten itibaren gerilemeye başlamış ve 2007 yılı sonunda 800 milyar ABD doları seviyesine düşmüştür (Grafik 2.2.5). ABCP piyasasındaki daralma, para piyasalarında gerçekleşen sıkışıklık ve faiz yükselişlerinin en önemli etkenlerinden olmuştur. Nitekim, LIBOR (London Interbank Offered Rate) faizleri ve hazine bonosu getirileri arasındaki fark ABD doları için 2007 yılı Aralık ayı ortalarında 200 baz puanının üzerine çıkmış, bunu takiben merkez bankalarının eşgüdümlü likidite operasyonları sonucunda yeniden daralma eğilimine girmiştir. Euro sözleşmelerde de aynı eğilimler gözlenmiş; ancak, hareketler daha ılımlı gerçekleşmiş, iki seri arasındaki fark azami 117 baz puana yükselmiştir. Para piyasasındaki sıkışıklık, fonlama maliyetlerini artırmasının yanı sıra belirsizlikleri de artırarak mali piyasaların olumsuz performansına katkıda bulunmuştur (Grafik 2.2.6).

Tablo 2.2.1. Sanayileşmiş Ülkeler Faiz Gelişmeleri\* (3-ay)

	2008				
	Spot	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
ABD doları	3,92	3,58	3,10	2,90	2,82
Euro	4,51	4,33	4,08	3,89	3,76

\* 3-ay vadeli sözleşmelerde 16 Ocak tarihinde oluşan getiriler kullanılmış, ABD için spotta Eurodollar faizleri, ileri vadeler için ise CME Eurodollar futures sözleşmeleri, Euro bölgesi için spotta Euribor, ileri vadelerde ise LIFFE futures sözleşmeleri kullanılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg.

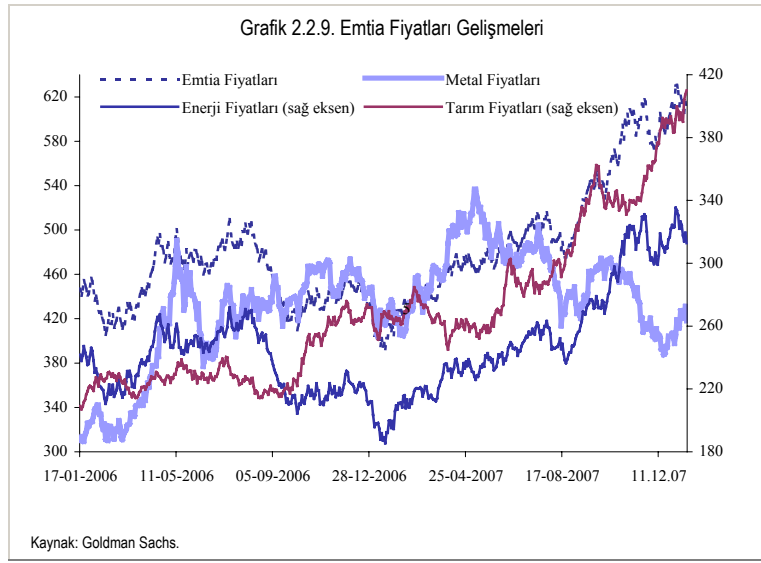
Futures piyasalarda gözlenen faiz oranları hem ABD doları hem de euro faiz oranlarında 2008 yılı boyunca düşüşler beklendiğini ortaya koymaktadır. Spot piyasada ABD doları faizlerinin Fed'in politika faiz oranının altına inmiş olması, Ocak ayı sonundaki toplantıda Fed'in faiz indirimine gideceğine kesin gözüyle bakıldığını yansıtırken, indirim beklentilerinin yılın ilk üç çeyreğinde yoğunlaşmış olduğu dikkat çekmektedir (Tablo 2.2.1).



Son dönemlerde yatırımcılar tarafından yoğun bir şekilde kullanılan “carry trade” stratejisinin önümüzdeki dönemde seyrine dair verilere bakıldığında, spekülatif yatırımcıların mali piyasalardaki gelişmeler ışığında, gerek Japon yeni gerekse de İsviçre frank'ı sözleşmelerde pozisyonlarını önemli ölçüde daralttıkları gözlenmektedir (Grafik 2.2.7). Örtük oynaklıklarda 2007 yılının ikinci yarısında gözlenen artışların devam etmesi de “carry trade” stratejisini daha riskli hale getirmektedir. Söz konusu iki serinin seyri, “carry trade” stratejisine önümüzdeki dönemde daha az baş vurulabileceğine işaret etmektedir.

### 2.2.2. Emtia Piyasaları

2008 yılı Ocak ayının ilk 15 günlük Goldman Sachs (GS) Emtia Fiyatları Endeksi artış eğilimine devam etmiş ve geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 51,1 değer kazanmıştır. Söz konusu artışta GS Enerji Fiyatları Alt Endeksi ve GS Tarım Fiyatları Alt Endeksi'nde sırasıyla yaşanan 46,4 ve 7,5 puanlık artışlar belirleyici olurken, GS Metal Fiyatları Endeksi yatay seyrine devam etmiştir (Grafik 2.2.9).



GSCI endeksi içinde (Endüstriyel) Metaller Alt Endeksi yüzde 7,6 oranında ağırlığa sahipken; bakır, alüminyum ve nikel birlikte yüzde 6,5 oranında ağırlık ile alt endeks içinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda Londra Metal Borsası (LME)'nda işlem gören üç ana metalin fiyatları incelendiğinde, söz konusu metallerde 2007 yılı son çeyreği ile başlayan düşüş eğilimi 2008 yılı ilk günleri itibarıyla yavaşlamıştır (Tablo 2.2.2). Her ne kadar üç ana metalin üretiminde yaşanan hızlı artışlar sonucu oluşan arz fazlası özellikle 2007 son çeyreği fiyat düşüşlerini desteklese de, son dönemlerde artan enflasyona bağlı olarak ana metallerde geçici olduğu düşünülen fiyat artışları gerçekleşmiştir (Tablo 2.2.3). Ancak önümüzdeki dönemde, dünya ekonomisi büyüme oranlarında ABD konut piyasası kökenli olası yavaşlamalar ve ana metal stok rakamlarının olumlu seyrinin devamı ile ana metallerin fiyat artışlarında yavaşlamalar beklenmektedir.

Tablo 2.2.2. Londra Metal Borsası (LME) Gelişmeleri\*

ABD Doları / Ton	Değer				Değişim (Yüzde)		
	2006-IV	2007-III	2007-IV	2008-I**	2007-IV/2007-III	2007-IV/2006-IV	2008-I**/2007-IV
<b>Alüminyum</b>	2.803	2.520	2.409	2.485	-4,4	-14,1	3,2
<b>Bakır</b>	6.330	8.020	6.675	7.160	-16,8	5,5	7,3
<b>Nikel</b>	33.325	30.500	26.300	28.450	-13,7	-21,1	8,2

\* Tablo dönem sonu değerlerinden oluşmuştur.

\*\* 15 Ocak 2008 tarihi itibarıyla.

Kaynak: Bloomberg.

Tablo 2.2.3. Ana Metallerin LME Stok Değerleri\*

	2006		2007				2008
	Aralık	Ortalama	Ocak	Eylül	Aralık	Ortalama	Ocak**
<b>Bakır</b>	182.200	106.004	213.675	130.775	197.450	158.515	194.100
<b>Alüminyum</b>	699.325	781.241	736.875	938.625	930.025	841.948	941.225
<b>Nikel</b>	6.648	13.477	3.972	32.442	47.946	17.944	46.692

\* Ana metaller için LME borsası stok seviyeleri ton olarak alınmıştır.

\*\* 15 Ocak 2008 tarihi itibarıyla.

Kaynak: Bloomberg.

Uluslararası ham petrol fiyatları 2 Ocak 2008 tarihi itibarıyla 97,8 ABD doları/varil seviyesinde işlem görerek tarihi zirve değerine ulaşmıştır. Bu tarihten sonra sınırlı da olsa gerileyen Brent petrolü 16 Ocak 2008 itibarıyla 88,6 ABD doları/varil seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.10). ABD ile Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) stoklarında halihazırda devam eden hızlı gerilemeler, Nijerya'da yeniden başlayan jeopolitik belirsizlikler ve Çin rafinelerinde geçtiğimiz dönemde rekor seviyede üretimler sonucu Çin ham petrol stoklarındaki azalışlar ham petrol fiyatlarındaki artış eğilimini keskinleştiren faktörler olurken, ABD ekonomisinin geleceğine yönelik durgunluk beklentilerinin kuvvetlenmesi ham petrol fiyatlarının tarihi zirve değerinden bir miktar gerilemesini sağlamıştır (Tablo 2.2.4). Öte yandan, 16 Ocak 2008 tarihinde Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) tarafından yayınlanan petrol piyasası raporunda, önümüzdeki dönemde petrol piyasasında talep artışını, ABD ekonomisinin beklenen olumsuz performansına paralel bir biçimde aşağı yönlü revize etmesi (0,13mv/gün) de petrol fiyatlarında yukarı yönlü baskının azalmasını sağlayan önemli unsurlardan biri olarak öne çıkmıştır.

Tablo 2.2.4. Petrol Piyasasına İlişkin Diğer Göstergeler\*

	2006		2007				2008
	Eylül	Aralık	Mart	Haziran	Kasım	Aralık	Ocak**
Toplam Stoklar (bin varil)	1.776,4	1.712,5	1.670,8	1.716,8	1.697,3	1.671,0	1.668,2
Ürün	760,5	704,2	649,4	672,5	696,7	685,0	683,0
Stratejik Rezerv	687,8	688,6	688,7	690,3	695,4	696,4	698,1
Ham Petrol	328,1	319,7	332,7	354	305,2	289,6	287,1
Crack Spread (ABD doları/varil)	2,4	6,8	20,6	23,5	5,0	8,6	5,1
Üretici Olmayan Net Long Poz. (bin söz.)	13,69	19,85	40,20	67,16	59,10	52,85	94,92

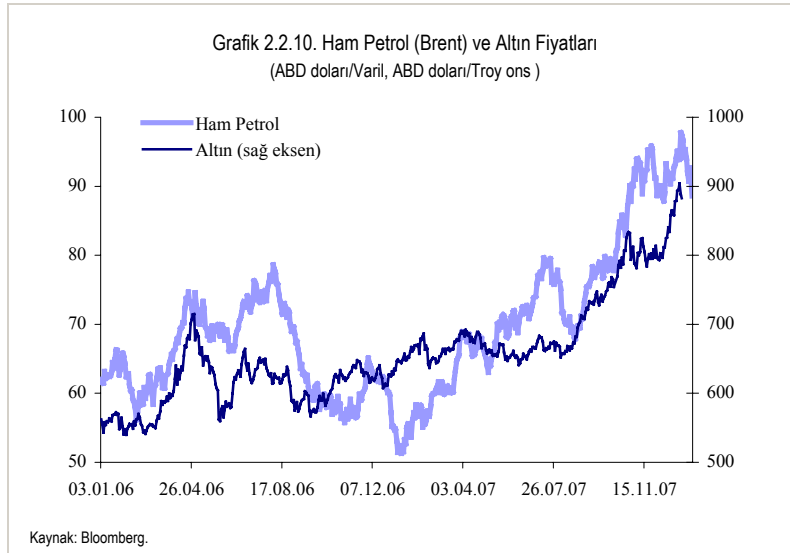
\* Dönem Sonu Değerleri. Stok rakamları ABD verileridir. Net pozisyonlar NYMEX rakamlarıdır.

\*\* Stok rakamları 11 Ocak itibarıyla iken, crack verileri 15 Ocak, net pozisyon rakamları ise 8 Ocak verileridir.

Kaynak: Bloomberg, www.doe.gov.



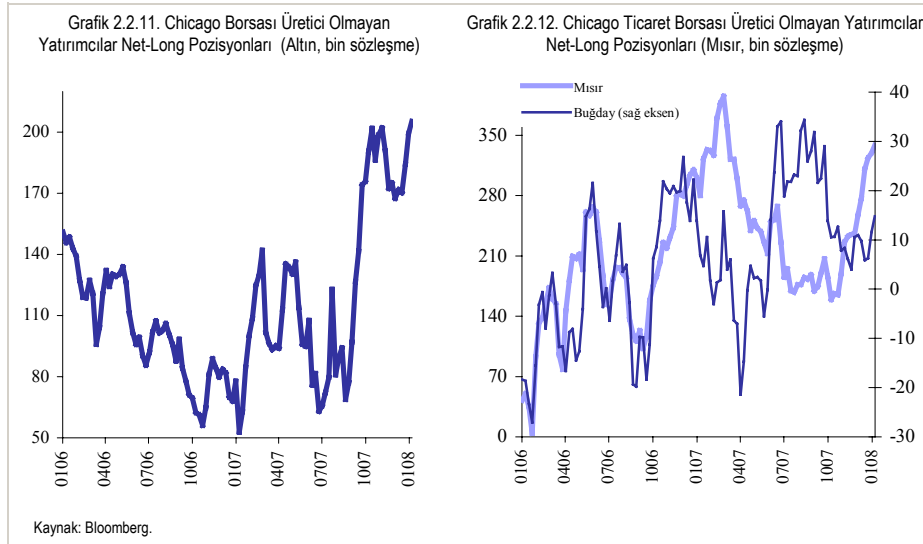
Mevsimsel olarak ham petrol tüketiminin özellikle ısınma saikinden dolayı hızla arttığı geçtiğimiz dönemde, jeopolitik belirsizlikler kökenli ani arz kesintileri atıl kapasite oranlarının düşük olduğu ham petrol piyasasında fiyatlar üzerinde baskı yaratmakta, bu durum spekülative yatırımcıların ilgisini artırarak baskıyı şiddetlendirmektedir. Dolayısıyla ani kesintilere oldukça duyarlı hale gelen ham petrol piyasasında, spekülative yatırımcılar da yüksek ‘net long’ pozisyonlarıyla ham petrol fiyatlarındaki artış eğilimini desteklemiştir (Tablo 2.2.4). Söz konusu gelişmeler ışığında, ABD ekonomisinde beklenen olası durgunluğun dünya ekonomisini ne ölçüde etkileyeceği, Nijerya’da yaşanan jeopolitik belirsizlikler, kış aylarındaki hava koşulları ve özellikle ABD petrol stoklarındaki beklenmeyen gelişmeler, ham petrol fiyatlarında yukarı veya aşağı yönlü ani hareketleri tetikleyecek en önemli unsurlar olarak göze çarpmaktadır.



Gelişmiş ülke mali piyasalarında yaşanan dalgalanmanın devam etmesi, bu ülkelerde enflasyon oranlarında gözlenen artış ve büyüme performanslarına ilişkin belirsizlikler ile ABD dolarında son dönemlerde gözlenen hızlı değer kayıpları altın fiyatlarının 14 Ocak 2008’de 904,1 ABD doları/Troy ons ile tarihi zirve değerine ulaşmasına sebep olmuştur (Grafik 2.2.10). Öte yandan üretici olmayan yatırımcıların ‘net long’ pozisyonlarının tarihi zirve değerine oldukça yakın seyretmesi söz konusu artış eğilimini destekleyen bir diğer etkidir (Grafik 2.2.11). Altın fiyatlarının yakın dönemdeki seyrinin büyük ölçüde ABD dolarının diğer temel para birimleri karşısındaki hareketine, konut piyasaları kökenli finansal çalkantının şiddetine, enflasyon oranlarının önümüzdeki dönem seyrine ve küresel risk iştahını etkileyecek gelişmelere

bağlı olması beklenmektedir. Özellikle son dönemlerde sigorta şirketlerinin portföyünde daha fazla yer tutan altın, söz konusu risklere karşı koruma (hedge) sağlamakta, bu durum da altın fiyatlarında yukarı yönlü riskleri artırmaktadır.

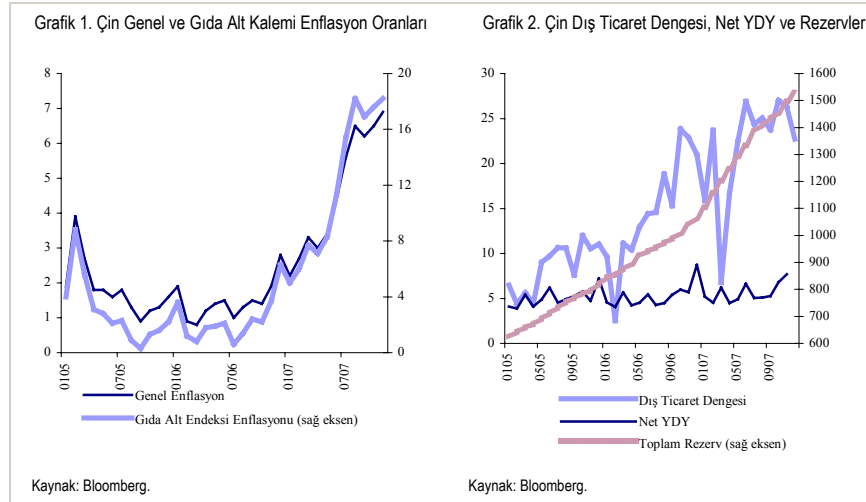
Son dönemlerde gıda fiyatlarında yaşanan hızlı artışlar enerji fiyatları ile birlikte, küresel enflasyon oranlarındaki artışın en önemli alt kalemleri olarak gerçekleşmiştir. GS Tarımsal Hammadde Fiyatları Alt Endeksi'nin en önemli bileşenlerinden olan mısır ve buğdayın alternatif yakıt üretiminde kullanılmaya başlanması ve kuraklık, söz konusu hammadde fiyatlarının yükselmesinde yapısal olarak en önemli belirleyici unsurlar olmuştur.<sup>2</sup> Buna ek olarak, Çin ve Rusya'nın yerel ekonomilerindeki gıda enflasyonunu baskılayabilmek amacı ile tahıl ihracatına vergi koyması ve ABD'de mısırdan üretilen etanolde vergi indirimine gidilmesi geçtiğimiz dönemde mısır ve buğday fiyatlarındaki artışın diğer bir önemli sebebi olarak gösterilebilir. Artan talebe ilave olarak ortaya çıkan arz yönlü sıkıntılar spekülasyon yatırımcıların ilgisini çekmekte ve fiyat hareketlerinin daha da sertleşmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda Chicago Ticaret Borsası spekülasyon yatırımcılarının özellikle mısırdaki yüksek seviyede 'net long' pozisyon taşıdıkları dikkat çekmektedir. Söz konusu gelişmeler ışığında, önümüzdeki dönemde de tarımsal hammadde fiyatlarının enflasyon oranlarını yukarı yönlü tehdit eden önemli bir alt bileşen olması beklenmektedir.



<sup>2</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2007-III, Kutu 3.1.

## KUTU: YUAN'IN DEĞER KAZANMASI VE OLASI GELİŞMELER ÜZERİNE KISA BİR DEĞERLENDİRME

Son yıllarda hızla büyüyen Çin ekonomisinde, 2007 yılı ile birlikte enflasyon oranlarında hızlı artışlar yaşanmıştır. Özellikle Kasım ayında son 10 yılın en yüksek enflasyon oranının gerçekleşmesi (yüzde 6,9) ve önümüzdeki dönemde de söz konusu artışların devamının beklenmesi, Çin Merkez Bankası (PBC) para politikası yaklaşımında değişiklikleri de beraberinde getirmiştir. Bu not çerçevesinde PBC'nin son para politikası raporunda "enflasyonla mücadele amacıyla döviz kurunun da diğer para politikası araçları ile eşgüdümlü bir biçimde kullanılması" şeklinde ifade ettiği strateji değişikliği ve bunun dünya ekonomisine etkileri incelenecektir.



Son dönemlerde Çin'de enflasyonu olumsuz etkileyen en önemli kanal yüksek Yabancı Doğrudan Yatırımlar (YDY) (Grafik 2) ile kısa ve orta vadeli sermaye girişlerinin neden olduğu hızlı para arzı artışıdır (Grafik 3). PBC'nin sabit ABD doları kurunu koruma amaçlı yüksek boyutlu sterilizasyon uygulamasına rağmen büyümeye oranla çok daha hızlı artan para arzı seviyesi ve Çin ekonomisinin yüksek büyüme potansiyeline sahip olması<sup>1</sup> ilk planda Şangay Borsası'nda işlem gören varlıklara olan ilgiyi artırmış<sup>2</sup> (Grafik 3), sonrasında da gayrimenkul piyasasında son derece hızlı bir genişlemeye yol açmıştır. Söz konusu servet artışına paralel olarak tüketimde hızlı artışlar gerçekleşmiş ve enflasyonun yukarı yönlü eğilimi desteklenmiştir.

Başta ham petrol ile birlikte enerji (Tablo 1) ve ana metal olmak üzere, genel olarak tüm emtialara talebi hızla artan Çin, küresel düzeyde yaşanan hızlı emtia fiyat artışlarının temel belirleyicisi olmuştur. Öte yandan, kuraklık, etanol ve biyodizel üretimi kökenli yapısal talep artışı gibi unsurların yanı sıra Çin'in güçlü talebinden de etkilenen gıda fiyatları, bu dönemde diğer emtialar ile birlikte genel fiyat artışlarının en önemli sebebi olmuştur. İhracatın büyümeye katkısının yüksek seviyelerde gerçekleşmesi ve artan gıda ve diğer emtia fiyatlarına paralel olarak ücretlerin yukarı yönlü artışlar sergilemesi<sup>3</sup>, enflasyona olumsuz yönde katkıda bulunan diğer unsurlar olmuştur.

Tablo 1. Gelişmiş Ülkeler ve Çin'in Ham Petrol ile Enerji Tüketimindeki Payları (yüzde)

	Ham Petrol				Enerji*			
	ABD	Japonya	Avrupa	Çin	ABD	Japonya	Avrupa	Çin
2000	26,18	7,41	25,79	6,62	25,45	5,67	31	8,42
2002	25,72	6,99	25,54	7,02	24,38	5,42	30,09	10,61
2004	25,46	6,49	24,8	8,32	22,78	5,06	28,77	13,83
2006	24,59	6,17	24,47	8,89	21,39	4,78	27,83	15,61

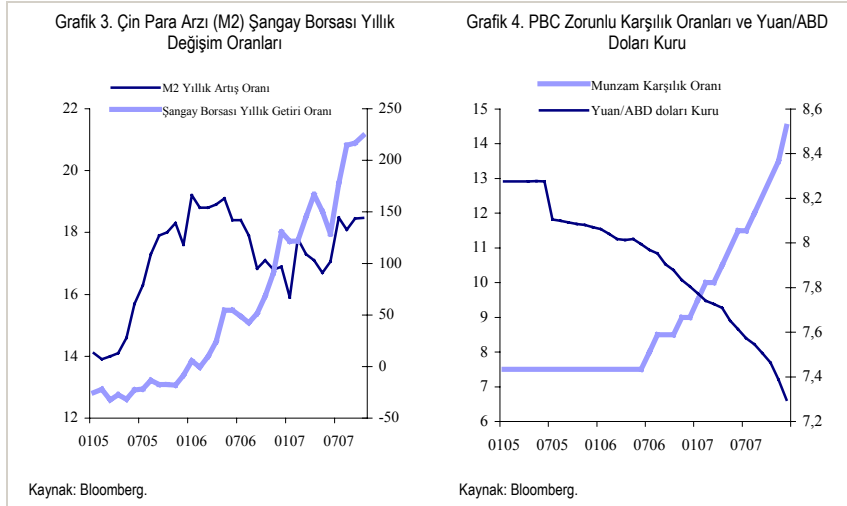
\* Milyon ton ham petrol cinsinden hesaplanmıştır.

<sup>1</sup> 2004 yılı 2007 üçüncü çeyreği arasında yıllık bazda ortalama yüzde 10'dan fazla büyüyen Çin ekonomisinde 2007 yılı üçüncü çeyrek büyümesi yıllık bazda 11,5 olarak gerçekleşmiştir.

<sup>2</sup> 31 Ekim itibarıyla Şangay borsası yıllık bazda yüzde 224 değer kazanmıştır.

<sup>3</sup> Üçüncü çeyrekte kentlerde çalışan nüfusun geliri yıllık bazda yüzde 22 gibi rekor düzeyde bir artış sergilemiştir.

Söz konusu çerçevede PBC artan enflasyonu parasal sıkılaştırma ile engellemeye çalışmış, bu bağlamda da politika faizlerini ve zorunlu karşılık oranlarını 2006 yılı ortasından itibaren hızla artırmış ve 2007 Aralık itibarıyla zorunlu karşılık oranları yüzde 14,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 4). Ancak, varlık enflasyonu ve parasal genişleme engellenememiştir.



Bu çerçevede, para politikası uygulamasında önemli bir değişikliğe giden PBC, 9 Kasım 2007 tarihinde yayımlanan üçüncü çeyrek para politikası raporunda da ifade edildiği gibi, enflasyonu kontrol altına alabilmek amacıyla döviz kurunu da diğer para politikası araçlarıyla birlikte aktif olarak kullanabileceğini ifade etmiştir. 2007 yılı Kasım ayı sonrasında yuan ABD dolarına karşı sınırlı da olsa değer kazanma eğilimine devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde yuan'ın ABD dolarına karşı güçlenmeye devam etmesi beklenmekte, bu durumun da kur geçişkenliği kanalıyla Çin enflasyonundaki yükselme eğilimini sınırlayabileceği düşünülmektedir. Öte yandan, Ekim 2007 sonu itibarıyla 1,53 trilyon ABD doları seviyesine yükselen PBC rezervi ve halihazırda uluslararası karşılaştırmalara göre düşük seyreden ücret seviyesi, Çin ekonomisini yuan'ın değerlenmesi üzerinden gelebilecek şoklara karşı dayanıklı hale getirmektedir.

Yuan'ın ABD dolarına karşı beklenen değerlenme sürecinin küresel ekonomiyi iki önemli kanaldan etkilemesi beklenmektedir. İlk planda, rekabet avantajını kısmen de olsa düşük kur politikası ile sağlayan Çin'in cari fazlasının artış oranının yavaşlayacağı öngörülmektedir. Son dönemlerde ABD doları diğer ana para birimlerine karşı yüksek miktarlarda değer kaybetmiştir. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde küresel dengesizliklerde sınırlı da olsa bir düzeltme hareketi beklenmektedir. Öte yandan yuan'ın başta ABD doları olmak üzere diğer para birimlerine karşı da değer kazanmasının bekleniyor olması, önümüzdeki dönemde Çin piyasalarına olan sıcak para hareketini de artıracaktır.

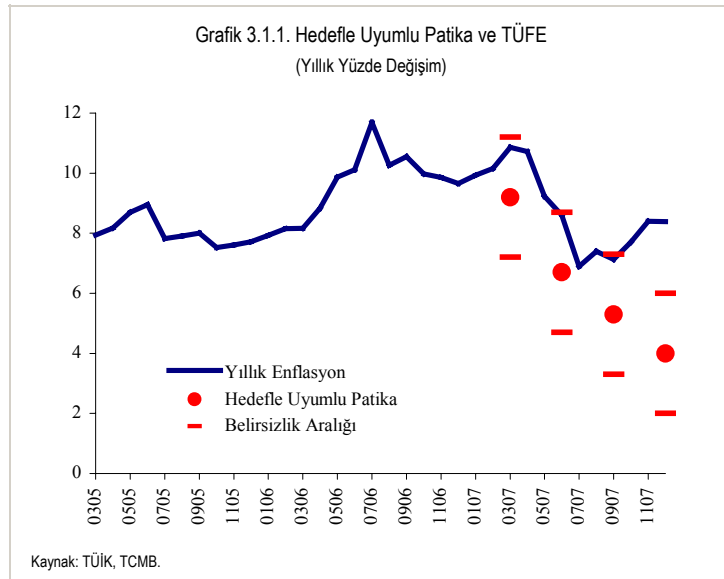
Geçtiğimiz dönemlerde Çin ekonomisi, gerek düşük kur gerekse de ucuz iş gücü kanalıyla, emtia fiyatlarında yarattığı talep yönlü baskıya rağmen, küresel enflasyon oranlarının gerilemesinin en önemli sebebi olarak gösterilmiştir. Küresel piyasalarda yuan'ın başta ABD doları olmak üzere diğer para birimlerine karşı olası değer kazanımı, her ne kadar Çin'in enflasyon oranlarında gerilemeye yol açacak olsa da, Çin'in küresel ekonomiye gerek ucuz iş gücü gerekse düşük kur aracılığıyla deflasyon ihraç eden yapısının gelecekte daha da bozulmasına yol açacaktır. Bir başka ifadeyle, Çin malları fiyatlarının ABD doları ve diğer ana para birimleri bazında artmasının, önümüzdeki dönemlerde küresel enflasyon oranlarının yukarı yönlü eğilimini desteklemesi beklenmektedir. Bu durum tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.



### 3. Enflasyon Gelişmeleri

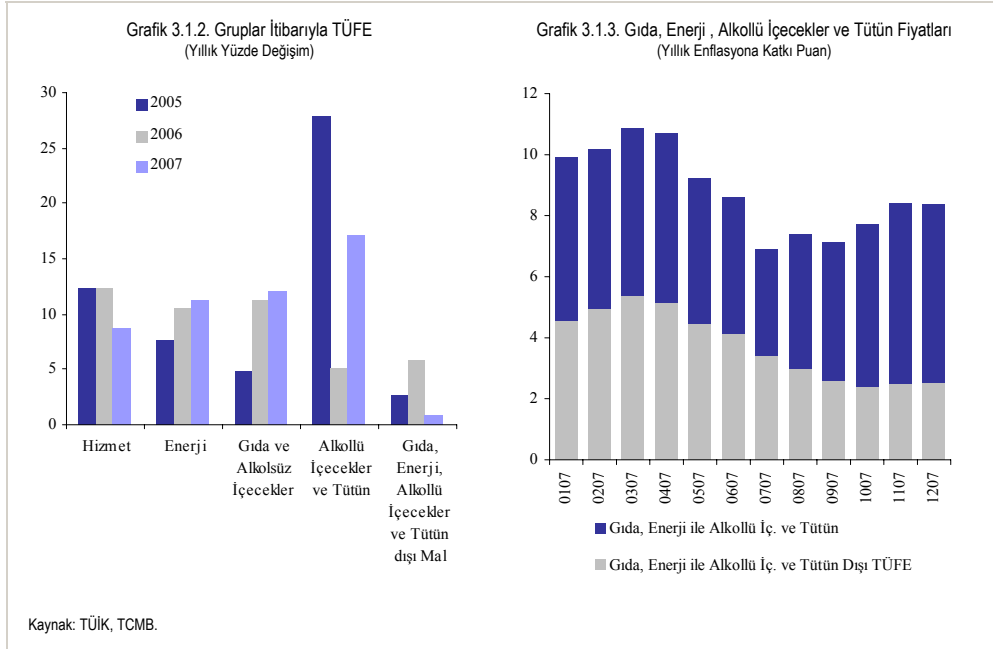
#### 3.1. Enflasyon

2007 yılında tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 8,39 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1). Tüketici fiyatları yılın son çeyreğinde gözlenen yüksek artışlar sonucunda Aralık ayı itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. Yılın son çeyreğinde enflasyonda gözlenen bu artışta, işlenmiş gıda ürünleri ve yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat artışları etkili olmuştur. Ayrıca, uluslararası petrol fiyatlarında gözlenen keskin yükseliş ile artan enerji fiyatları da enflasyonun yukarı yönlü seyrinde belirleyici olan bir diğer etken olmuştur.

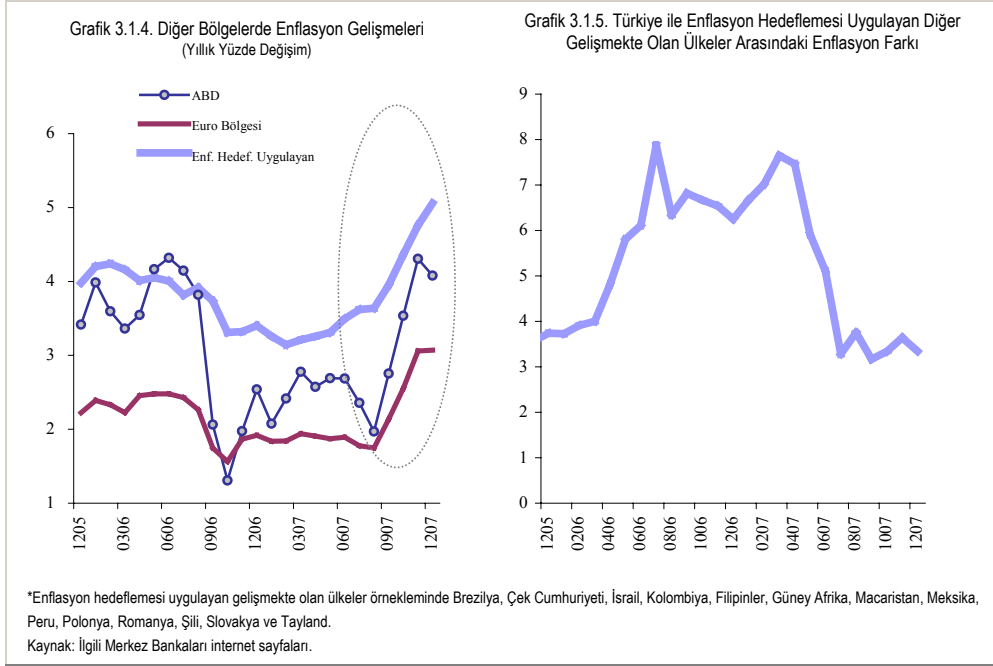


2007 yılı genelinde mal grubu enflasyonu bir önceki yıldaki yüksek seyrini korurken, hizmet grubu enflasyonunun önceki yıllara kıyasla önemli bir oranda iyileşme gösterdiği görülmektedir (Grafik 3.1.2). 2007 yılında gıda fiyatları, dünya genelinde olduğu gibi, ülkemizde de enflasyonun yükselmesinde belirleyici olmuş, büyük ölçüde kuraklığa bağlı arz gelişmeleri sonucunda işlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında yüksek oranlı artışlar gözlenmiştir. Enerji fiyatları da 2007 yılında geçmiş yıllara kıyasla daha yüksek oranda artmıştır. Bunlara ek olarak, bütün ürünleri fiyatlarında yıl içerisinde iki kez vergi ayarlaması yapılması tüketici fiyatlarını artıran bir diğer gelişme olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelerle, gıda, enerji ve bütün gruplarının

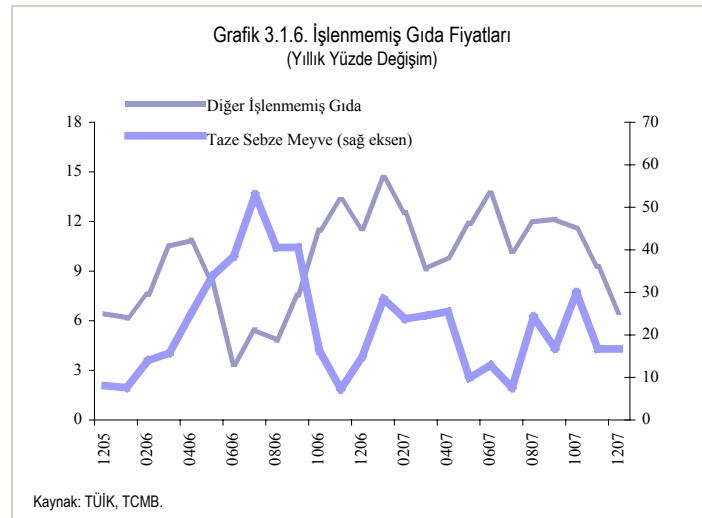
tüketici fiyatları yıllık artışına yaptığı katkı özellikle yılın ikinci yarısından itibaren belirgin oranda artış göstermiştir (Grafik 3.1.3). Yılın ilk yarısında söz konusu gruptaki fiyat gelişmeleri yıllık enflasyonun yaklaşık yarısını oluştururken, bu oran yıl sonu itibarıyla yüzde 70'lere yükselmiştir. Diğer taraftan, hizmet grubu enflasyonu son üç yılda izlediği yatay seyrin ardından 2007 yılında belirgin bir iyileşme göstermiştir (Grafik 3.1.2). Özetle, 2007 yılında hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalan tüketici enflasyonunda gıda, enerji ve tütün gruplarındaki yüksek fiyat artışları belirleyici olmuş, bu gruplar dışında kalan tüketici enflasyonunda belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir (Grafik 3.1.3).



Petrol, tarım ürünleri ve diğer emtiaların fiyatlarındaki yükseliş eğilimi sadece ülkemizde değil, dünya genelinde enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. ABD ve Euro bölgesinde 2007 yılının son çeyreğinde, enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelere ise 2007 yılının ikinci yarısında enflasyon yukarı yönlü bir eğilim sergilemiştir (Grafik 3.1.4). Türkiye'nin, Kasım ayında yönetilen fiyatlarda gözlenen yüksek oranlı artışa rağmen, enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla 2007 yılı boyunca enflasyon konusunda daha iyi bir performans sergilediği gözlenmektedir (Grafik 3.1.5).



İşlenmemiş gıda ürünleri fiyatları yıllık enflasyonu yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 2,7 puan gerileyerek yüzde 10,99 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.1). Yıl boyunca arz kaynaklı sorunlar ile yüksek oranda artan grup fiyatları son çeyrekte kısmi bir düzeltme hareketi göstermiştir. Özellikle, taze sebze ve meyve dışında kalan işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının bu dönemde yüzde 4,96 azalması, işlenmemiş gıda fiyatlarının olumlu seyrinde başlıca rol oynamıştır. Diğer taraftan, taze meyve ve sebze fiyatları son çeyrekte yüzde 14,93 oranında artarken, yıllık artış oranı yüzde 16,73 olmuştur (Grafik 3.1.6).



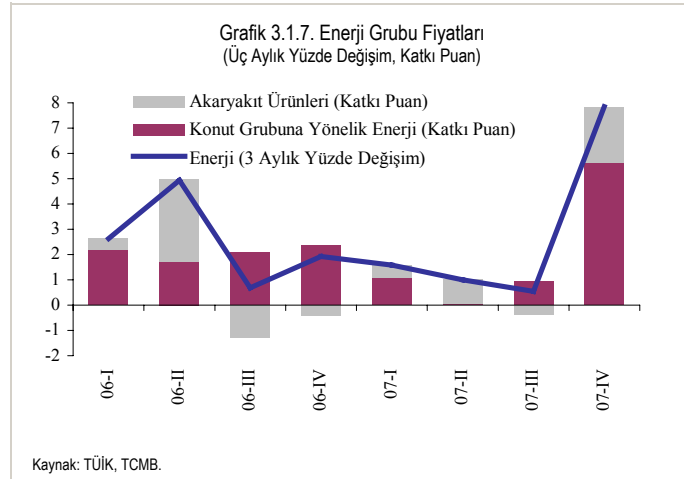


Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2006					2007				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<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>1,47</b>	<b>0,31</b>	<b>4,02</b>	<b>8,39</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>	<b>1,18</b>	<b>-0,11</b>	<b>4,65</b>	<b>8,29</b>
Enerji	2,63	4,94	0,69	1,92	10,52	1,58	1,00	0,55	7,85	11,25
İşlenmemiş Gıda	8,81	-3,67	1,83	5,81	12,94	11,74	-5,93	2,23	3,30	10,99
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-2,01	5,54	0,67	2,70	6,93	-0,10	3,56	-1,01	4,09	6,60
İşlenmiş Gıda	1,93	0,63	4,15	2,65	9,66	2,28	0,58	4,26	5,31	12,95
Dayanıklı Mallar	-1,66	8,69	1,34	-1,58	6,61	1,23	-1,73	-1,15	-1,71	-3,34
Dayanıklı Mallar (Altın Fiy. Hariç)	-3,04	5,40	2,84	-2,20	2,78	1,13	-1,36	-1,60	-2,41	-4,21
Yarı Dayanıklı Mallar	-3,65	9,14	-2,14	4,75	7,81	-3,37	7,43	-3,50	7,67	7,86
Dayanaksız Mallar	4,64	-1,12	3,01	3,04	9,82	6,75	-2,07	2,52	4,21	11,69
<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>	<b>2,28</b>	<b>1,50</b>	<b>2,32</b>	<b>8,64</b>
Kira	4,08	3,69	6,67	4,25	20,01	3,94	3,33	4,56	3,30	16,01
Lokanta ve Oteller	3,02	4,25	3,40	2,24	13,54	2,60	1,94	2,27	3,64	10,87
Ulaştırma Hizmetleri	1,27	1,36	6,26	3,50	12,89	0,10	1,70	2,10	1,91	5,93
Diğer Hizmetler	1,80	3,32	2,32	0,76	8,45	2,10	2,19	-0,36	1,27	5,29

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Yılın ilk üç çeyreğinde, geçmiş yıllara kıyasla daha düşük oranda artan enerji fiyatları son çeyrekte yüzde 7,85 oranında artarak olumsuz bir seyir izlemiştir (Tablo 3.1.1). Söz konusu artışla birlikte, enerji fiyatları 2007 yılı artışı yüzde 11,25 oranına ulaşmıştır. Enerji fiyatlarının son çeyrekte yüksek oranda artmasında Kasım ayında su fiyatlarında görülen yüksek artış ile akaryakıt ürünlerinden alınan Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) oranının arttırılması en önemli belirleyici olmuştur. Yıl genelinde uluslararası petrol fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar sürmüştür. 2007 yıl sonu itibarıyla petrol fiyatı 2006 yıl sonuna kıyasla ABD doları bazında yüzde 50'ye yakın oranda yükselmiştir. Ancak, YTL'nin güçlü seyri petrol fiyatlarındaki hızlı artışların yurt içi fiyatlara yansımaları büyük ölçüde sınırlamıştır. Son çeyrekte petrol fiyatlarının ivmelenmesi akaryakıt fiyatlarını yükseltse de, genel enerji fiyatlarının yükselmesinde konut grubuna yönelik enerji kalemlerinin yaptığı katkı daha belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.7).



Son iki çeyrekte olumlu bir görünüm sergileyen enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri dışında kalan mal grubu fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 4,09 ile geçmiş yıllara kıyasla daha yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu gelişmede, işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarında süregelen yükseliş eğilimi, tütün ürünleri fiyatlarında ÖTV artışı kaynaklı olarak yaşanan artışlar ve altın fiyatlarındaki hızlanmanın etkisi hissedilmiştir. Yılın son çeyreğinde giyim ve ayakkabı grubu fiyatları mevsim normallerinde bir artış sergileyerek olumsuz bir görünüm arz etmezken, dayanıklı tüketim malı fiyatlarındaki yavaşlama eğilimi güçlenerek sürmüştür (Tablo 3.1.1).

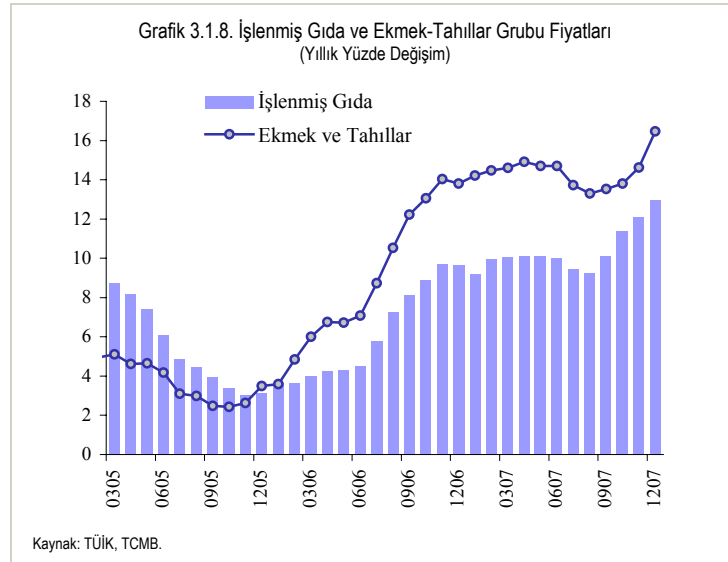
Gerek kuraklık gerekse küresel konjonktürden kaynaklanan gelişmeler gıda fiyatlarını olumsuz etkilemeye devam etmekte, son dönemde gıda ürünleri grubu enflasyonunda yaşanan yükselişin daha çok işlenmiş gıda ürünleri fiyatları kaynaklı olduğu gözlenmektedir. Tarım ve gıda ürünleri imalatı fiyatlarında süregelen yükselişlerle, gıda ürünleri grubuna yönelik maliyet yönlü unsurların olumsuz görünümü yılın son çeyreğinde de sürmüştür. Bu çerçevede, işlenmiş gıda ürünleri fiyatları artış hızında üçüncü çeyrekte gözlenen hızlanma, son dönemde belirginleşerek devam etmiş ve fiyatlar yılın son çeyreğinde geçmiş yılların oldukça üzerinde yüzde 5,31 oranında artmıştır. Böylelikle, bu grupta 2007 yılının ikinci yarısındaki fiyat artışı yüzde 9,80 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.2). Bu gelişmede, ekmek ve tahıl ürünleri, süt ürünleri ile katı-sıvı yağlar alt gruplarındaki fiyat artışları temel belirleyici olmuştur (Tablo 3.1.2, Grafik 3.1.8). Söz konusu gruplara yönelik üretim tahminleri 2007 yılında belirgin bir üretim düşüşüne işaret etmekte, bu durum ise işlenmiş gıda ürünleri fiyat artışında arz yönlü unsurların rolüne dikkat çekmektedir. Kuraklık dolayısıyla yaşanan üretim kayıpları yanında, buğday ve mısırın alternatif yakıt üretiminde kullanılmaya başlaması da uluslararası tarım ürünleri fiyatlarının yükselmesinde önemli rol oynamakta ve yurt içi gıda fiyatlarını olumsuz etkilemektedir. Öte yandan, Devlet Meteoroloji İşleri Genel Müdürlüğü'nün yayımladığı meteorolojik kuraklık haritaları (Normalleştirilmiş Yağış İndeksi'ne göre), son 3 ve 1 aylık dönemde, son bir yıllık döneme kıyasla yağış miktarında daha olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Bu görünümün sürmesi, beraberinde işlenmemiş gıda fiyatlarında bir düzeltme olasılığını gündeme getirmektedir. Ancak, işlenmiş gıda fiyatlarının üretim kayıplarına bağlı yaşanan şoklara karşı verdiği tepkinin daha sürekli bir yapı göstermesi, bu gruptaki fiyat artışlarının bir süre daha devam edebileceğini düşündürmektedir. Sonuç olarak, son çeyrekte yayımlanan veriler, gıda

fiyatlarına ilişkin risklerin bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamakla birlikte, önemini koruduğuna işaret etmektedir.

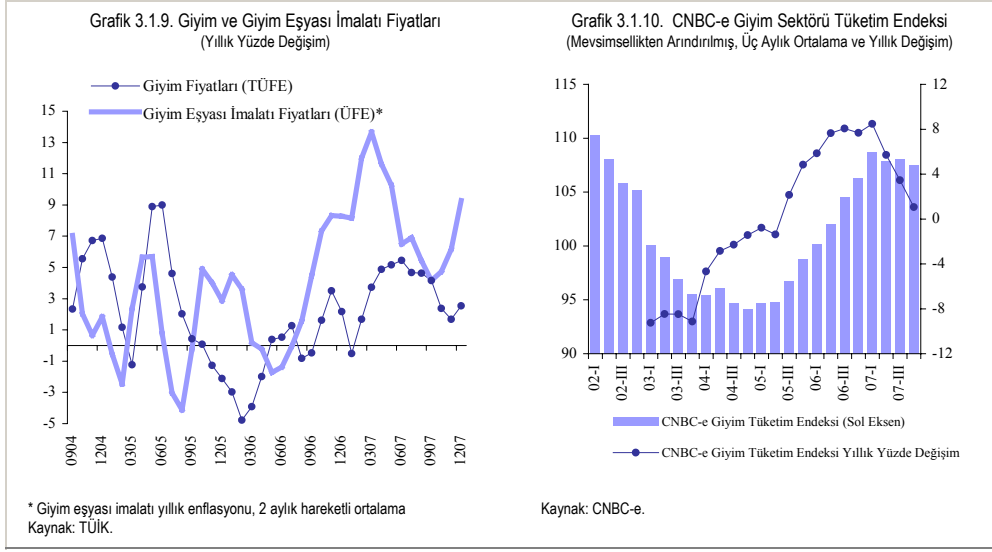
Tablo 3.1.2. İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları  
(Yüzde Değişim)

	2007 İlk Yarı	2007 İkinci Yarı	2007 Yılı	2007 Yılı Tahmini Üretim* (2006 Yılına Kıyasla)
<b>İşlenmiş Gıda</b>	<b>2,87</b>	<b>9,80</b>	<b>12,95</b>	-
Ekmek ve Tahıllar	5,61	10,28	16,47	Tahıl üretimi -14,4 Buğday üretimi -13,3 Arpa üretimi -22,4
Süt Ürünleri	1,48	16,91	18,63	-
Katı ve Sıvı Yağlar	1,10	18,78	20,09	Toplam yağlı tohum üretimi -20,1 Ayçiçeği üretimi -22,8

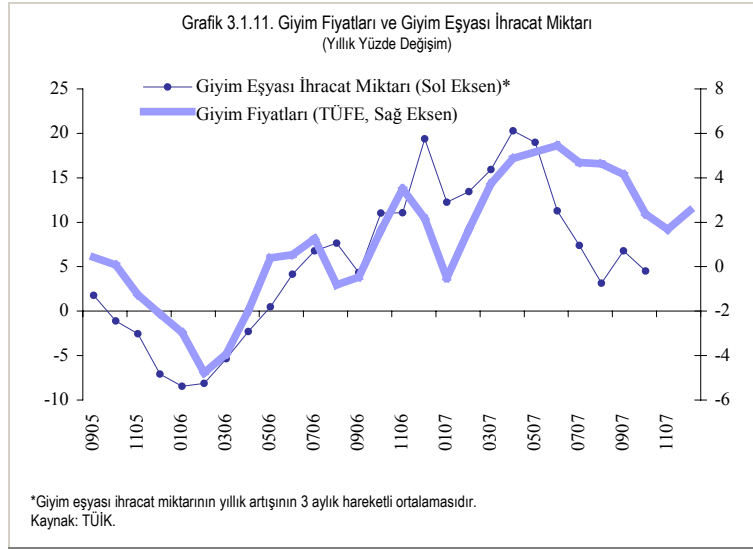
\* TÜİK 2007 yılı bitkisel üretim II. Tahmini  
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Tütün ürünleri fiyat artışı, enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri dışında kalan mal grubu fiyatlarının yukarı yönlü seyrinde belirleyici olan bir diğer etkidir. Faiz dışı bütçe dengesindeki sapmanın kısmen giderilmesine yönelik olarak tütün ürünlerinden alınan ÖTV’de yapılan artışlar neticesinde, grup fiyatları son çeyrekte yüzde 6,78 oranında artmıştır. Böylelikle, 2007 yılı genelinde vergi artışları kaynaklı olarak bu gruptaki yıllık fiyat artış oranı yüzde 17,85’e ulaşırken, söz konusu artışın yıllık tüketici enflasyonuna katkısı 0,84 puan düzeyinde gerçekleşmiştir. Kamu finansman dengesindeki bozulmanın giderilmesine yönelik çabaların çoğunlukla bu tür dolaylı vergi artışlarına yönelmesi, enflasyonun tahmin edilebilirliği açısından bir risk oluşturmaktadır.



Yılın ilk yarısında kademeli olarak yükseliş gösteren giyim ve ayakkabı grubu yıllık fiyat artışı, son iki çeyrekte yavaşlama eğilimine girerek 2007 yılını yüzde 4,08 oranında bitirmiştir. Giyim eşyası imalatı fiyat artışlarının son dönemde hızlanması, bu gruba yönelik maliyet yönlü unsurlardaki olumsuzluğa dikkat çekmektedir (Grafik 3.1.9). Öte yandan, tekstil ürünlerine yönelik imalat sanayi fiyatları son altı aylık dönemde olumlu bir görünüm sergilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış CNBC-e Giyim Tüketim Endeksi yılın ilk çeyreğinde ulaştığı yüksek seviye sonrasında yavaşlama eğilimine girerken, söz konusu göstergenin yıllık değişimi yurt içi satışlarda bir önceki yıla kıyasla yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 3.1.10). Giyim grubuna yönelik yurt içi talep koşullarındaki yavaşlamaya karşılık, giyim eşyası ihracatı bir önceki yıla kıyasla artmaya devam etmektedir. Ancak, 2006 yılının ikinci yarısı ve 2007 yılının ilk yarısında görece güçlü seyreden giyim eşyası ihracatı yıllık artış hızı son dönemde yavaşlama eğilimi göstererek, yurt içi talep koşulları ile birlikte, giyim enflasyonunun aşağı yönlü seyrine katkıda bulunmuştur (Grafik 3.1.11). Avrupa Birliğinin Çin'e uyguladığı kotaları 2008 yılı itibarıyla kaldırmasının yurt içi fiyatlar üzerindeki etkisi ise yakından izlenecektir.

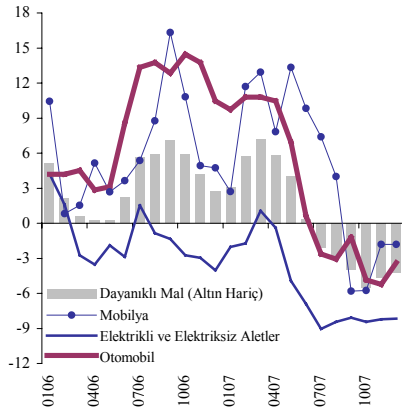


Dayanıklı tüketim malları (altın hariç) fiyatlarındaki azalış eğilimi son çeyrekte güçlenerek sürmüştür ve fiyatlar 2007 yılında bir önceki yıla kıyasla yüzde 4,21 oranında gerilemiştir (Tablo 3.1.3). Yılın son çeyreğinde elektrikli ve elektriksiz aletler ile otomobil fiyatları yüksek oranlarda azalış göstermiştir. Yıl genelinde ise başlıca alt grupların tamamında fiyatlar 2006 yılına kıyasla azalış gösterirken, özellikle elektrikli ve elektriksiz aletler grubunda fiyatların tüm çeyreklerde gerilemiş olması dikkat çekicidir (Tablo 3.1.3, Grafik 3.1.12). Bu gelişmede, gerek parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri gerekse YTL'nin güçlü konumunu sürdürmesiyle dayanıklı tüketim malı üretici fiyatlarındaki olumlu seyrin etkisi hissedilmiştir (Grafik 3.1.13). Yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi dayanıklı tüketim malı talebindeki toparlanmaya karşılık, son iki çeyrekte fiyatlardaki gerileme eğiliminin güçlenerek sürdüğü görülmektedir. Söz konusu gelişme, dayanıklı tüketim mallarına olan talep artışının daha çok görece fiyatlardaki değişimle ilişkili olduğuna ve dolayısıyla enflasyon üzerinde baskı oluşturmadığına işaret etmektedir. Otomobil yurt içi satışları ve mobilya imalatı gibi göstergeler, dayanıklı tüketim malları talebindeki ılımlı toparlanmanın 2007 yılının son çeyreğinde devam ettiğine ilişkin sinyaller içermekle birlikte, fiyatların mevcut seyri yukarıda özetlenen görünümün korunduğunu düşündürmektedir.

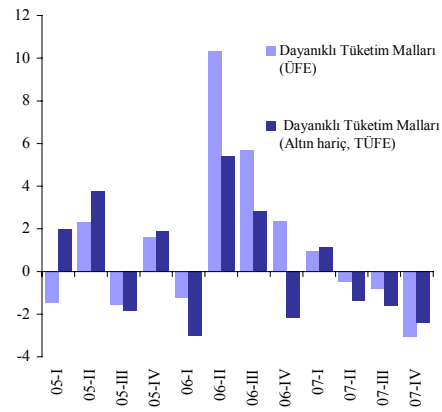
Tablo 3.1.3. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2006				2007				
	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>5,40</b>	<b>2,84</b>	<b>-2,20</b>	<b>2,78</b>	<b>1,13</b>	<b>-1,36</b>	<b>-1,60</b>	<b>-2,41</b>	<b>-4,21</b>
Mobilya	7,45	9,21	-3,17	4,74	-0,60	4,50	-6,34	0,94	-1,80
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	4,51	-0,54	-2,25	-4,03	-0,52	-3,75	-1,80	-2,35	-8,18
Otomobil	7,09	2,57	-2,28	10,48	3,22	-2,74	0,71	-4,42	-3,37
Diğer Dayanıklı Mallar	-1,86	1,43	0,91	-0,73	0,82	1,09	-0,52	0,32	1,71

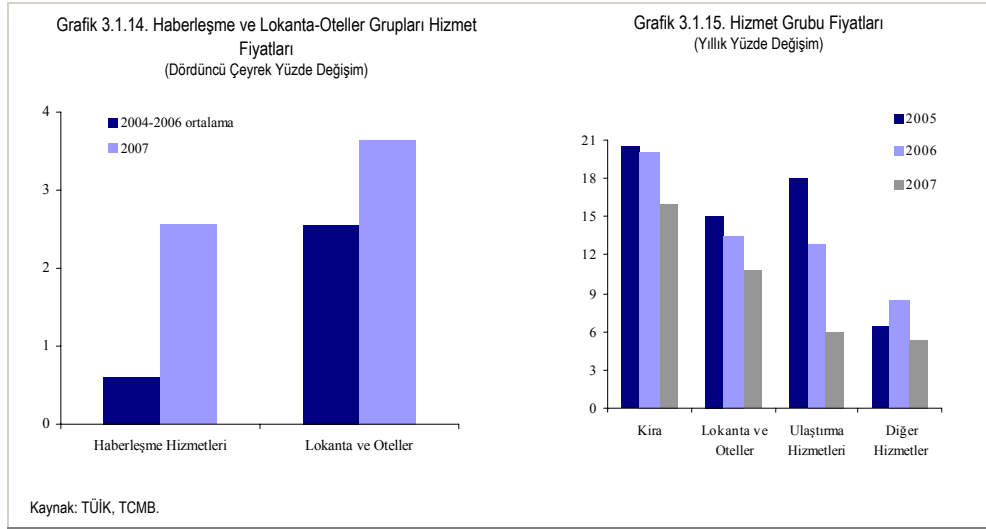
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.12. Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatları  
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

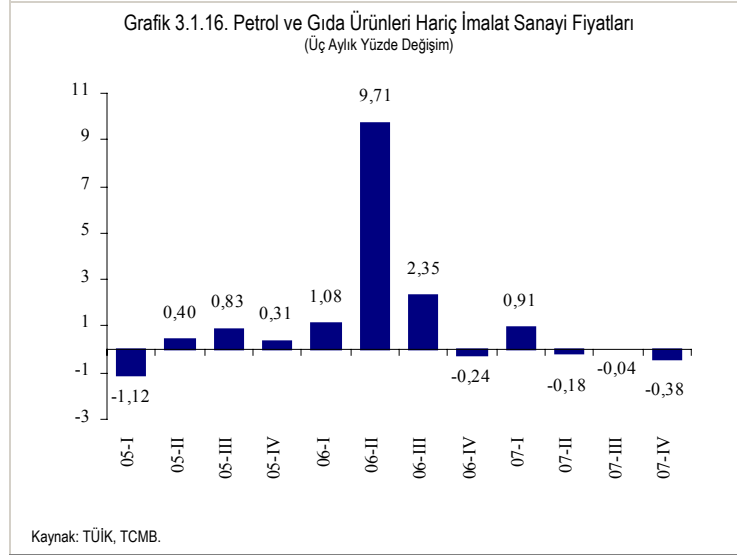
Grafik 3.1.13. Dayanıklı Tüketim Malları Üretici ve Tüketici Fiyatları  
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

Hizmet enflasyonu 2007 yılında önemli ölçüde yavaşlamıştır. Özellikle ilk üç çeyreklik dönemde, 2003 bazlı endekste en düşük çeyreklik artışlar gözlenmiş ve yıllık hizmet enflasyonu hızla gerilemiştir. Öte yandan, yılın son çeyreğinde hizmet fiyatları geçmiş yıllara kıyasla daha yüksek bir oranda artmış ve yıllık enflasyon üçüncü çeyreğe kıyasla kısmen yükselmiştir. Bu yükseliş, büyük ölçüde lokanta-oteller ve haberleşme hizmetleri fiyatlarında görülen hızlı artışlardan kaynaklanmıştır (Grafik 3.1.14). Lokanta-oteller grubundaki artışta son dönemde gıda fiyatlarındaki yüksek artışların etkisi ile hızlanan yemek hizmetleri fiyatları belirleyici olmuştur. Haberleşme hizmetlerinde ise, cep telefonu görüşme ücretlerindeki yüksek artış eğiliminin özellikle son çeyrekte hızlanması hizmet enflasyonundaki düşüşü sınırlamıştır.



2007 yılında hizmet grubu enflasyonu önemli ölçüde yavaşlamış ve 2006 yılına göre 3,6 puan gerileyerek yüzde 8,64 olarak gerçekleşmiştir. Grup enflasyonunun artış hızındaki bu yavaşlamanın, grubu oluşturan tüm ana kalemlerde gözlenmesi tüketici fiyatlarının önümüzdeki dönemdeki seyri açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir (Grafik 3.1.15). Özellikle son yıllarda en yüksek katılığın gözlemlendiği kirada yıllık artışın 2006 yılı sonuna göre 4 puan gerilemesi önemli bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bunun yanında, 2007 yılı genelinde lokanta-oteller ile ulaştırma hizmetleri yıllık fiyat artışının belirgin olarak azalmasının, hizmet enflasyonundaki düşüşe önemli bir destek sağladığı görülmektedir (Grafik 3.1.15).

Tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet yönlü etkilerin değerlendirilmesi açısından üretici fiyatlarındaki gelişmeler önem taşımaktadır. Petrol ve gıda ürünleri hariç imalat sanayi fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 0,38 oranında gerilemiş, yıl genelinde ise belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 3.1.16). YTL'deki birikimli güçlenmenin de etkisiyle ara, sermaye ve dayanıklı tüketim malları fiyatlarında son çeyrekte gerileme gözlenmiştir (Tablo 3.1.4). Bununla birlikte, gıda ürünleri imalatı ve tarım fiyatlarının yukarı yönlü seyrini sürdürmesi TÜFE içindeki gıda fiyatlarına ilişkin risklerin devam ettiğine işaret etmektedir.



Tablo 3.1.4. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

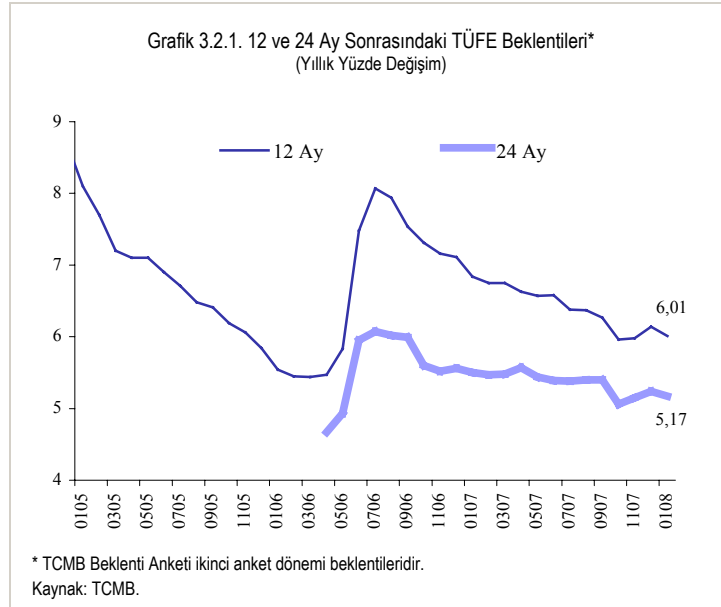
	2006					2007				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>Petrol ve Gıda Ürünleri Hariç İmalat Sanayi</b>	<b>1,08</b>	<b>9,71</b>	<b>2,35</b>	<b>-0,24</b>	<b>13,22</b>	<b>0,91</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,38</b>	<b>0,30</b>
Ara Malları Fiyatları	1,16	14,03	1,71	-0,54	16,69	1,29	0,58	0,15	-1,25	0,75
Sermaye Malları Fiyatları	0,73	7,21	-0,03	1,86	9,96	0,03	-1,80	-0,06	-0,48	-2,32
Dayanıklı Tüketim Malları	-1,22	10,34	5,68	2,37	17,91	0,96	-0,51	-0,80	-3,06	-3,41
Dayanaksız Tüketim Malları	0,93	0,62	2,72	0,82	5,18	1,54	1,10	2,40	2,88	8,15
<u>Enerji Fiyatları</u>	10,14	25,03	-8,91	-2,62	22,15	2,64	0,19	4,22	2,65	10,02

Kaynak: TÜİK, TCMB.

### 3.2. Beklentiler

2007 yılı boyunca gerek 12 ay sonrası gerekse 24 ay sonrası için oluşan enflasyon beklentileri düşüş eğilimi göstermiştir. Bununla birlikte, özellikle son çeyrekte beklentilerdeki iyileşme sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede geçmiş enflasyona kısmen endeksli fiyatlama davranışlarının yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamaların da etkisi olduğu düşünülmektedir. Ocak ayı itibarıyla, bir yıl ve iki yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 6,01 ve 5,17 düzeyindedir. Orta vadeli enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefinin üzerinde seyretmesi para politikasının temkinli olmasını gerektirmektedir (Tablo 3.2.1)





Enflasyon belirsizliğinin bir ölçüsü olarak değerlendirilen değişim katsayısında<sup>1</sup> önemli bir farklılaşma göze çarpmamaktadır (Tablo 3.2.1).

Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi						
Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu Ortalama Beklentisi*	12 Ay Sonrası		24 Ay Sonrası	
			Ortalama Beklentisi*	Değişim Katsayısı	Ortalama Beklentisi*	Değişim Katsayısı
Ocak-07	1	6,98	6,84	0,08	5,43	0,14
	2	7,04	6,84	0,07	5,50	0,13
Şubat-07	1	7,16	6,77	0,08	5,43	0,13
	2	7,13	6,75	0,07	5,47	0,13
Mart-07	1	7,26	6,83	0,13	5,48	0,12
	2	7,28	6,75	0,10	5,48	0,11
Nisan-07	1	7,44	6,64	0,11	5,54	0,15
	2	7,48	6,63	0,11	5,57	0,14
Mayıs-07	1	7,78	6,63	0,14	5,52	0,15
	2	7,84	6,57	0,11	5,44	0,12
Haziran-07	1	7,66	6,47	0,11	5,40	0,14
	2	7,67	6,58	0,13	5,39	0,12
Temmuz-07	1	7,44	6,25	0,11	5,30	0,13
	2	7,49	6,38	0,09	5,38	0,11
Ağustos-07	1	7,15	6,31	0,12	5,35	0,14
	2	7,16	6,37	0,12	5,40	0,12
Eylül-07	1	7,13	6,27	0,12	5,44	0,13
	2	7,18	6,27	0,10	5,40	0,13
Ekim-07	1	6,97	6,04	0,11	5,25	0,13
	2	6,94	5,96	0,12	5,06	0,11
Kasım-07	1	7,77	5,82	0,11	5,05	0,13
	2	7,90	5,98	0,09	5,15	0,09
Aralık-07	1	8,66	6,09	0,11	5,21	0,14
	2	8,64	6,14	0,13	5,24	0,15
Ocak-08	1	6,44	5,94	0,11	5,11	0,14
	2	6,47	6,01	0,13	5,17	0,14

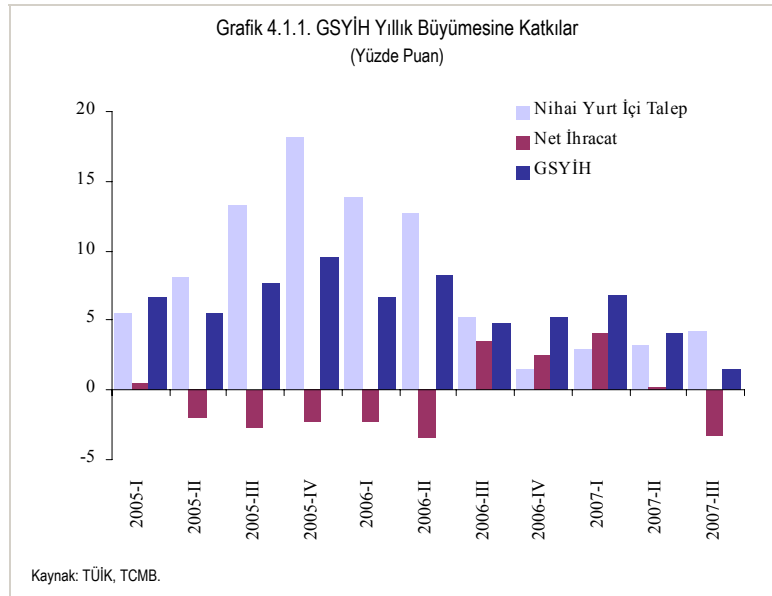
\* Tablodaki ortalama beklenti değerleri, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalamanın uç değerler analizi ile karşılaştırılması sonucunda seçilen uygun ortalamadır.  
Kaynak: TCMB.

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

## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

### 4.1. Arz-Talep Dengesi

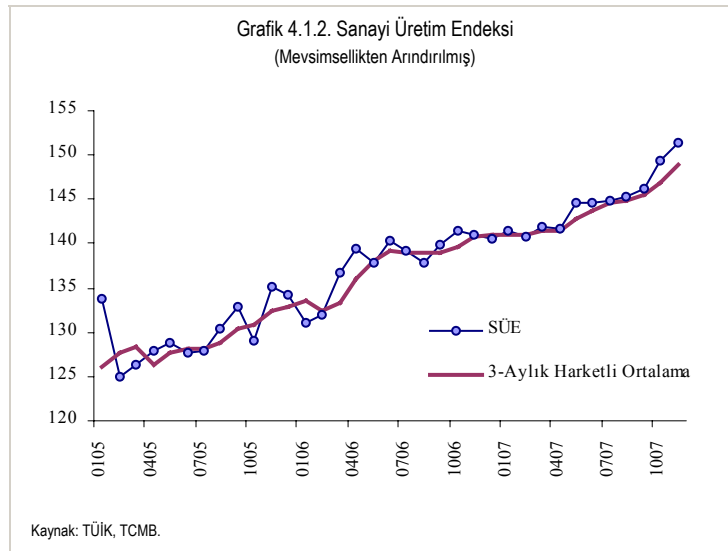
GSYİH, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,5 oranında artmıştır. Bu dönemde, özel tüketim talebindeki toparlanmaya bağlı olarak yurt içi talebin büyümeye katkısı artarken kamu sektörünün katkısı azalmış, önceki dönemde pozitif olan net dış talebin büyümeye katkısı ise belirgin olarak negatif olmuştur (Grafik 4.1.1). Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu bir şekilde kamu sektörünün harcama kısıcılığı etkisi yatırım harcamalarında gözlenirken, özel yatırımların büyümeye katkısı tahminlerimizden daha düşük kalmıştır. Temmuz ayında genel seçim belirsizliğinin, Ağustos ve Eylül aylarında ise küresel risk algılamalarındaki bozulmanın üçüncü çeyrekte yatırımları yavaşlatmış olabileceği düşünülmektedir.



Üretim yönünden incelendiğinde, yılın bu döneminde milli gelir içinde yüksek bir paya sahip olan tarım katma değerinin, kurak yaz döneminin etkisiyle, yüzde 7,8 oranında gerileyerek büyümeyi olumsuz etkilediği görülmektedir. Buna ek olarak, inşaat sektörü katma değeri yıllık büyümesi de geçmiş dönemlerin oldukça altında gerçekleşmiştir.

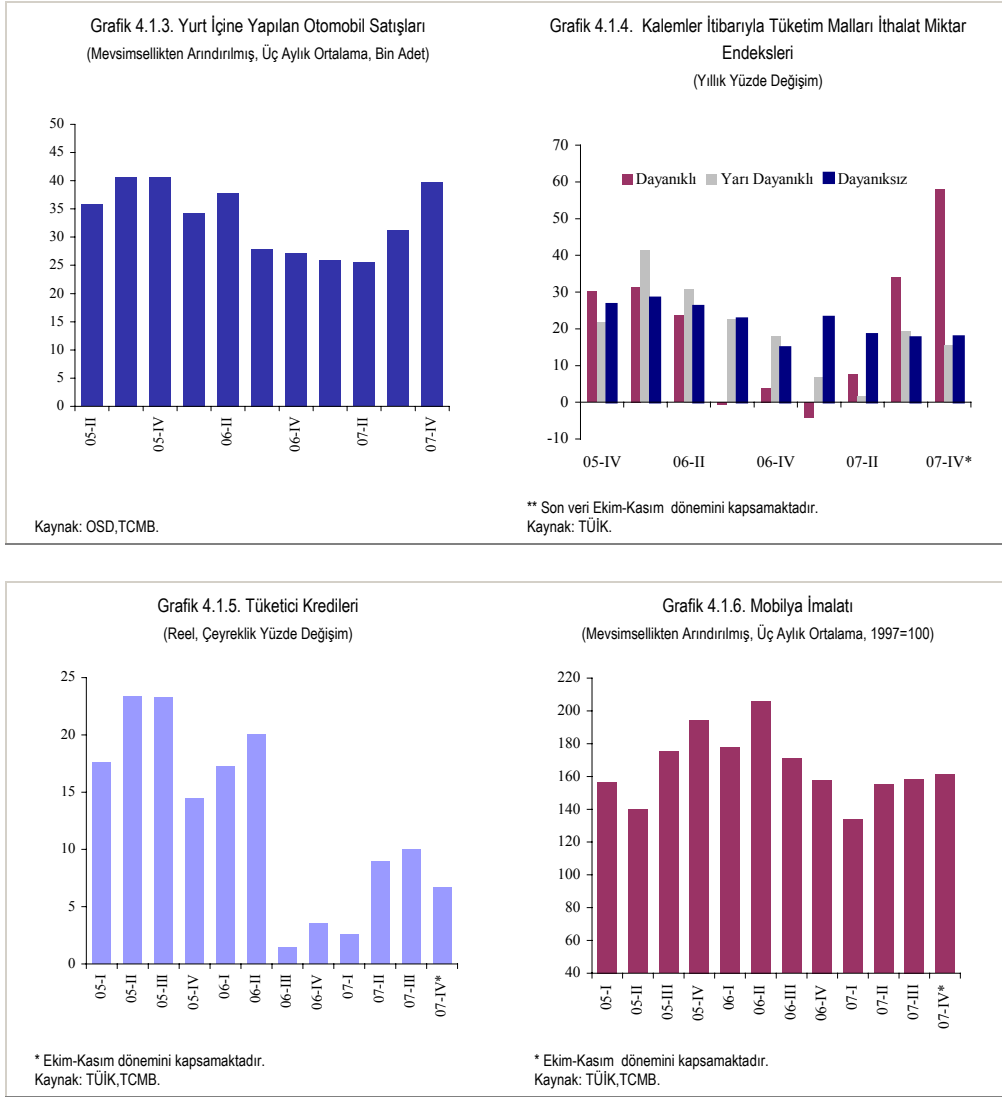
Bu dönemde, mevsimsellikten arındırılmış verilere göre GSYİH bir önceki döneme göre yüzde 0,6 oranında azalmıştır. Böylelikle, 2006 yılının ikinci yarısından başlayarak yavaşlama eğiliminde olan iktisadi faaliyet, yılın ikinci çeyreğinde kamu sektörünün dönemsel ek katkısı ve özel sektör yatırım talebinin öne çekilmesi sonucunda bir miktar toparlansa da, yılın üçüncü çeyreğinde son bir yıl içindeki genel eğilimini devam ettirmiştir. Bu dönemde, tarım sektöründen gelen arz yönlü şokla birlikte, genel seçimlere ilişkin belirsizlikler ve ABD'deki varlığa dayalı konut finansmanı piyasası kaynaklı dalgalanmalar neticesinde artan risk algılaması ile güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri iktisadi büyümeyi yavaşlatan temel unsurlar olmuştur.

Öncü göstergeler, iktisadi faaliyet yılın son çeyreğinde toparlanma eğilimini devam ettirdiğine işaret etmektedir. Nitekim, sanayi üretimi Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla yüzde 8,3 ve yüzde 7,7 oranlarında yıllık artışlar sergilerken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle Ekim-Kasım ortalaması yılın üçüncü çeyreğinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.2). Aralık ayı imalat sanayi kapasite kullanım oranı da son dönemde üretimdeki artışların sürdüğüne işaret etmektedir.

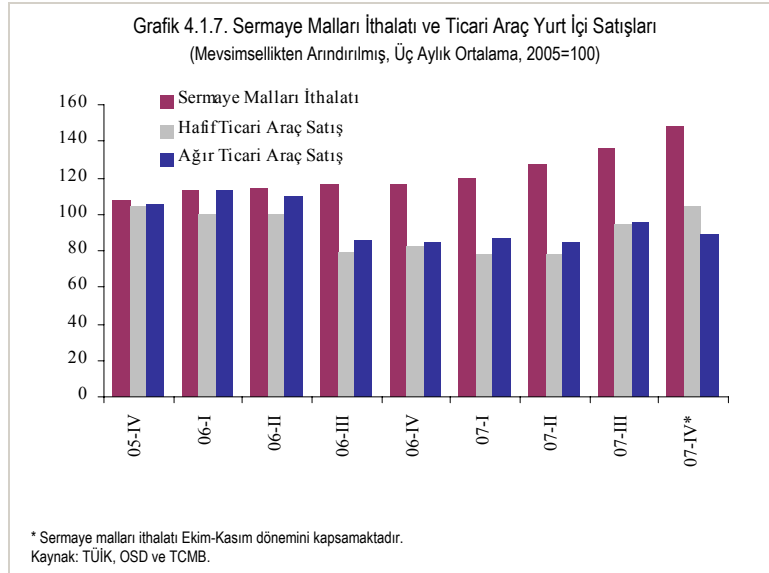


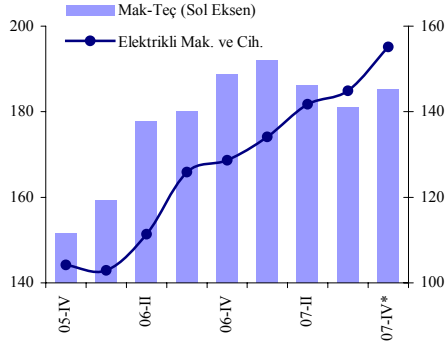
Tüketim talebine ilişkin öncü göstergelerden yurt içine yapılan otomobil satışları yılın son çeyreğinde yıllık yüzde 36,6 gibi yüksek bir oranda artarken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle yılın üçüncü çeyreğinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.3). Reelleştirilmiş tüketici kredisi kullanımındaki ılımlı büyüme Aralık ayında da sürmüştür. Yılın son üç aylık döneminde başta binek otomobil ve dayanıklı mallar olmak üzere tüketim malları alt gruplarına

ilişkin ithalat miktar endekslerinde yüksek oranlı yıllık artışlar gözlenmektedir (Grafik 4.1.4). Aynı dönemde mevsimsellikten arındırılmış CNBC-e Tüketim Endeksi de artış eğilimini sürdürmüştür. Özetle öncü göstergeler, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde özel tüketim talebinde gözlenen toparlanmanın, yılın son çeyreğinde bir miktar hızlanarak sürdüğü yönünde sinyal vermektedir. Bununla birlikte, otomobil satışlarının, yüksek oranlı büyümelere karşın, henüz 2005 yılı sonundaki seviyelerinde olduğu ve reel tüketici kredisi kullanımı çeyreklik artış oranlarının, geçmiş dönemlere kıyasla yükselmekle birlikte, hâlâ iç talebin kuvvetli olduğu dönemlerin altında seyrettiği de not edilmelidir (Grafik 4.1.5). Mobilya imalatı da düzey itibarıyla benzer bilgi içermektedir (Grafik 4.1.6).

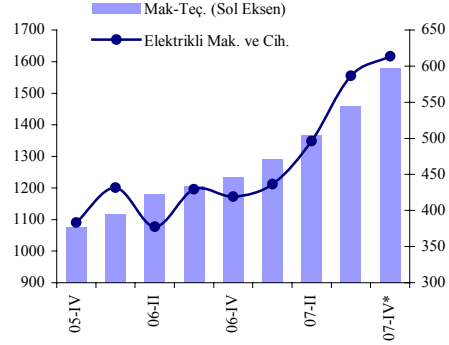


Yatırım talebine ilişkin göstergeler makine-teçhizat yatırımlarında son çeyrekte yıllık ve dönemlik bazda artışa işaret etmektedir. Ekim-Kasım döneminde yıllık yüzde 36,2 gibi yüksek bir oranda artan sermaye malları ithalatı, bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış verilerle üçüncü çeyrek düzeyinin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.7). Güçlü parasal sıkılaştırmanın ardından 2006 yılı ikinci yarısından başlayarak bir yıl boyunca düşük düzeylerde seyreden ve yıllık bazda gerileyen hafif ticari araç satışları, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde gerek yıllık gerekse dönemlik bazda hızlı bir artış göstermiştir. Satışlar son çeyrekte de toparlanma eğilimini sürdürmüş ve mevsimsellikten arındırılmış verilerle üçüncü çeyreğe göre yüksek bir oranda artarken, yüzde 23,6'lık bir yıllık büyüme sergilemiştir. Ağır ticari araç satışları ise son çeyrekte yıllık yüzde 1,6 oranında artarken, Eylül ayından başlayarak aylık bazda sürekli gerilemiş ve üçüncü çeyrek düzeyinin altında kalmıştır. Öte yandan makine-teçhizat ve elektrikli makine ve cihazlar sektörlerinin üretim ve ithalat verileri de yatırımlarda son çeyrekte artışa işaret etmektedir (Grafik 4.1.8 ve Grafik 4.1.9 ).



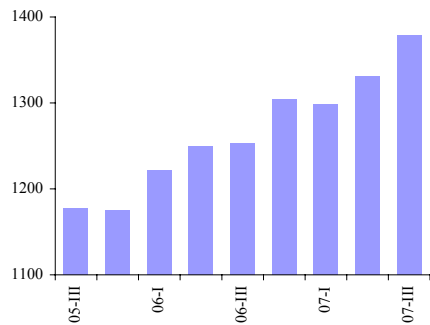
Grafik 4.1.8. Makine-Teknikat ve Elektrikli Makine ve Cihazlar İmalatı  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Üç Aylık Ortalama, 1997=100)

\* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

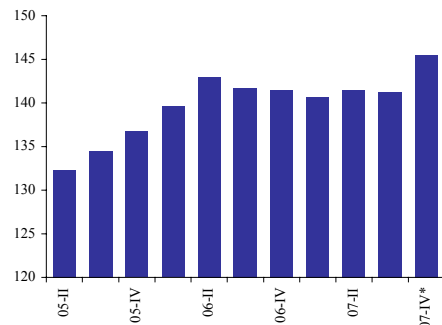
Grafik 4.1.9 Makine-Teknikat ve Elektrikli Makine ve Cihazlar İthalatı  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Üç Aylık Ortalama, Bin Dolar)

\* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

İnşaat yatırımlarına ilişkin göstergelerden yapı ruhsatları üçüncü çeyrekte geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 10,7 oranında düşüş göstermiştir. Konut ruhsatları yılın ilk yarısında gerilerken, üçüncü çeyrekte konuta ek olarak sınai ve ticari işyeri ruhsatları da yıllık bazda gerilemiştir. Bu göstergeler, geçmiş dönemlere kıyasla inşaat sektöründe belirgin bir yavaşlama olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak, inşaat istihdamının mevsimsellikten arındırılmış verilerle yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde hızlı bir şekilde artması sektörde ciddi bir durgunluk yaşanmayacağına işaret etmektedir (Grafik 4.1.10). Yılın son çeyreğine ilişkin metalik olmayan diğer mineral maddeler sektörü üretim ve ithalat verileri bu görüşü destekler niteliktedir (Grafik 4.1.11). Buna ek olarak, inşaat yatırımı katma değerinin geçmiş yıllarda başlanan inşaat faaliyetiyle de ilişkili olması nedeniyle, önceki yıllara kıyasla yavaşlamakla birlikte, inşaat yatırımlarının dördüncü çeyrekte de artış kaydedeceği öngörülmektedir.

Grafik 4.1.10. İnşaat Sektörü İstihdamı  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Bin Kişi)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.1.11. Metalik Olmayan Diğer Mineral Maddeler İmalatı  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Üç Aylık Ortalama, 1997=100)

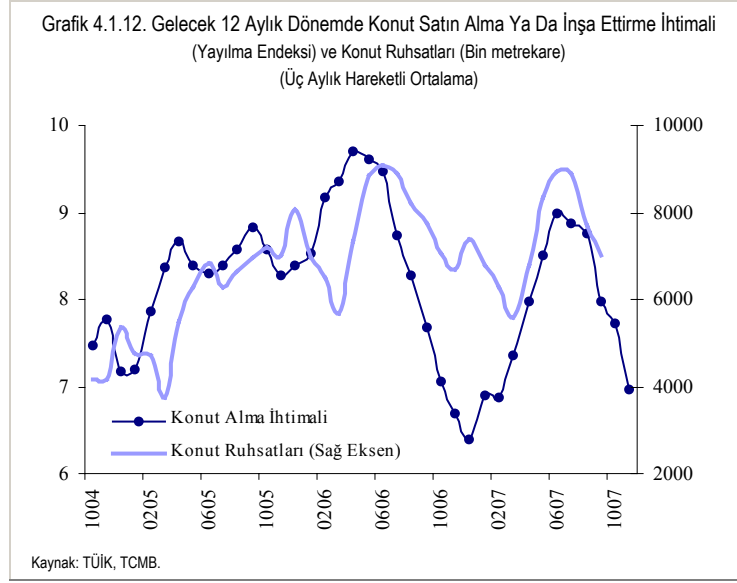
\* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

İnşaat sektörüne dair mevcut göstergeler 2008 yılına ilişkin belirgin bir ısınma sinyali vermemektedir. Yurt içi talebin oldukça güçlü seyrettiği 2005 yılının, inşaat faaliyeti açısından da en canlı dönem olduğu dikkate alındığında, sektöre ilişkin yapı ruhsatları ve istihdam verilerinin yanı sıra mobilya imalatı ve ağır ticari araç yurt içi satışları gibi göstergelerin düzey itibarıyla sözü edilen döneme kıyasla düşük seyretmesi önümüzdeki döneme ilişkin önemli bilgi içermektedir (Tablo 4.1.1). Ağır ticari araç satışlarının Eylül ayından başlayarak aylık bazda sürekli gerilemesi, önümüzdeki dönem inşaat yatırımlarına ilişkin olumsuz sinyal veren bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Benzer şekilde, Tüketici Eğilim Anketi verilerinden hesaplanan “gelecek on iki aylık dönemde konut alma veya inşa ettirme ihtimali”ne ilişkin yayılma endeksinin Temmuz ayından itibaren sergilediği düşüş eğilimi, konut sektöründeki yavaşlamanın 2008 yılında da sürme ihtimalini güçlendirmektedir (Grafik 4.1.12). Para politikasının temkinli duruşunun yanı sıra finansman koşullarının sıkılaşması ve uluslararası piyasalara ilişkin belirsizlik algılamasının güçlenmesi de bu görünümü desteklemektedir.

Tablo 4.1.1 İnşaat Sektörüne İlişkin Seçilmiş Göstergeler

	Toplam Bina Ruhsatlar (Bin metrekaare)	İnşaat Katma Değeri (Bin YTL)	İnşaat İstihdamı (Bin Kişi)	Ağır Ticari Araç Satışı (Adet)	Mobilya İmalatı (1997=100)	Metalik Olm. Min. Mad. İmalatı (1997=100)
2002	36187	5346	958	17597	132	102
2003	45516	4866	965	36642	123	112
2004	67093	5092	1030	47717	119	122
2005	99432	6189	1173	52778	166	135
2006	118469	7390	1267	51752	178	141
2006-9Ay	88978	5446	1239	37556	183	142
2007-9Ay	88797	6072	1316	32129	149	143
Yıllık Yüzde Değişimler						
2003	25,8	-9,0	0,7	108,2	-6,4	10,2
2004	47,4	4,6	6,7	30,2	-3,7	9,1
2005	48,2	21,5	13,9	10,6	40,3	10,2
2006	19,1	19,4	8,0	-1,9	6,8	4,3
2007*	-0,2	11,5	6,2	-14,5	-18,7	0,3

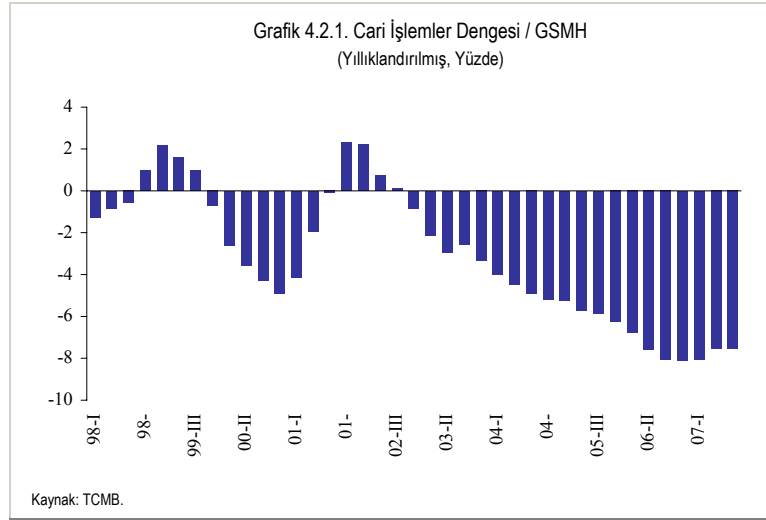
\* İlk dokuz ay.  
Kaynak: TÜİK, OSD.



#### 4.2. Dış Talep

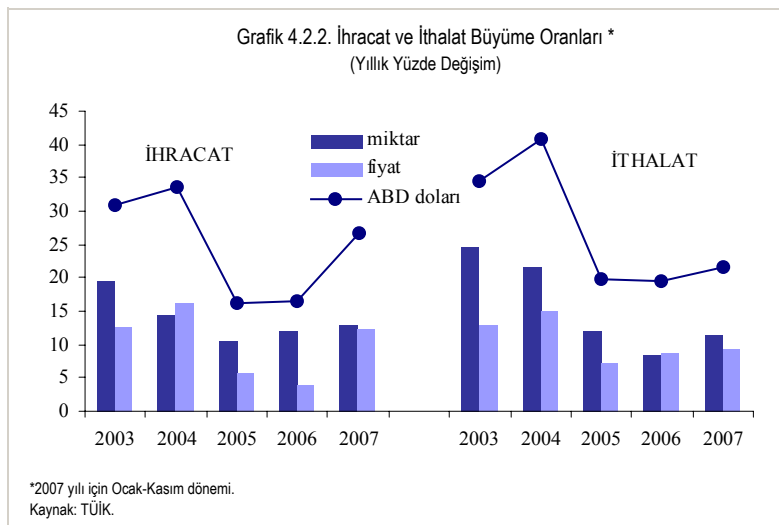
İhracat, kara taşıtları ve demir çelik sektörlerinin yüksek performanslarının yanı sıra tekstil ve giyim sektörlerinin katkılarının artmasıyla birlikte 2007 yılı boyunca yüksek büyüme oranları sergilemiştir. İç talepteki toparlanma ve güçlü YTL'nin etkisiyle sermaye ve tüketim malı ithalatı 2007 yılının özellikle ikinci yarısında yeniden hızlanmaya başlamıştır. Ara malı ithalatı ise güçlü ihracat performansının desteklediği sanayi üretimine bağlı olarak olarak istikrarlı büyümesini sürdürmüştür. Petrol fiyatlarının 2007 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yılındaki düzeylerinin üzerine çıkması, ithalat artışını hızlandıran bir diğer gelişme olmuştur. Haziran ayından itibaren ithalatın reel büyüme oranları genellikle ihracatın üzerinde olmuş, net dış talebin büyümeye katkısı bu dönemde negatife dönmüştür. 2006 yılı sonunda Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'nin yüzde 8,1'ine kadar yükselen cari işlemler açığı, YTL'deki güçlenmeye karşın yurt içi talepteki yavaşlama ve dış ticaret hadlerinin ihracat lehine gelişmesi neticesinde 2007 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık bazda GSMH'nin yüzde 7,6'sına gerilemiştir (Grafik 4.2.1).





2007 yılı Temmuz-Kasım döneminde ithalat artışı, özellikle petrol fiyatları kaynaklı ara malı ithalatının yanı sıra sermaye ve tüketim malları ithalatındaki canlanmayla birlikte hızlanmıştır. 2006 yılında olumsuz performans gösteren turizm gelirlerinin 2007 yılında yeniden artışa geçmesine ve ihracatın olumlu performansını sürdürmesine karşın, ithalattaki hızlı artış nedeniyle cari işlemler açığı yeniden yükselmeye başlamıştır.

Nominal ihracat ve ithalatta 2007 yılında gerçekleşen büyüme oranlarının yaklaşık yarısı fiyat artışlarından kaynaklanmıştır (Grafik 4.2.2). İhracat fiyat artışına katkı yapan başlıca sektörler ana metal sanayi, kara taşıtları, makine teçhizat ve tekstil-giyim olurken, ithalat fiyat artışı büyük ölçüde ana metal, kimyasal madde ve ürünler, kara taşıtları ve geri dönüşüm sektörlerinden kaynaklanmıştır.

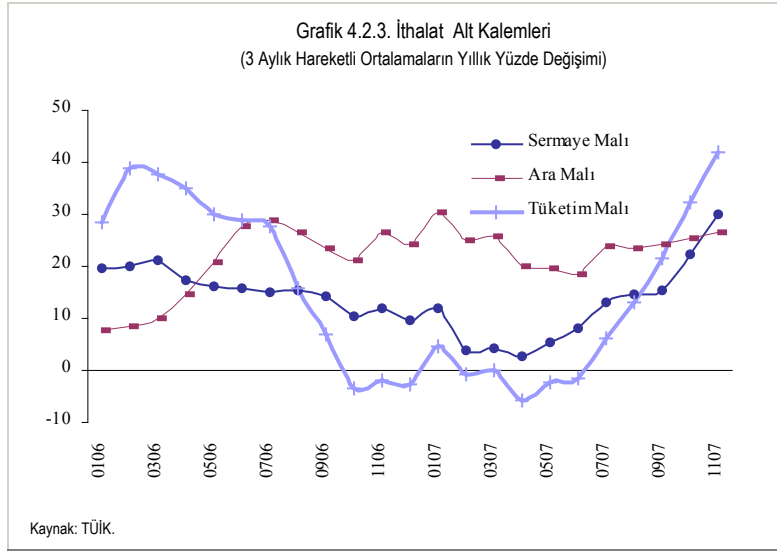


İhracat 2007 yılı Ocak-Kasım döneminde 2006 yılının aynı dönemine göre nominal olarak yüzde 26,6 oranında artmıştır. İhracatın yüksek performansında kara taşıtları, ana metal sanayi, makine-teçhizat, tekstil ve giyim sektörleri belirleyiciyken, elektrikli makine ve cihazlar ile rafine petrol ürünleri sektörleri de ihracat artışına önemli katkı yapmıştır.

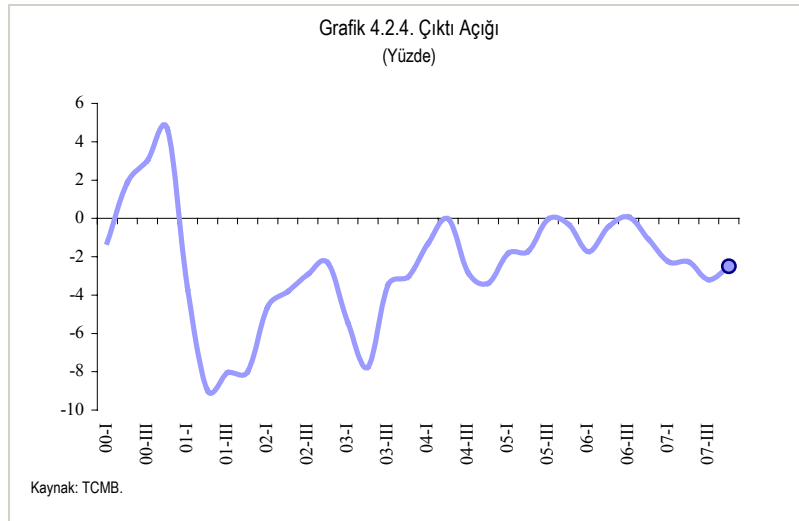
İhracatın yarısından fazlasının euro cinsinden yapılmasıyla bağlantılı olarak son dönemlerde euro-dolar paritesinin euro lehine gelişimi, ihracatın ABD doları cinsinden artmasına ek katkıda bulunmuştur. 2006 yılının özellikle ilk dört aylık döneminde ihracattaki büyüme oranlarının düşük düzeylerde gerçekleşmiş olması da 2007 yılı aynı dönemde ihracatın yüksek oranlarda artmasına baz oluşturmıştır. Türkiye İhracatçılar Meclisinin (TİM) yayımladığı ihracat verileri, ihracattaki artışın Aralık ayında da devam ettiğini göstermektedir.

2008 yılında ABD mortgage piyasasında ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin ve ABD ekonomisindeki muhtemel durgunluğun dış talebi daraltıcı potansiyeli bulunmaktadır. Buna karşın, ihracatçı sektörlerdeki verimliliğin ve ihracat fiyatlarındaki artışların sürmesi durumunda ihracatın yavaşlayarak da olsa büyümeye devam etmesi beklenmektedir.

İthalat 2007 yılının ilk on bir ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre nominal olarak yüzde 21,5 artmıştır. İthalat büyümesinde ara malı ithalatı belirleyici olmakla birlikte, özellikle yılın ikinci yarısında sermaye ve tüketim malı ithalatının toplam ithalat büyümesine katkısı artmıştır. Sermaye ve tüketim malı ithalatları yılın ilk yarısında sırasıyla yüzde 6,4 ve yüzde -0,8, Temmuz-Kasım döneminde ise sırasıyla yüzde 23,7 ve yüzde 32,8 oranlarında büyüme sergilemiştir (Grafik 4.2.3). Petrol fiyatlarının yılın ilk yarısında yeniden artış eğilimine girmesine karşın, bir önceki yılın aynı dönemine göre halen düşük düzeylerde olması ithalat artışının bu dönemde daha düşük oranlarda gerçekleşmesinde etkili olmuş, ancak yılın ikinci yarısından itibaren petrol fiyatlarının 2006 yılı fiyatlarını kayda değer oranda aşmasıyla petrol fiyatlarının ara malı ithalatına katkısı da artmıştır. Ekonomideki ılımlı büyüme eğilimi, YTL'deki güçlenme ile ihracat ve petrol fiyatı artışları ara malı ithalatını destekleyen başlıca faktörler olmuştur.



Özetle, yılın son çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sürdüğüne işaret etmektedir. Ayrıca, tarım sektörünün dördüncü çeyrekte payının düşük olması, bu sektörden gelecek arz şokunun büyüme üzerindeki olumsuz etkisini sınırlayacaktır. Mevcut durum, ekonomide aşırı bir ısınmadan ziyade ılımlı bir büyümeyi ima etmektedir. Bu çerçevede, özel kesim yatırım ve tüketim talebinde toparlanma görülürken dış talebin büyümeye katkısı azalmakta ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek sürmektedir (Grafik 4.2.4).



Yukarıda sunulan görünümün 2008 yılında da korunacağı tahmin edilmektedir. Bu öngörüye temel teşkil eden unsurlar şu şekilde özetlenebilir: Talep koşullarına ilişkin göstergeler son çeyrekte geçmiş dönemlere kıyasla daha yüksek bir büyüme oranına işaret etmekle birlikte hâlâ iç talebin kuvvetli olduğu dönemlerdeki düzeylerinin altında seyretmektedir. Para politikasının temkinli duruşu, uzun vadeli reel faizlerin yüksek seviyesi ve artan risk algılamasına paralel olarak getiri eğrilerinin yukarı doğru eğimli bir yapı sergilemesi, iç talepteki artışı sınırlamaktadır. Uluslararası piyasalardaki gelişmelerin küresel büyüme üzerindeki olası etkilerine dair artan belirsizlik algılaması 2008 yılında ihracat performansı ve dolayısıyla büyüme açısından aşağı yönlü risk oluşturabilecek unsurlar olarak değerlendirilebilir. Son döneme ilişkin öncü göstergelerin gelişmiş ülke ekonomilerinde yavaşlama sinyalleri vermesi, bu düşüncüyü destekler niteliktedir. Bu değerlendirmeler ışığında, 2008 yılında arz ve talep dengesinin enflasyondaki düşüşü destekleyen unsurlardan biri olması beklenmektedir.

#### ***4.3. İş Gücü Maliyetleri***

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan “İmalat Sanayi Üretimde Çalışanlar ve Üretimde Çalışılan Saat Endeksi” sonuçlarına göre 2007 yılının üçüncü çeyreğinde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,9 oranında artmıştır (Tablo 4.3.1). İmalat sanayinde iş gücü verimlilik artışı, bu dönemde üretimdeki ve istihdamdaki yavaşlamaya bağlı olarak düşük düzeyde kalmıştır. Söz konusu dönemde, gerek kamu gerekse özel imalat sanayi reel ücretlerinde önemli oranlarda artışlar gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte imalat sanayi reel ücretlerinin verimlilik artışlarının üzerinde büyümesi sonucu, reel birim ücretler artmıştır (Grafik 4.3.1). Geçmiş dönemde, enflasyondaki düşüş sürecine ve ihracat potansiyelinin artmasına önemli katkıda bulunan imalat sanayindeki reel birim ücretlerin artışa geçmesi dikkat çekicidir. Bununla birlikte yılın dördüncü çeyreğinde istihdam artışının yavaşlaması ve verimlilik artışlarının tekrar hızlanmasıyla reel birim ücretlerin gerileyebileceği tahmin edilmektedir.

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

	2005	2006				2007			
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>İstihdam*</b>	-0,7	-1,9	-1,4	-0,7	1,2	-0,7	2,3	2,0	1,9
Kamu	-8,1	-3,3	-3,8	-5,7	-2,9	-4,1	-3,2	-3,8	0,6
Özel	0,1	-1,9	-1,2	-0,2	1,6	-0,4	2,6	2,4	2,0
<b>Ücret**</b>	2,0	1,0	0,5	0,0	2,1	0,9	-2,2	-0,5	3,7
Kamu	8,0	-3,9	-2,7	-4,0	-1,5	-3,0	0,3	-2,1	4,0
Özel	1,7	1,9	1,3	1,2	3,1	1,9	-2,0	0,1	3,7
<b>Kazanç***</b>	1,8	0,3	0,4	0,0	2,8	0,9	-1,2	-0,1	3,8
Kamu	6,1	-3,3	-2,4	-0,4	0,0	-1,5	1,1	0,3	3,1
Özel	1,9	1,3	1,2	0,7	4,0	1,8	-1,0	0,5	4,0
<b>Verimlilik****</b>	6,0	5,0	9,9	6,5	5,2	6,7	4,5	-0,1	1,1

\* İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.

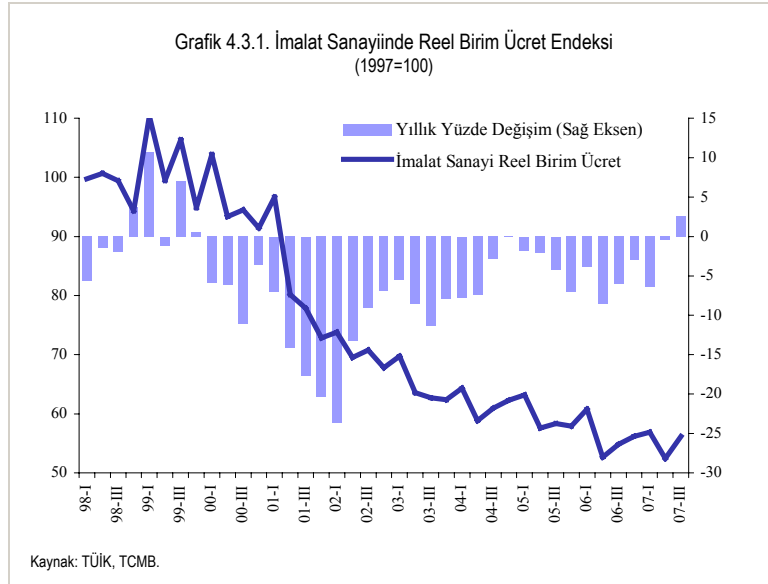
\*\* Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

\*\*\* Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

\*\*\*\* Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Reel birim ücretlerin önümüzdeki dönemde de artmaya devam etme olasılığı enflasyon görünümüne ilişkin bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Reel birim ücretlerin enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam edebilmesi için, Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda da vurgulandığı gibi, orta vadede verimliliği destekleyecek ve yatırım ortamını iyileştirecek düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bunun yanında, ücret ayarlamalarının enflasyon hedefi ile uyumlu belirlenmesi, reel birim ücretlerin enflasyondaki düşüş sürecine desteği açısından önemini korumaya devam etmektedir.



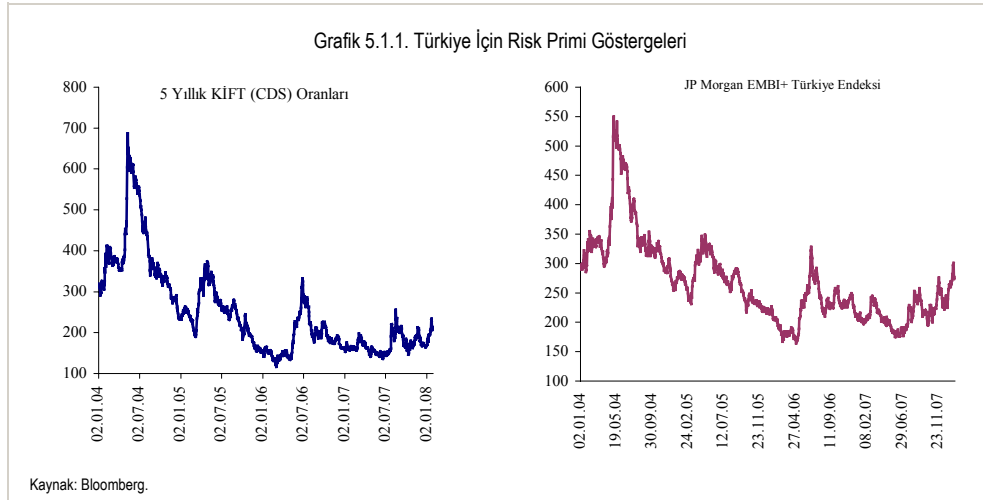
## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Finansal Piyasalar

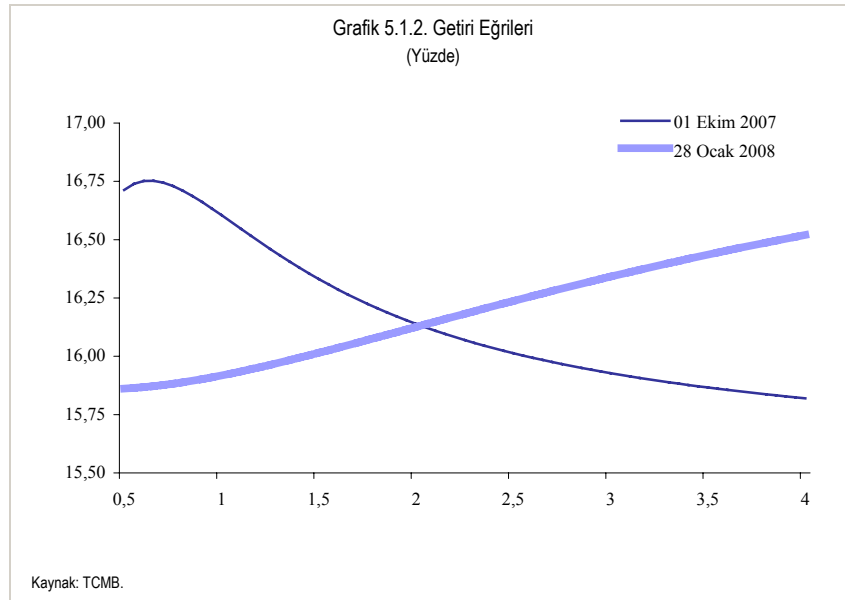
2007 yılının dördüncü çeyreğinde kredi piyasalarından kaynaklanan risk algılamalarının bozulma eğilimi ve bunun sonucunda gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasalarda ortaya çıkan likidite sıkışıklığı devam etmiştir. Bu dönemde, yüksek riskli ipoteğe dayalı konut finansmanı kredilerinde gerçekleşen kayıplar beklentilerin üzerinde olmuştur.

2007 yılının üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının likidite imkanlarını genişletmeleri ve para politikalarını gevşetmeleri piyasalarda güven ortamını tesis etmeye dönük adımlar olmuştur. Ancak, son dönemlerde açıklanan verilerin kredi piyasaları ve bankacılık sistemindeki olumsuzlukların özellikle ABD’de ekonominin geneline yayıldığına işaret etmesi küresel risk iştahında ve gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde tekrar bozulmaya yol açmıştır (Grafik 2.2.1, Grafik 2.2.2 ve Grafik 2.2.3).

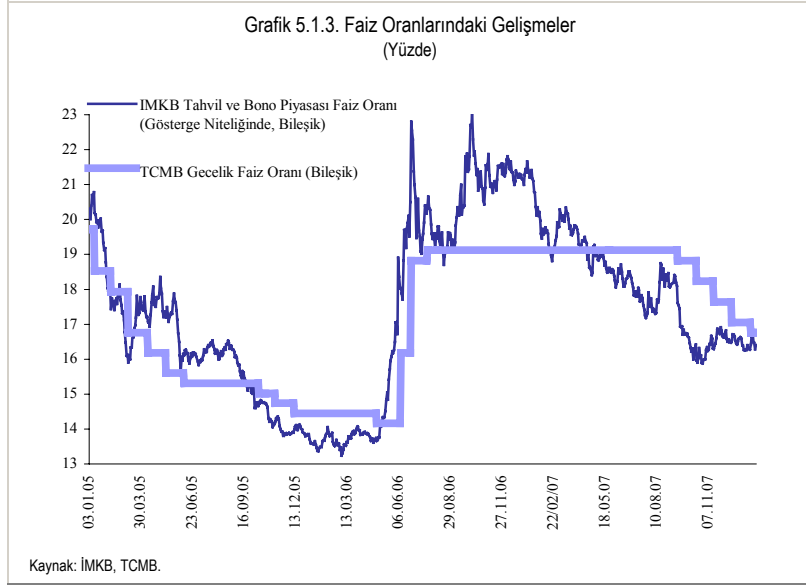
Gelişmiş ülke finansal piyasalarındaki olumsuz gelişmeler ve büyümeye yönelik endişeler, risk iştahı ve uluslararası likidite koşullarındaki bozulma kanalıyla gelişmekte olan piyasalarda da dalgalanmaya yol açmıştır. Nitekim, Kredi İflas Takası (KİFT) primi ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksi artış eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.1). Küresel konjonktüre ilişkin belirsizlikler göz önüne alındığında, uluslararası piyasaların gelişmiş ülkelerin büyüme ve finansal sağlamlık verilerine hassasiyetinin devam etmesi beklenmektedir.



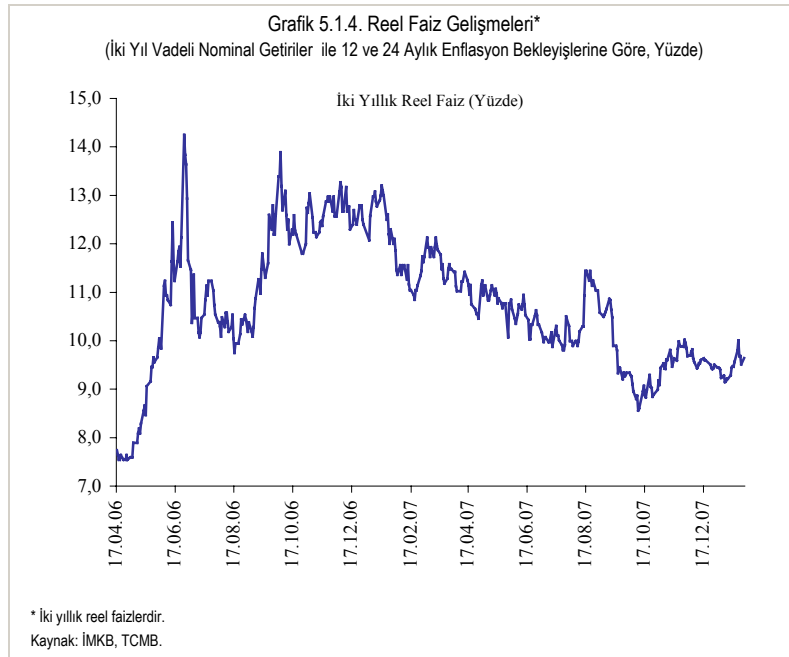
28 Ocak 2008 tarihinde oluşan getiriler, TCMB'nin faiz indirimleri ve orta vadeli enflasyon beklentilerinde gerçekleşen düşüşe paralel olarak, iki yıla kadar olan vadelerde 01 Ekim 2007 tarihinde oluşan getirilerin altında gerçekleşmiştir. Eylül ayından itibaren politika faizlerinde yapılan indirimler getiri eğrisinin kısa ve orta vadeli ucunu aşağı çekerken, uluslararası piyasalardaki belirsizliklerin artması sonucunda vade priminde yaşanan yükseliş ve TCMB faiz indirimlerinin yavaşlaması uzun vadeli getirilerin artmasına neden olmuştur (Grafik 5.1.2).



İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasasında oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranında sene başından itibaren gözlemlenen düşüş eğilimi dördüncü çeyrekte duraksamıştır. Bu dönemde TCMB politika faizlerinde gerçekleştirilen kademeli indirimin de etkisiyle politika faizi ile gösterge kıymet faizi arasındaki fark azalmıştır (Grafik 5.1.3).

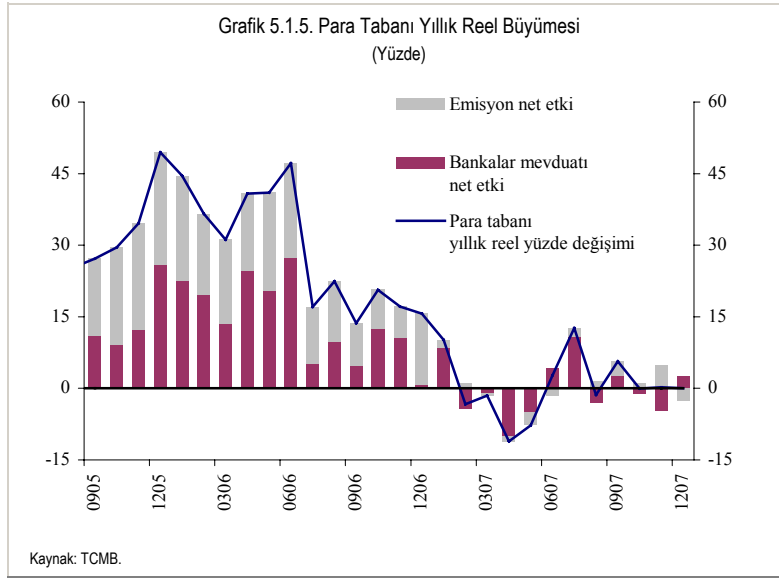


Getiri eğrisi kullanılarak tahmin edilen iki yıl vadeli nominal faizler ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerinden hesaplanan reel faizlerdeki düşüş dördüncü çeyrekte devam etmiştir (Grafik 5.1.4). Bu düşüşe rağmen, son dönemde 2 yıllık reel faizlerin düzeyi yüzde 9 ile yüzde 10 arasında dalgalanmakta ve reel faizler bu konumıyla enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir.

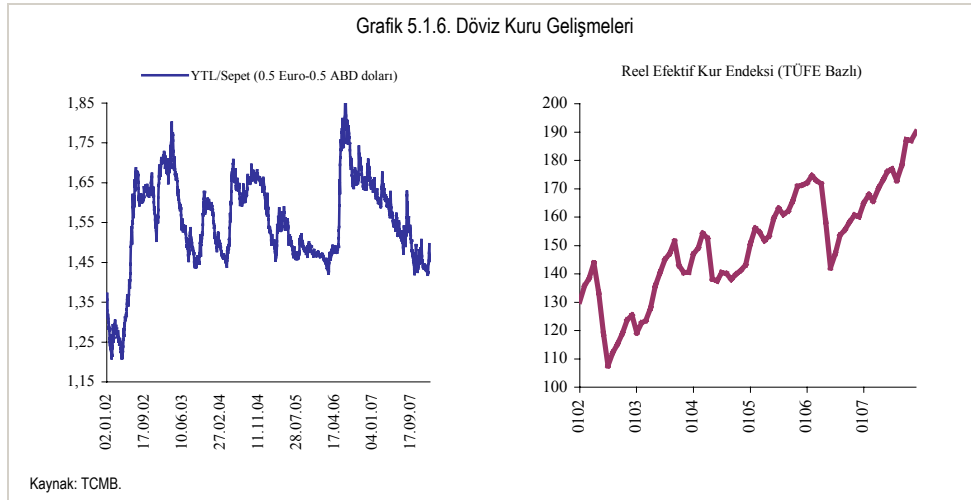




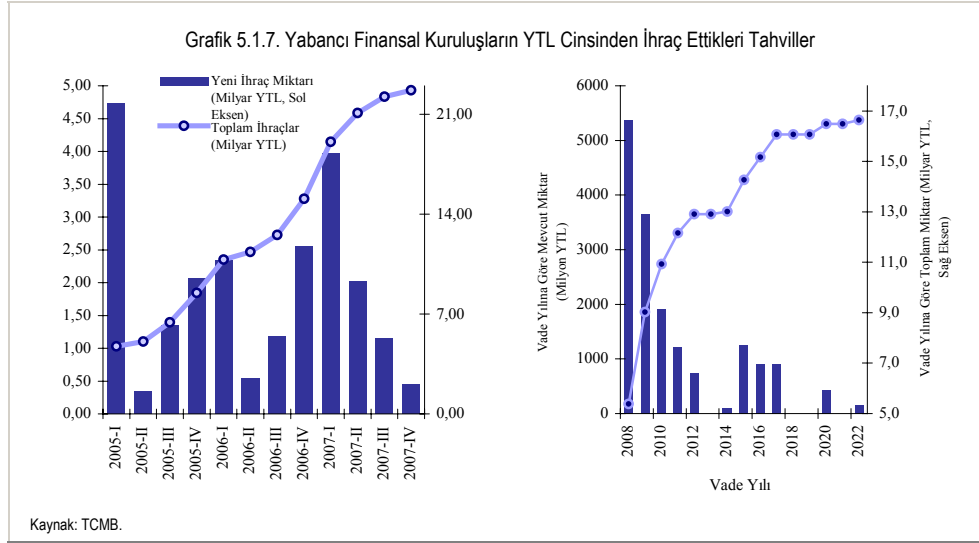
Sonuç olarak, Eylül ayından itibaren yapılan faiz indirimlerine rağmen, para politikasının mevcut duruşu enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam etmektedir. Para tabanı yıllık artış hızının son dönemdeki seyri de bu görünümü desteklemektedir (Grafik 5.1.5).



Yılın dördüncü çeyreğinde ABD ekonomisindeki belirsizlikler ve faiz indirimleri ABD dolarının diğer para birimleri karşısında önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır. Bu doğrultuda YTL'deki güçlenmenin devam etmesi enflasyondaki düşüş sürecine destek vermiştir (Grafik 5.1.6).

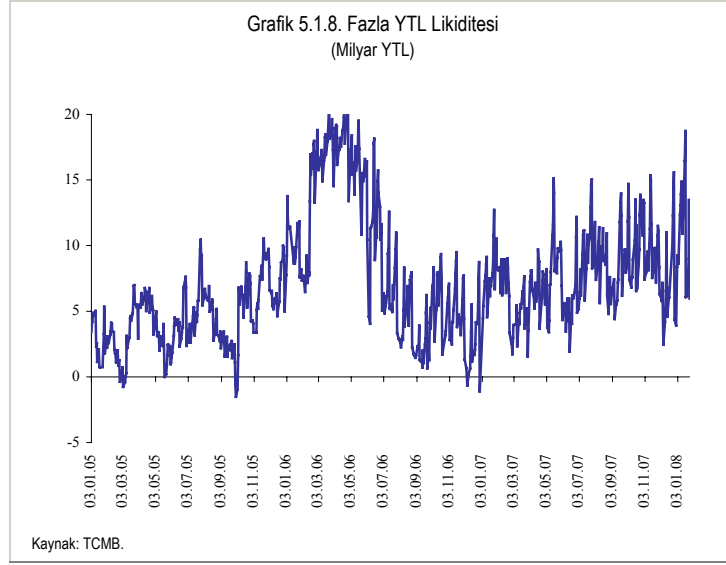


Uluslararası likidite koşullarındaki ve küresel risk iştahındaki bozulma finansman koşullarını daraltmaktadır. Nitekim, yurt dışında YTL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı finansal kuruluşların YTL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2007 yılının dördüncü çeyreğinde geçtiğimiz yılların aynı dönemine ve 2007 yılının üçüncü çeyreğine göre önemli ölçüde azalmıştır (Grafik 5.1.7).



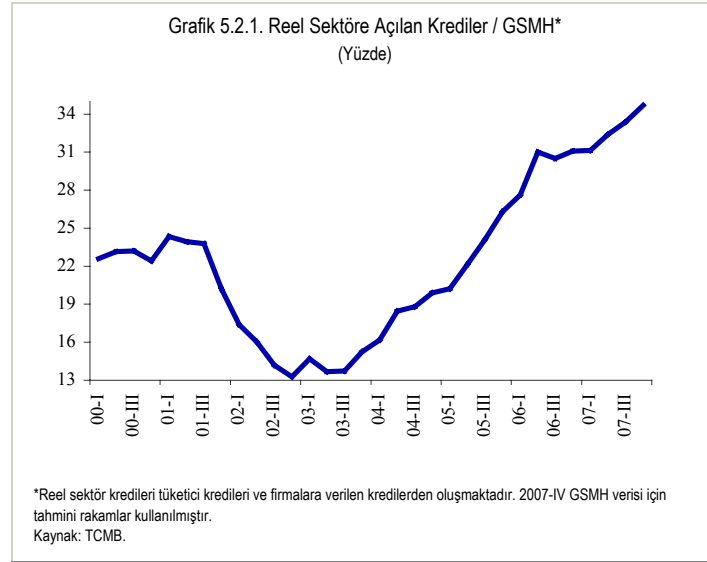
2007 yılının dördüncü çeyreğinde döviz alım ihalelerinde TCMB tarafından gerçekleştirilen net döviz alım tutarı yaklaşık 3,25 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. TCMB döviz rezervleri 18 Ocak 2008 itibarıyla 72 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

Gecelik piyasada çekilen fazla likidite, yılın dördüncü çeyreğinde geçtiğimiz üç aylık döneme kıyasla yükseliş göstermiştir (Grafik 5.1.8). Bu dönemde, likidite yönetiminin etkinliğini artırmak amacıyla, TCMB 16 Kasım 2007 tarihinde 61 günlük likidite senedi ihracını gerçekleştirmiştir. Hazine'nin piyasa borç çevirme oranının geçen yıla göre daha düşük programlanması ve TCMB'nin gerçekleştirmesi öngörülen döviz alım ihaleleri doğrultusunda önümüzdeki dönemde likidite fazlasının sürmesi beklenmektedir.



## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

2007 yılının son çeyreğinde ılımlı kredi genişlemesi devam etmiştir. Bu dönemde reel sektöre açılan krediler artış eğilimini korumuş, kredilerin milli gelire oranı yükselmeye devam etmiştir (Grafik 5.2.1).



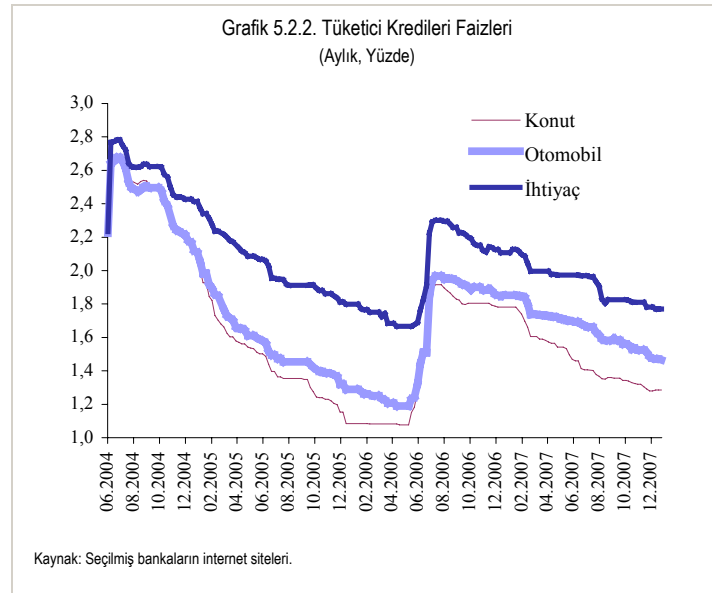
Tüketici kredilerinde artış süreci 2007 yılının son çeyreğinde devam etmiş ancak artış hızı bir miktar azalmıştır. Bu yavaşlamada, uluslararası finans piyasalarındaki gelişmelere bağlı olarak azalan finansman olanaklarının da etkili olduğu düşünülmektedir. Bu dönemde de artış büyük oranda ihtiyaç kredilerinden oluşan “diğer krediler” kaleminden kaynaklanmıştır. Konut

kredileri ve kredi kartlarındaki artış yavaşlayarak da olsa devam etmiştir. Taşıt kredilerinde yakın dönemde uygulanan kampanyalar nedeniyle ortaya çıkan toparlanmaya rağmen reel olarak azalış gözlenmiştir (Tablo 5.2.1).

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar (Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)						
	2006		2007			
	III	IV	I	II	III	IV
Tüketici Kredileri	1,5	3,6	2,6	9,0	10,0	6,6
Konut Kredileri	0,9	2,2	2,7	7,5	10,2	5,4
Taşıt Kredileri	-6,4	-5,0	-8,9	-3,4	-2,0	-1,4
Diğer Krediler	6,0	8,9	6,6	14,5	12,8	9,9
Kredi Kartları	2,1	2,1	-1,6	7,7	2,4	3,2

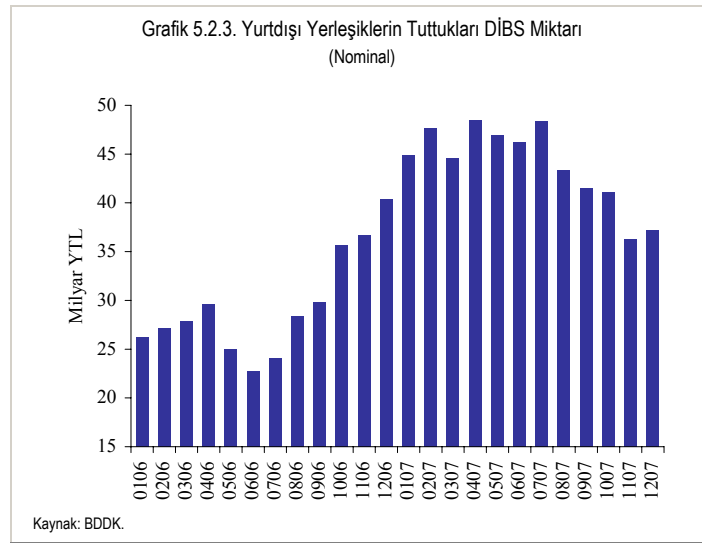
Kaynak: TCMB.

Tüketici kredileri faizlerinde görülen indirim eğilimi 2007 yılının son çeyreğinde yavaşlamıştır (Grafik 5.2.2). Son çeyrekte politika faizlerinde gerçekleşen indirimlere rağmen bankaların ihtiyatlı bir duruş sergilediği ve kredi faizlerindeki düşüşün sınırlı kaldığı görülmektedir. Bankalar arasında artan rekabetin ve düşen enflasyonun orta ve uzun vadede kredi faizlerini aşağı çekmeye devam edeceği tahmin edilmektedir.



Orta ve uzun vadeli kredi faizlerinde 2007 yılının başından itibaren görülen aşağı yönlü harekete rağmen kredi faizlerinin halen 2006 yılının ilk çeyreğindeki düzeylerinin üzerinde olması kredi talebini sınırlamaktadır. Küresel risk iştahındaki bozulmanın bankaların finansman olanaklarını azaltması ise kredi arzını sınırlamaktadır. Nitekim yabancı finansal kuruluşların

ihraç ettiği YTL tahvillerin duraksaması (Grafik 5.1.7), bankaların yurtdışından YTL cinsi borçlanma imkânlarının azalabileceğine işaret etmektedir. Ayrıca, yurtdışı yerleşiklerin tuttıkları DİBS miktarının aşağı yönlü seyri kredi arzına para piyasalarının verdiği desteği zayıflatabilecek bir unsurdur (Grafik 5.2.3). Küresel piyasalarda belirginleşmeye başlayan sıkışma da bankaların dış finansman kaynaklarına erişimlerini sınırlamaktadır. Buna karşın, Hazine'nin borç çevirme oranının düşebileceği beklentisi ve döviz alım ihalelerinin sürmesi likiditenin ve kredilerin artışına katkıda bulunabilecek faktörlerdir.



Sonuç olarak, gerek belirsizlik algılamasındaki artış gerekse kredi arzındaki daralma nedeniyle önümüzdeki dönemde kredi genişlemesinin ılımlı bir oranda gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. TCMB, toplam nihai yurt içi talep ile finansal sistemin sağlığına ilişkin içerdiği bilgiler nedeniyle, kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir.

## 6. Kamu Maliyesi

Geçtiğimiz dönemlerde program çerçevesinde belirlenen yüksek faiz dışı fazla hedefine sadık kalınması ve bütçe uygulamalarında yapılan reformlar sonucunda kamu maliyesinde belirgin iyileşmeler gözlenmiştir. Söz konusu politikaların da etkisiyle, borç stokunun vadesi uzamış, döviz kuruna duyarlılığı azalmış ve nispi seviyesi önemli oranda gerilemiş, dolayısıyla risk primi düşmüştür. Mali baskınlığın azalmasıyla, para politikasındaki etkinlik artmıştır. Böylece, ileriye yönelik belirsizlik algılaması azalmış, öngörülebilirlik artmıştır. Bu durum, gerek enflasyon gerekse ekonominin genel gidişatına yönelik beklentilerin iyileşmesine katkı sağlayarak enflasyonun tek haneli rakamlara inmesinde etkin rol oynamıştır. Önümüzdeki dönemde maliye politikasının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğini sürdürebilmesi, dolayısıyla fiyat istikrarının tam olarak sağlanabilmesi için maliye politikasında makro düzeydeki düzenlemelerin yanında ince ayar niteliğindeki önlemlerin de etkin olarak uygulanması gerekmektedir.

Türkiye’de kayıt dışı ekonominin yüksek düzeylerde olması ve özel tüketim vergilerinin ağırlığının zaman içinde artması, dolaysız vergi gelirlerinin toplam vergi gelirleri içindeki payının düşük düzeyde kalmasına neden olmuş, dolayısıyla, son yıllarda bütçenin faiz dışı fazla vermesinde en önemli katkı dolaylı vergilerden gelmiştir. Bütçe harcamaları tarafında ise, bazı faiz dışı harcama kalemleri kontrol altına alınmış ancak, başta sosyal güvenlik ve sağlık gibi yapısal sorunlardan kaynaklı olmak üzere toplam harcamalar öngörülen hedeflerin üzerinde gerçekleşmiştir. 2006 yılı ve öncesinde yurt içi talepteki canlılığın da etkisiyle dolaylı vergi gelirlerindeki artış, bazı harcama kalemlerindeki sapmaya karşın, faiz dışı fazlanın hedeflenen düzeyde gerçekleşmesine katkıda bulunmuştur. Ancak, 2007 yılında yurt içi talepte gözlenen yavaşlamayla birlikte dolaylı vergi gelirlerinin hedeflenen düzeyin altında gerçekleşmesi ve yapısal sorunların giderilmesine yönelik reformların sonuçlandırılmamasına bağlı olarak faiz dışı harcamaların hedefin üzerinde gerçekleşmesi sonucunda program tanımlı faiz dışı fazla hedefinden önemli ölçüde sapılmıştır.

Maliye politikasında etkinliğin artırılmasına ve kurumsal yapının güçlendirilmesine yönelik birçok reform yapılmasına karşın, vergi gelirlerinin yurt içi talebe duyarlılığının azaltılması ve yapısal sorunlardan kaynaklanan harcamaların kontrol altına alınmasına yönelik önlemlerin etkin olarak uygulanamamasından dolayı 2007 yılında maliye politikasının fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik çabalara sağladığı katkı sınırlı olmuştur. 2007 yılındaki dolaylı vergi kayıpları Kasım ayında tütün ve petrol ürünlerinde yapılan vergi artışları ile telafi edilmeye çalışılmış ancak, bu artış enflasyon oranının yükselmesine neden olmuştur. Geçmişte yapılan dolaylı vergi oranlarındaki ayarlamaların enflasyona yansımalarının asimetrik olduğu; dolaylı vergi oranlarındaki artışların tüketici fiyatlarına hemen yansıtıldığı ancak, genel olarak vergi oranlarındaki düşüşlerin söz konusu fiyatlara aynı derecede yansıtılmadığı dikkate alındığında dolaylı vergi oranlarında yapılacak değişikliklerin enflasyon beklentileri ve hedefi açısından önemli olduğu vurgulanmalıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, para ve maliye politikası arasındaki uyumun makro düzeyde olduğu gibi mikro düzeyde (vergi oranlarında yapılan ayarlamalar gibi) de sağlanmasının fiyat istikrarı açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, mali alan yaratmaya ve kamu maliyesini güçlendirmeye yönelik mikro reformların geciktirilmemesinin yanı sıra başta vergi olmak üzere maliye politikası düzenlemelerinin para politikası hedefiyle uyumlu olması gerekmektedir. Türkiye’de makro dengesizliklerin giderilmesinde anahtar rol oynayan maliye politikasının önümüzdeki dönemde mikro düzeydeki dengesizliklere odaklanması, gerek uygulanan programdan elde edilen kazanımların sürdürülmesi gerekse kalıcı hale getirilmesi açısından son derece önemlidir.

Bu çerçevede, bir yandan bütçe dinamiklerini olumlu yönde etkileyebilecek (mali alan yaratacak) diğer yandan ekonomiyi etkin kılacak şekilde kayıt dışılıkla mücadele edilmesi, sosyal güvenlik, işgücü piyasası ve ekonominin rekabet gücünün artırılmasına yönelik reformların geciktirilmeden hayata geçirilmesi önemini korumaktadır.

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

2007 yılında merkezi yönetim faiz dışı dengesi 34,9 milyar YTL fazla verirken, toplam bütçe dengesi 13,9 milyar YTL açık vermiştir (Tablo 6.1). Merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmelerinin ayrıntıları incelendiğinde, gelirlerin 2006 yılına göre yüzde 9,3 oranında, giderlerin ise yüzde 14,3 oranında artış gösterdiği dikkat çekmektedir. 2007 yılı bütçe gerçekleştirmeleri 2006 yılına göre bozulmuş olmakla birlikte, merkezi yönetim bütçe dengesi hedefinin tutturulduğu görülmektedir.

2007 yılında vergi dışı gelirler sadece yüzde 1,1 oranında artarken, vergi gelirlerindeki artış yüzde 11,2 olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan, vergi gelirleri içinde dolaysız vergilerin (gelir ve kazanç üzerinden alınan vergiler ve mülkiyet üzerinden alınan vergiler toplamı) 2006 yılına göre yüzde 19,8, dolaylı vergilerin (dahilde alınan mal ve hizmet vergileri ile uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergiler toplamı) ise sadece yüzde 6,4 oranında artmış olması dikkat çeken bir husus olarak değerlendirilmektedir. 2007 yılı yurt içi talebin zayıfladığı ve buna paralel olarak tüketime dayalı vergilerin düşük performans gösterdiği bir yıl olmuştur. Dolaysız vergiler ise, özellikle mali kesimdeki şirketlerin kâr artışlarının sürüklediği olumlu kurumlar vergisi performansı sayesinde hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir.

2007 yılında bir önceki yıla göre faiz giderleri ve faiz dışı bütçe giderleri sırasıyla yüzde 6,0 ve yüzde 17,1 oranında artmıştır. Faiz hariç gider kalemleri içinde mal ve hizmet alım giderleri ile sosyal güvenlik açık finansmanının başlangıç ödeneğini önemli oranda aşmış olduğu görülmektedir. Diğer harcama kalemleri ise yıl sonu hedefleri civarında gerçekleşmiştir.

2007 yılında sosyal güvenlik reformunun uygulamaya gireceği varsayımıyla, kamu personeli ile yeşil kartlıların tedavi ve ilaç giderleri ödeneğinin mal ve hizmetler altında sınıflanan sağlık harcamaları kalemi yerine sosyal güvenlik kurumu bütçesi altında ödeneklendirilmiştir. Ancak, reformun uygulamaya konulmamasından dolayı sağlık harcamaları mal ve hizmetler kalemi harcamalarından yapılmaya devam edilmiş ve başlangıç ödeneğini önemli ölçüde aşmıştır.



Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar YTL)

	2006	2007	Artış Oranı(Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	2007 Bütçe Hedefi	2007 Bütçe Hedefi/GSMH*
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	<b>178,13</b>	<b>203,50</b>	<b>14,25</b>	<b>99,27</b>	<b>205,0</b>	<b>32,5</b>
<b>A) Faiz Giderleri</b>	<b>45,96</b>	<b>48,73</b>	<b>6,02</b>	<b>92,04</b>	<b>52,9</b>	<b>8,4</b>
<b>B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>132,16</b>	<b>154,77</b>	<b>17,10</b>	<b>101,79</b>	<b>152,0</b>	<b>24,1</b>
I. Personel Giderleri	37,81	43,55	15,19	99,74	43,7	6,9
II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	5,08	5,80	14,30	57,42	10,1	1,6
III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	19,00	22,15	16,59	142,13	15,6	2,5
1) Savunma-Güvenlik	7,63	7,58	-0,71	92,78	8,2	1,3
2) Sağlık Harcamaları	5,35	6,62	23,80	-	0,2	0,0
a) Genel İlaç Giderleri	0,81	0,97	21,08	-	0,1	0,0
b) Genel Tedavi ve Sağlık Malzemesi Giderleri	1,63	1,74	6,16	-	0,1	0,0
c) Yeşil Kart Sağlık Hizmetleri	2,91	3,91	34,46	-	0,0	0,0
3) Diğer Mal ve Hizmet Alım Giderleri	5,94	7,89	33,02	110,54	7,1	1,1
IV. Cari Transferler	49,85	63,25	26,88	103,92	60,9	9,6
1) Görev Zararları	7,25	1,40	-80,66	117,97	1,2	0,2
2) Hazine Yardımları	21,76	36,27	66,70	105,02	34,5	5,5
a) Sosyal Güvenlik Açık Finansmanı	18,54	25,82	39,26	202,09	12,8	2,0
3) Hane Halkına Yapılan Transferler	0,80	0,99	24,77	106,97	0,9	0,1
4) Tarımsal Amaçlı Transferler	4,75	5,56	17,03	105,81	5,3	0,8
5) Gelirden Ayrılan Paylar	14,12	17,16	21,48	101,18	17,0	2,7
V. Sermaye Giderleri	12,10	12,92	6,76	106,70	12,1	1,9
VI. Sermaye Transferleri	2,64	3,54	34,34	97,13	3,6	0,6
VII. Borç Verme	5,69	3,55	-37,56	96,14	3,7	0,6
VIII. Yedek Ödenekler	0,00	0,00	-	0,00	2,4	0,4
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	<b>173,48</b>	<b>189,62</b>	<b>9,30</b>	<b>100,78</b>	<b>188,2</b>	<b>29,8</b>
<b>A) Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>168,55</b>	<b>184,24</b>	<b>9,31</b>	<b>100,42</b>	<b>183,5</b>	<b>29,1</b>
I-Vergi Gelirleri	137,48	152,83	11,17	96,64	158,2	25,1
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	40,14	48,20	20,07	106,30	45,3	7,2
a) Gelir Vergisi	28,98	34,45	18,85	103,08	33,4	5,3
b) Kurumlar Vergisi	11,16	13,75	23,24	115,31	11,9	1,9
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	3,12	3,65	16,95	100,16	3,6	0,6
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	59,41	63,59	7,04	92,39	68,8	10,9
a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	15,91	16,79	5,54	83,13	20,2	3,2
b) Özel Tüketim Vergisi	36,93	39,11	5,92	95,23	41,1	6,5
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	27,56	28,97	5,11	90,38	32,1	5,1
a) İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	25,43	26,49	4,20	89,55	29,6	4,7
II-Vergi Dışı Gelirler	31,07	31,40	1,09	120,37	26,1	4,7
1. Teşebbüs ve Mülkiyet Geliri	7,53	7,90	4,95	101,10	7,8	1,8
2. Faizler, Paylar ve Cezalar	19,44	15,62	-19,64	102,60	15,2	2,4
3. Alınan Bağışlar ve Yardımlar ile Özel Gelirler	2,25	1,80	-20,12	375,18	0,5	0,1
4. Sermaye Gelirleri	1,84	6,08	230,07	236,84	2,6	0,4
<b>B) Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	<b>3,53</b>	<b>3,80</b>	<b>7,52</b>	<b>116,29</b>	<b>3,3</b>	<b>0,5</b>
<b>C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri</b>	<b>1,41</b>	<b>1,59</b>	<b>12,76</b>	<b>110,55</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-4,64</b>	<b>-13,88</b>	<b>199,04</b>	<b>82,49</b>	<b>-16,8</b>	<b>-2,7</b>
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	<b>41,32</b>	<b>34,85</b>	<b>-15,66</b>	<b>96,49</b>	<b>36,1</b>	<b>5,7</b>

\*2007 yılı GSMH artış oranı, yüzde 5, DPT'nin 2008 Yılı Programı'ndan alınmıştır.  
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

14 Aralık 2007 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisinden (TBMM) geçen 2008 yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu'na göre 2008 yılında merkezi yönetim bütçe harcamalarının 2007 yılına göre yüzde 9,4 oranında artarak 222,6 milyar YTL, bütçe gelirlerinin ise yüzde 7,9 oranında artış göstererek 204,6 milyar YTL olması hedeflenmektedir. Böylece, faiz dışı fazlanın 38 milyar YTL, bütçe açığının ise seviye olarak 2007 yılı hedefinin bir miktar üzerinde, 18 milyar YTL olacağı öngörülmektedir.

2008 yılı merkezi yönetim bütçe hedefleri, önceki yıllarda yüzde 6,5 olarak hedeflenen toplam konsolide kamu kesimindeki faiz dışı fazlanın GSYİH'ya oranının yüzde 5,5'e indirilmesi çerçevesinde belirlenmiştir. Bu noktada dikkat çeken husus, 2002-2006 döneminde hızlı bir şekilde denk bütçeye doğru giden bütçenin 2007 yılında önemli oranda açık vermesi ve 2008 yılına ait hedeflerin de aynı yönde sinyaller içermesidir. Başka bir deyişle, merkezi yönetim bütçe hedeflerinde 2007 yılına göre bir iyileşme öngörülmediği dikkate alındığında, fiyat istikrarı açısından 2008 yılında kamuda etkinliği artıracak mikro düzeydeki düzenleme ve uygulamalar daha da önem kazanmaktadır.

Sonuç olarak, 2007 yılında bir önceki yıla göre yüzde 17,1 oranında artış gösteren faiz dışı bütçe harcamaları için, 2008 yılı bütçesinde yüzde 7,5 oranında artış hedeflenmiş olması, merkezi yönetim bütçe harcamalarının iç talebi genişletici etkilerini sınırlamak açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmekle birlikte, 2007 yılında seçim döneminde devreye sokulan gider artırıcı bazı uygulamaların 2008 yılı bütçe harcamalarına gecikmeli etkileri üzerinde dikkatle durulması gereken bir husustur. Ayrıca, 2009 yılında yapılması beklenen yerel seçimlerin 2008 yılı bütçesine olumsuz etkisinin en aza indirilmesinin fiyat istikrarının sağlanması açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

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

<b>Gerçekleşmeler</b>						
	2005	2006	Nisan-2007	Ağustos-2007	Ekim-2007	Aralık-2007
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>28,3</b>	<b>36,2</b>	<b>9,4</b>	<b>23,1</b>	<b>26,0</b>	-
<b>Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)</b>	<b>23,6</b>	<b>34,6</b>	<b>7,3</b>	<b>19,8</b>	<b>23,1</b>	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	24,1	33,5	5,7	16,6	19,9	-
<b>Toplam Denge</b>	<b>-4,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-10,3</b>	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	-11,5	-6,9	-11,2	-15,1	-19,0	-
<b>Hedefler</b>						
<b>Ayarlanmış Program**</b>						
Faiz Dışı Denge	30,4	34,5	12,3	32,3	-	39,7
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26,7	31,8	11,7	31,1	-	37,2
Toplam Denge	-19,7	-6,5	-6,6	-3,6	-	-6,5

\* 2007 yılı verileri geçicidir.

\*\* Yıl başında program çerçevesinde belirlenen bütçe hedeflerinde, belirli ayarlama kalemleri kullanılarak değişiklikler yapılmakta olup, yeni hedefler ayarlanmış program hedefleri olarak adlandırılmaktadır.

Not: Konsolide Kamu Sektörü = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fonlar (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.

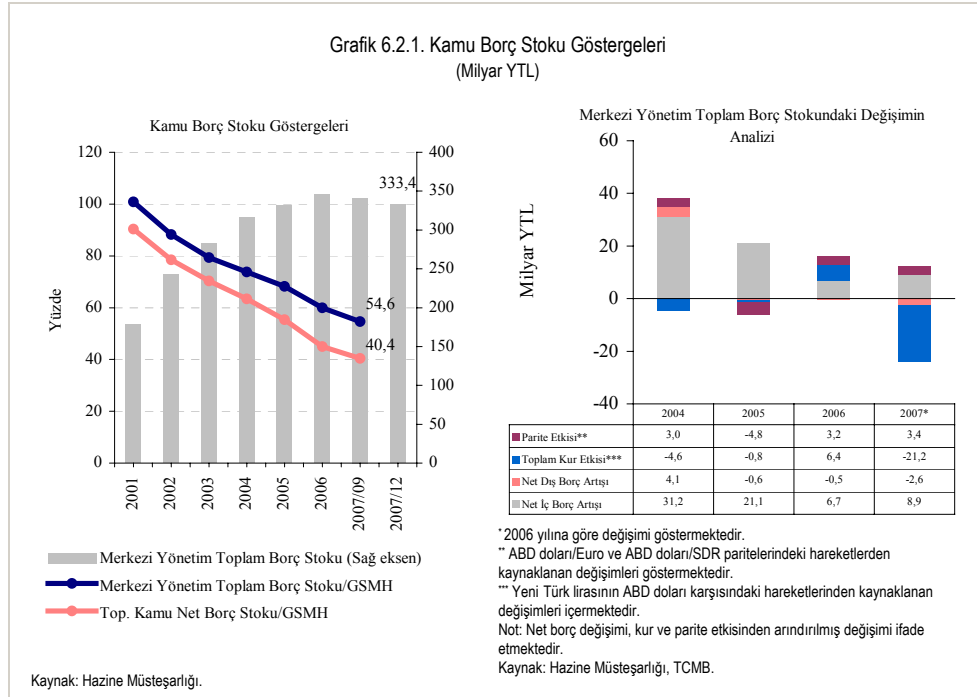
Toplam Kamu = Konsolide Kamu Sektörü + Yerel Yönetimler + Döner Sermayeler + KKS Dışındaki KİT'ler

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

2007 yılı Ağustos ayı itibarıyla konsolide kamu faiz dışı dengesi 23,1 milyar YTL fazla vermesine karşılık program hedefinin 9,2 milyar YTL altında gerçekleşmiş ve performans kriteri niteliğindeki Ağustos hedefinden önemli oranda sapmıştır (Tablo 6.2). Kasım ayı itibarıyla program tanımlı merkezi yönetim faiz dışı dengesinin 24,9 milyar YTL fazla vermiş olduğu dikkate alındığında, 2007 yılı sonu için öngörülen 39,7 milyar YTL tutarındaki program tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi hedefinin tutturulamadığı ve milli gelirin yüzde 6,5'i oranında hedeflenen toplam konsolide kamu kesimindeki faiz dışı fazlasının yüzde 4 civarında gerçekleştiği düşünülmektedir. Bilindiği üzere, 2008 yılı için kamu sektörü faiz dışı fazlasının GSYİH'ya oranı yüzde 5,5 olarak öngörülmüştür. Söz konusu orana ulaşılması kamu maliyesiyle ilgili olarak son yıllarda elde edilen kazanımların devamı açısından kritik öneme sahiptir.

### ***6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler***

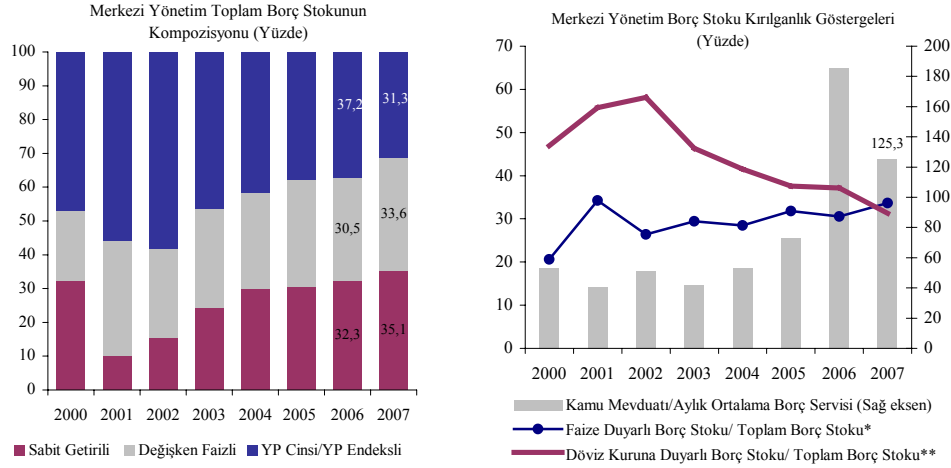
2007 yılsonu itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2006 yılına göre yüzde 3,4 oranında düşüş göstererek 333,4 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 13,9 milyar YTL tutarında merkezi yönetim bütçe açığı verilmesine karşın, borç stokunda görülen iyileşmede temel belirleyici, döviz kurundaki gelişmelerin borç stokuna 21,2 milyar YTL azaltıcı etkide bulunmasıdır. Aynı dönem itibarıyla, merkezi yönetim 8,9 milyar YTL net iç borçlanma yaparken, net dış borçlanma 2,6 milyar YTL tutarında azalış göstermiştir. Diğer yandan, 2007 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 40,4 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Bu gelişmede, büyüme, döviz kuru ve faiz oranında sağlanan istikrar ile faiz dışı fazlanın yanı sıra özelleştirmeden sağlanan gelirin etkili olduğu düşünülmektedir.



2007 yılında, merkezi yönetim borç stoku içinde değişken faizli ve sabit getirili borç senetlerinin payı artarken, döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmıştır (Grafik 6.2.2). 2008 yılı Hazine finansman programına göre, Hazine'nin 3,9 milyar YTL'si net iç borçlanma, 3,4 milyar YTL'si net dış borçlanma olmak üzere toplam 7,3 milyar YTL net borçlanma yapması öngörülmektedir. Ayrıca, 2008 yılında Hazine dövizde endeksli senet ihraç etmeyecek olup, döviz cinsinden iç borç çevirme oranı yüzde 60'ı aşmayacaktır. Bu çerçevede, döviz kuruna duyarlı merkezi yönetim borç stokundaki düşüş eğiliminin 2008 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Diğer yandan, 2008 yılında Hazine iç borçlanmayı ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapacağından, merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili senetlerin payı artacaktır.

Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı, 2007 yılsonu itibarıyla yüzde 125,3 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında da Hazine'nin güçlü rezerv tutma politikasını sürdüreceği öngörülmektedir.

Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı



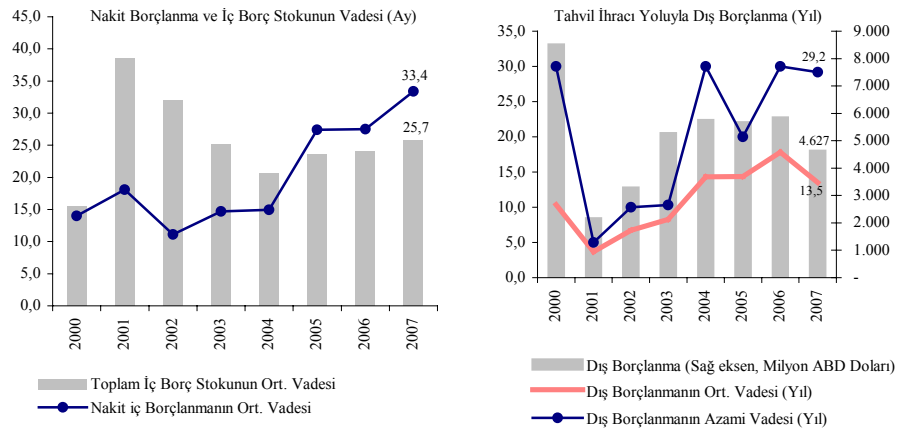
\*Faize duyarlı borç stoku, vadesi bir yıldan kısa olan iskontolu senetleri ve değişken faizli DİBS'leri kapsamaktadır.

\*\*Döviz kuruna duyarlı borç stoku, dış borç stoku ile döviz cinsi ve dövizde endeksli iç borç stokunu kapsamaktadır.

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi, 2007 yılında önemli tutarda 5 yıl vadeli değişken ve sabit kuponlu senet ihraç edilmesiyle birlikte belirgin bir uzama eğilimi göstererek, 2007 yılı Aralık ayında 33,4 ay olarak gerçekleşmiştir. Nakit borçlanmanın ortalama vadesinin uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de Aralık ayı itibarıyla 25,7 aya çıkmıştır. Ayrıca, 2007 yılında tahvil ihracı yoluyla 4,6 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 13,5 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).

Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

## 7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde, temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar özetlenmektedir. Bunun yanında, söz konusu varsayımlarla uyumlu olarak üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmakta; tahminlerin belirgin bir şekilde sapmasına yol açabilecek olası temel riskler irdelenmektedir. Tahmin ufku iki yıl olarak belirlendiğinden, bu Raporda sunulan tahminler 2008 yılının birinci çeyreğinden 2009 yılının son çeyreğine kadar olan zaman dilimini içermektedir.

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

Orta vadeli tahminler için temel oluşturan varsayımlar, yurt içi ekonomik faaliyete ve dışsal unsurlara ilişkin olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Tahminler için temel oluşturan varsayımlar Ekim 2007 Enflasyon Raporu'ndan bu yana açıklanan veriler ışığında güncellenmiş ve Rapor'un bütününde ortaya koyulan bilgi, analiz ve uzman görüşleriyle toplulaştırılmıştır.

2007 yılının üçüncü üç aylık dönemine ilişkin açıklanan GSMH verileri, Ekim 2007 Enflasyon Raporu'nda sunulan tabloyla büyük ölçüde uyumludur. Buna göre, özel tüketim talebindeki toparlanmaya bağlı olarak yurt içi talebin büyümeye katkısı artarken, kamu sektörünün katkısının azaldığı, net dış talebin katkısının ise belirgin olarak eksi yönde olduğu gerçekleştiği görülmüştür. Tarım sektöründen kaynaklanan arz yönlü şok, küresel kredi piyasalarındaki olumsuz gelişmeler ve parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri üçüncü çeyrekte ekonomik büyümeyi yavaşlatan temel unsurlar olmuştur. 2007 yılının son çeyreğinde iç talepteki toparlanma eğiliminin güçlenmekte olduğu gözlenirse de iktisadi faaliyete ilişkin mevcut veriler söz konusu eğilimin enflasyon üzerinde baskı oluşturacak düzeye ulaşmadığına işaret etmektedir.

Bunun yanında, enflasyon ve çıktı açığına dair öngörüler oluşturulurken kamu kesiminin bütçe hedefleri veri olarak alınmış ve 2008 yılında kamu harcamalarının toplam talebe yaptığı katkının azalacağı varsayılmıştır.

Sonuç olarak, orta vadeli tahminler üretilirken 2008 yılında yurt içi talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam ettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

Ekim 2007 Enflasyon Raporu’nda petrol fiyatlarının 70 ABD doları seviyesinde seyredeceği, gıda fiyatlarının artış hızının ise geçtiğimiz yıllardaki yüksek bazın etkisiyle kademeli bir yavaşlama sergileyerek orta vadede hedefle uyumlu düzeylerde gerçekleşeceği varsayılmıştı. Ancak, 2007 yılı boyunca ham petrol ve tarımsal emtia fiyatları yükselmeye devam etmiş ve böylece gıda ve enerji sektöründeki fiyat artışları varsayımlarımıza kıyasla daha kalıcı olmuştur. Bu gelişmeler 2007 yılında enflasyonun tahminlerimizin üzerinde gerçekleşmesine neden olduğu gibi aynı zamanda orta vadeli tahminlerimizin yukarı yönlü güncellenmesi gereğini doğurmuştur.

Bu doğrultuda, petrol fiyatlarına ilişkin varsayımımız 2008 yılı için 85 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca, geçtiğimiz yıl yaşanan kuraklığın gecikmeli etkileri ve emtia fiyatlarının yüksek seviyesi göz önüne alınarak işlenmiş gıdadaki fiyat artışlarının bir müddet daha süreceği ve bu kalemdeki enflasyonun azalmakla birlikte görece olarak yüksek seviyelerde seyretmeye devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır. Bir diğer ifadeyle, güncellenen enflasyon tahminleri, 2007 Ekim Enflasyon Raporu’na kıyasla gıda fiyatlarında daha temkinli bir varsayım içermektedir.

Eylül 2007’de başlanan faiz indirim sürecine yılın son çeyreğinde de devam edilmiştir. Son dönemdeki faiz indirimlerine rağmen para politikası halen sıkı durumdadır. Son çeyrekte orta vadeli faizler aşağı yönlü bir hareket göstermiş olsa da halen 2 yıllık reel faizler yüzde 9 ile 10 arasında dalgalanmakta ve enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir. Bu çerçevede, tahminler üretilirken para politikasının duruşunun enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam ettiği bir politika perspektifi oluşturulmuştur.

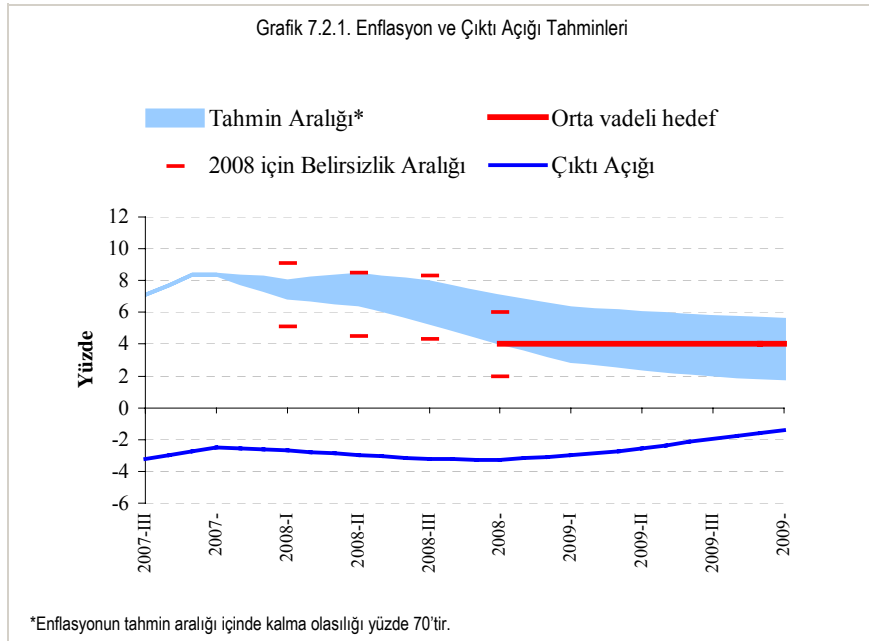
Yurt dışı ekonomik faaliyetlere ilişkin varsayımlar orta vadeli enflasyon tahminlerine girdi oluşturan diğer önemli değişkenlerdir. Bu grupta, Euro bölgesinin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makroekonomik değişkenleri ile uluslararası emtia fiyatlarının ve risk priminin seyrine dair öngörüler içerilmektedir. Euro bölgesine ilişkin varsayımlar “Consensus Forecast” sonuçlarının Ocak 2008 tarihli bülteninden derlenmiştir. Bu doğrultuda Euro bölgesinde, bir önceki Enflasyon Raporu’nun yayımlandığı döneme kıyasla, büyüme tahminleri aşağı yönlü, enflasyon tahminleri ise yukarı yönlü güncellenmiştir. Buna göre Euro bölgesinde 2008 yılında büyümenin yüzde 1,8, enflasyonun ise yüzde 2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Euro

bölgesinin yanında, diğer gelişmiş ülkelerin ekonomilerine ilişkin öngörüler ve uluslararası likidite koşullarının seyri de tahmin sürecinde dikkatle değerlendirilmektedir. Tahminler üretilirken, gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetindeki yavaşlamanın yumuşak bir şekilde gerçekleştiği ve bu çerçevede risk priminde önemli bir değişim olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

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

Bu çerçevede, enflasyonun 2008 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,9 arasında (orta nokta 5,5), 2009 yılı sonunda ise yüzde 1,8 ile 5,5 arasında (orta nokta 3,7) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1). Tahminler üretilirken, 2008 yılında politika faizlerinde sınırlı bir indirim yapılacağı varsayılmıştır. Tahminlerin ana mesajı, 2007 Eylül ayında başlatılan ölçülü indirim sürecinin devamının olumlu veri ve gelişmelere bağlı olacağıdır. Bir diğer ifadeyle, mevcut tahminler bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir faiz indirim sürecine dayanmaktadır.





Bir önceki tahmin dönemine göre 2008 yıl sonu için yapılan yukarı yönlü güncelleme, yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat artışları ile, petrol ve gıda ürünleri fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı çekilmesinden kaynaklanmaktadır. Güncellenen tahminler, enflasyonun hedefe yaklaşması için öngörülen sürenin bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla daha uzun olabileceğine işaret etmektedir. Gıda fiyatlarında belirgin bir düzeltme olmadığı taktirde, 2008 yılı sonunda enflasyonun büyük bir olasılıkla yüzde 4 hedefinin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve küresel kredi piyasalarındaki sorunlar iç talepteki büyümeyi sınırlamaktadır. Diğer taraftan, dünya ekonomisindeki yavaşlamaya bağlı olarak dış talebin azalması da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu değerlendirmeler ışığında, çıktı açığının 2008 yılı boyunca negatif olacağı ve yukarıda verilen politika duruşu altında, 2008 yılında toplam talep koşullarının enflasyonun ana eğilimindeki düşüş sürecini destekleyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

Politika faizlerine ilişkin bu perspektifin mevcut bilgi ve varsayımlar altında türetilmiş olduğu ve TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığı önemle vurgulanmalıdır. Tahminlere baz oluşturan ekonomik koşullar ve varsayımlar değiştiğinde bu patika da doğal olarak değişecektir.

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

Önümüzdeki dönemde enflasyon ve para politikasına ilişkin hem aşağı hem de yukarı yönlü riskler bulunmaktadır:

Arz şoklarının ikincil etkileri ve bununla ilişkili olarak enflasyonun beklenenden daha fazla katılık gösterme olasılığı, orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin temel bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Mevcut durumda orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedefin üzerinde seyrettiği göz önüne alındığında bu risk daha da belirginleşmektedir. Bugün itibarıyla gıda fiyatlarındaki artışların ikincil etkileri yemek hizmetleri gibi alt kalemlerle sınırlı kalmıştır. Ancak, gıda ve enerji fiyatlarındaki yüksek artışların ekonominin geneline yayılma riski göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle, fiyatlama davranışları ve temel enflasyon göstergeleri yakından izlenmeye devam edilmektedir. TCMB gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyat gelişmelerinin enflasyon üzerindeki doğrudan yansımalarına tepki vermeyecek,

bununla birlikte genel fiyatlamada davranışındaki olası bozulmalara karşı duyarlı olacaktır.

TCMB, uluslararası piyasalardaki gelişmeleri yakından takip etmektedir. ABD kredi piyasalarındaki sorunların finansal piyasalara ve reel ekonomiye yansımalarına ilişkin artan endişeler nedeniyle küresel ekonomideki belirsizlikler sürmektedir. Merkez Bankası, orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümünü oluştururken, gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetindeki yavaşlamanın yumuşak bir şekilde gerçekleştiği ve bu çerçevede ülkemiz piyasalarının önemli bir portföy şokuna maruz kalmadığı bir senaryoyu temel almıştır. Ancak küresel ekonomide sert bir yavaşlama olma riski de göz ardı edilmemelidir. Böylesi bir senaryonun gerçekleşme olasılığı portföy hareketleri ve döviz kuru kanalıyla kısa vadeli enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk anlamına gelse de kredi genişlemesinin ve dış talebin yavaşlaması yoluyla orta vadeli enflasyona ilişkin aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Son yıllarda uygulanan disiplinli maliye politikası, risk priminde kayda değer düşüşler sağlamış ve enflasyonun hızla aşağı indiği bir dönemde aynı anda yüksek büyüme oranlarının gerçekleştirilebilmesini mümkün kılmıştır. Bu bakımdan, küresel risk iştahının azaldığı bir dönemde mali disiplinin devam etmesi özel bir önem taşımaktadır.

Orta vadeli tahminlerimiz oluşturulurken kamu harcamalarının bütçe hedefleri doğrultusunda şekillendiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bunun yanında, faiz dışı bütçe fazlası hedefine ulaşılabilmesi için ek finansman gereksinimi doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, yukarıda belirtilen orta vadeli görünüm, Ocak ayında elektrik ve doğalgaz tarifelerinde yapılan ayarlamalar dışında, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki içermemektedir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda enflasyon ve para politikası görünümü de değişebilecektir.

Enerji fiyatlarında son dönemde yapılan ayarlamalar, kısa vadede enflasyonu olumsuz etkileme potansiyeli taşısa da orta vadede mali disiplini güçlendireceği ve enerji üretimini destekleyeceği için enflasyondaki düşüşe katkıda bulunacaktır. Bu nedenle Merkez Bankası, söz konusu fiyat artışlarının doğrudan etkilerine tepki vermeyecek, ikincil etkilerini ise dikkatle izleyecektir.

Gıda ürünleri TÜFE sepetinin dörtte birinden fazlasını oluşturduğundan, bu gruba ilişkin riskler dikkatle değerlendirilmektedir. Gıda fiyatlarının seyri, bölgesel iklim koşullarının yanı sıra küresel gelişmelere de duyarlılık göstermektedir. Orta vadeli enflasyon görünümü oluşturulurken gıda kaleminde Ekim ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir varsayım yapılmıştır. Bununla birlikte, geçtiğimiz iki yıldaki yüksek artışların oluşturduğu baz etkisi göz önüne alındığında gıda fiyatlarının aşağı yönlü bir düzeltme yapma ihtimali bulunmaktadır. Diğer yandan, artan küresel talep ve bazı gıda kalemlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması gibi nedenlerle, gıda fiyatlarının hızlı artmaya devam etmesi de mümkündür. Dolayısıyla, gıda fiyatlarının seyri enflasyon görünümüne ilişkin her iki yönde de risk oluşturmaktadır.

Gelinen noktada, Türkiye ekonomisinin küresel finans piyasalarındaki dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilenmediği görülmektedir. Ancak, dünya ekonomisine ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmadığı göz önüne alındığında, küresel risk algılamalarının bozulmaya devam etmesi ihtimaline karşı, Türkiye ekonomisinin direncini koruması için mali disiplin ve yapısal reformlar kritik önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların devamlılığı kritik önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

## GRAFİKLER

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1: Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Hedefle Uyumlu Patika	1
Grafik 1.2. Uluslararası Enflasyon Gelişmeleri	2
Grafik 1.3. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	5

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Michigan Tüketici Güven Endeksi ve ISM Endeksi	9
Grafik 2.1.2. Amerikan Ekonomisi İşsizlik Oranları ve Bekleyişler	9
Grafik 2.1.3. Para Politikası Faiz Oranları	11
Grafik 2.1.4. Enflasyon Oranları	11
Grafik 2.1.5. Euro Bölgesi GSYİH ve PMI Endeksi	13
Grafik 2.1.6. PMI ve ISM Endeksi	13
Grafik 2.2.1. VIX ve VSTOXX Endeksleri	16
Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	16
Grafik 2.2.3. Devlet Tahvili Piyasaları	17
Grafik 2.2.4. Hisse Senedi Piyasaları	17
Grafik 2.2.5. ABD Varlığa Dayalı Özel Sektör Tahvil Piyasası Gelişmeleri	18
Grafik 2.2.6. ABD ve Euro Bölgesi Interbank Faizleri ve Hazine Bonosu Getirileri (3-ay)	18
Grafik 2.2.7. Yen ve İsviçre Frank'ı Net Short Pozisyonlar	19
Grafik 2.2.8. Yen, İsviçre Frank'ı ve Euro ile ABD Doları Arasındaki Örtük Oynaklıklar	19
Grafik 2.2.9. Emtia Fiyatları Gelişmeleri	20
Grafik 2.2.10. Ham Petrol (Brent) ve Altın Fiyatları	22
Grafik 2.2.11. Chicago Borsası Üretici Olmayan Yatırımcılar Net-Long Pozisyonları	23
Grafik 2.2.12. Chicago Ticaret Borsası Üretici Olmayan Yatırımcılar Net-Long Pozisyonları	23

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Hedefle Uyumlu Patika ve TÜFE	27
Grafik 3.1.2. Gruplar İtibarıyla TÜFE	28
Grafik 3.1.3. Gıda, Enerji, Alkollü İçecekler ve Tütün Fiyatları	28
Grafik 3.1.4. Diğer Bölgelerde Enflasyon Gelişmeleri	29
Grafik 3.1.5. Türkiye ile Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler Arasındaki Enflasyon Farkı	29
Grafik 3.1.6. İşlenmemiş Gıda Fiyatları	29
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları	30
Grafik 3.1.8. İşlenmiş Gıda ve Ekmek-Tahıllar Grubu Fiyatları	32
Grafik 3.1.9. Giyim ve Giyim Eşyası İmalatı Fiyatları	33
Grafik 3.1.10. CNBC-e Giyim Sektörü Tüketim Endeksi	33
Grafik 3.1.11. Giyim Fiyatları ve Giyim Eşyası İhracat Miktarı	34
Grafik 3.1.12. Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatları	35
Grafik 3.1.13. Dayanıklı Tüketim Malları Üretici ve Tüketici Fiyatları	35
Grafik 3.1.14. Haberleşme ve Lokanta-Oteller Grupları Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.15. Hizmet Grubu Fiyatları	36
Grafik 3.1.16. Petrol ve Gıda Ürünleri Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	37
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	38

**4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ**

Grafik 4.1.1. GSYİH Yıllık Büyümesine Katkıları	39
Grafik 4.1.2. Sanayi Üretim Endeksi	40
Grafik 4.1.3. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	41
Grafik 4.1.4. Kalemler İtibarıyla Tüketim Malları İthalat Miktar Endeksleri	41
Grafik 4.1.5. Tüketici Kredileri	41
Grafik 4.1.6. Mobilya İmalatı	41
Grafik 4.1.7. Sermaye Malları İthalatı ve Ticari Araç Yurt İçi Satışları	42
Grafik 4.1.8. Makine-Teçhizat ve Elektrikli Makine ve Cihazlar İmalatı	43
Grafik 4.1.9. Makine-Teçhizat ve Elektrikli Makine ve Cihazlar İthalatı	43
Grafik 4.1.10. İnşaat Sektörü İstihdamı	43
Grafik 4.1.11. Metalik Olmayan Diğer Mineral Maddeler İmalatı	43
Grafik 4.1.12. Gelecek 12 Aylık Donemde Konut Satın Alma Ya Da İnşa Ettirme İhtimali	45
Grafik 4.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	46
Grafik 4.2.2. İhracat ve İthalat Büyüme Oranları	46
Grafik 4.2.3. İthalat Alt Kalemleri	48
Grafik 4.2.4. Çıktı Açığı	48
Grafik 4.3.1. İmalat Sanayiinde Reel Birim Ücret Endeksi	50

**5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK**

Grafik 5.1.1. Türkiye İçin Risk Primi Göstergeleri	51
Grafik 5.1.2. Getiri Eğrileri	52
Grafik 5.1.3. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	53
Grafik 5.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri	53
Grafik 5.1.5. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	54
Grafik 5.1.6. Döviz Kuru Gelişmeleri	54
Grafik 5.1.7. Yabancı Finansal Kuruluşların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	55
Grafik 5.1.8. Fazla YTL Likiditesi	56
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSMH	56
Grafik 5.2.2. Tüketici Kredileri Faizleri	57
Grafik 5.2.3. Yurtdışı Yerleşiklerin Tuttukları DİBS Miktarı	58

**6. KAMU MALİYESİ**

Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	65
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	66
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	66

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	69
---	----

## TABLOLAR

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları	10
Tablo 2.2.1. Sanayileşmiş Ülkeler Faiz Gelişmeleri	19
Tablo 2.2.2. Londra Metal Borsası (LME) Gelişmeleri	21
Tablo 2.2.3. Ana Metallerin LME Stok Değerleri	21
Tablo 2.2.4. Petrol Piyasasına İlişkin Diğer Göstergeler	21

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	30
Tablo 3.1.2. İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	32
Tablo 3.1.3. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları	35
Tablo 3.1.4. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri	37
Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	38

### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. İnşaat Sektörüne İlişkin Seçilmiş Göstergeler	44
Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	50

### 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar	57
---	----

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	62
Tablo 6.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü	63

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABCP</b>	Varlığa Dayalı Özel Sektör Tahvili
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BoC</b>	Kanada Merkez Bankası
<b>BoE</b>	İngiltere Merkez Bankası
<b>BoJ</b>	Japonya Merkez Bankası
<b>CSRA</b>	Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>DPT</b>	Devlet Planlama Teşkilatı
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>FOMC</b>	Federal Open Market Committee
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>GS</b>	Goldman Sachs
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>HICP</b>	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
<b>IEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<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>KKS</b>	Konsolide Kamu Sektörü
<b>LİBOR</b>	London Interbank Offered Rate
<b>LME</b>	Londra Metal Borsası
<b>MIGS</b>	Main Industrial Grouping
<b>MSCI</b>	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
<b>OECD</b>	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneği
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PBC</b>	Çin Merkez Bankası
<b>PMI</b>	İmalat Sanayi Güven Endeksi
<b>PPK</b>	Para Politikası Kurulu
<b>SNB</b>	İsviçre Merkez Bankası
<b>TBMM</b>	Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TİM</b>	Türkiye İhracatçıları Meclisi
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>ÜFE</b>	Üretici Fiyat Endeksi
<b>YTL</b>	Yeni Türk Lirası