



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2007-I



İÇİNDEKİLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Enflasyon ve Para Politikasının Gelişimi	1
1.2. Görünüm	2
1.3. Riskler	4
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	7
2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası Gelişmeleri	7
2.2. Uluslararası Piyasalar	11
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	17
3.1. Enflasyon	17
3.2. Beklentiler	26
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	33
4.1. Arz-Talep Dengesi	33
4.2. Dış Talep	39
4.3. Maliyetler	42
5. MALİ PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	45
5.1. Mali Piyasalar	45
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	50
6. KAMU MALİYESİ	53
6.1. Bütçe Gelişmeleri	54
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	56
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	61
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	61
7.2. Tahminler	64
7.3. Risk Unsurları	66

1. Genel Değerlendirme

1.1. Enflasyon ve Para Politikasının Gelişimi

Enflasyon yılın son çeyreğinde kademeli olarak düşerek Temmuz ve Ekim Enflasyon Rapor'larındaki öngörülerimizle uyumlu bir seyir izlemiş ve yıl sonunda yüzde 9,65 olarak gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren oldukça yüksek oranda artışlar gözlenen işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık bazda belirgin bir gerileme eğilimine girmesi ve döviz kurunun gecikmeli etkilerinin yavaşlaması, enflasyonun seyrinde belirleyici olmuştur.

Mayıs ve Haziran aylarındaki döviz kuru hareketlerinin 2006 yılı enflasyonu üzerindeki birikimli etkisi, Temmuz ayındaki öngörülerimizle tutarlı olarak, 3,5 puana yaklaşmıştır. Söz konusu etkinin daha önceden ortaya çıkan arz yönlü şokların yansımalarıyla birleşmesi sonucu, enflasyon yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiştir. Enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri fiyat artışları yılın ikinci yarısında yavaşlama eğilimi gösterse de yıllık artışlar yüksek gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonrasında 2006 yılı sonunda enflasyon hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir.

Son dönemde emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışların yavaşlaması ve uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine seyretmesi, enflasyon açısından olumlu gelişmelerdir. Bununla birlikte Para Politikası Kurulu (Kurul), enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları ile küresel likidite koşullarına ilişkin belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekmektedir.

2006 yılı üçüncü çeyrek büyüme rakamları, özel tüketim talebinde belirgin bir yavaşlama olduğuna işaret etmiştir. Ancak, Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda da öngörüldüğü gibi, dış talebin gücünü koruması ve kamu harcamalarındaki artışlar nedeniyle toplam talepteki yavaşlama daha sınırlı olmuştur. Bir diğer ifadeyle, kamu harcamalarındaki ve dış talepteki artış eğilimi, sıkı para politikasının toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkisini azaltmıştır. Kurul, enflasyonun orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerinde olmasını ve Haziran'dan itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerine ilişkin belirsizlikleri de gözönüne alarak, yılın son çeyreğinde politika faizlerini değiştirmemiştir. Ayrıca Kurul, orta vadeli enflasyon

beklentilerinin yüksek seyri, hizmet fiyatlarına ilişkin riskler ve küresel ekonomideki belirsizlikler gibi unsurların sıkı para politikasının sürdürülmesini gerektirdiğini vurgulamıştır.

1.2. Görünüm

2007 yılına girerken Dünya ekonomisinde büyümenin daha dengeli bir yapıya büründüğü; ABD ekonomisi görece olarak yavaşlarken diğer bölgelerdeki büyümenin gücünü koruduğu görülmektedir. Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda da ifade ettiğimiz gibi, Euro bölgesinde iç talebin güçlü seyrini sürdürmesi ihracatımızı desteklemeye devam etmektedir.

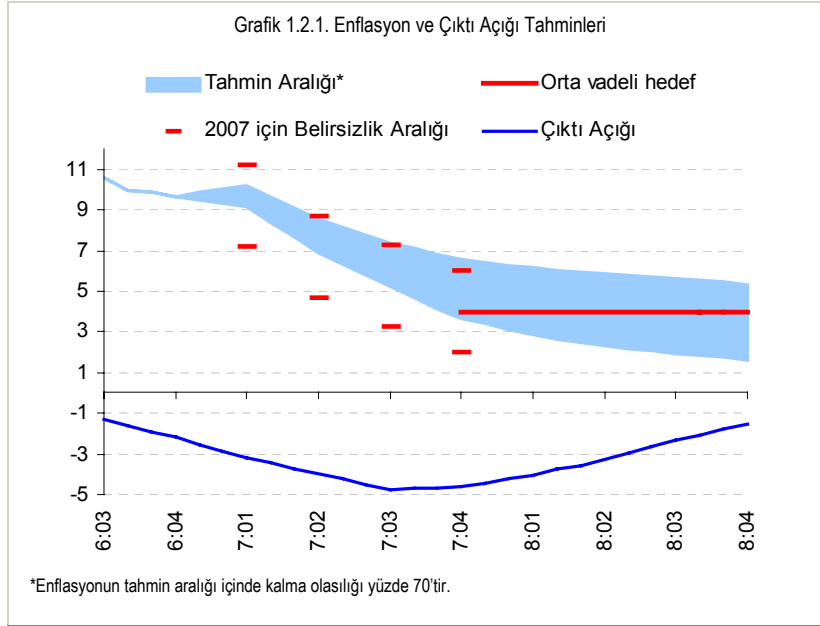
Son dönemde risk priminde önemli bir değişim olmaması ve enflasyon beklentilerindeki düşüşün sürmesi sonucu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) politika faizlerini sabit tutmasına rağmen para politikası sıkılaşmaya devam etmiştir. Devlet iç borçlanma senetleri ve banka kredi faizleri gibi daha uzun vadeli enstrümanların faiz oranlarının yüksek düzeyini koruması, tüketim talebini sınırlamaktadır.

Bu çerçevede, 2007 yılının ilk yarısında dış talebin ekonomik büyümeye katkısının olumlu olacağı tahmin edilse de mevcut projeksiyonlarımız, özel tüketim talebindeki yavaşlamanın büyümeyi geçtiğimiz yıllara kıyasla daha düşük düzeylerde tutacağına işaret etmektedir. Ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamanın ve para politikasının temkinli duruşunun, 2006 yılı içinde ortaya çıkan arz yönlü şokların ikincil etkilerini sınırlayacağı öngörülmektedir. Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin devam edeceği tahmin edilmektedir.

2007 yılında enflasyonun düşüş sürecine katkıda bulunabilecek bir diğer gelişme, yukarıda belirtilen arz yönlü şokların oluşturduğu yüksek baz etkisinin ortadan kalkması olacaktır. Enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki gevşeme, gıda fiyatlarının normal eğilimlerine dönmesi ve 2006 yılında yaşanan döviz kuru şokunun fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflaması gibi unsurlar, özellikle 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yıllık enflasyonda önemli bir düşüşe yol açabilecektir.

Bu doğrultuda güncellenen projeksiyonlara göre, politika faizlerinin 2007 yılının ilk üç çeyreğinde sabit tutulduğu ve sonrasında kademeli bir indirime gidildiği varsayımı altında, yüzde 70 olasılıkla; enflasyonun 2007 yılı sonunda

yüzde 3,6 ile 6,6 (orta noktası 5,1) arasında, 2008 yılı sonunda ise yüzde 1,6 ile 5,2 (orta noktası 3,4) arasında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.1). Enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde belirginleşmesi beklenmektedir. Tahminler, enflasyonun orta vadeli hedef olan yüzde 4'e yakınsaması için para politikasının mevcut sıkı duruşunun bir müddet daha sürdürülmesi gerektiğine işaret etmektedir. Burada önemle vurgulanması gereken nokta, politika faizlerine ilişkin bu perspektifin mevcut bilgi seti ve varsayımlar altında türetilmiş olduğu ve TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığıdır. Dolayısıyla, tahminlere baz oluşturan ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde bu patika da doğal olarak değişecektir.



Sonuç olarak, son dönemdeki makroekonomik gelişmeler Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan çerçeve ile uyumlu bir görünüm arz ettiği için, orta vadeli tahminlerde ve para politikası perspektifinde belirgin bir değişiklik yapılmamıştır. Tahminlerin arka planındaki varsayımlara ve saptamalara ilişkin ayrıntılı bilgiler, Rapor'un son bölümünde sunulmaktadır.

1.3. Riskler

Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin temel risk, enflasyonun aşağı inme konusunda beklenenden daha güçlü bir direnç gösterme olasılığıdır. Bu direnç, enflasyon beklentilerinde ve hizmet enflasyonunda kendini göstermektedir. 2006 yılı genelinde hizmet grubu enflasyonu önceki yıllara göre çok sınırlı bir iyileşme göstermiştir. Yurt içi talepte öngörülen yavaşlamaya bağlı olarak, önümüzdeki dönemde, hizmet grubunun yıllık fiyat artışının da yavaşlayacağı düşünülmektedir. Ancak, hizmet sektöründe gerek görel verimliliğin düşük olması gerekse fiyatlama davranışının geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi göstermesi ve ücretlere duyarlı olması, hizmet fiyat enflasyonunun önümüzdeki dönemde de dikkatle izlenmesini gerektirmektedir. Son dönemdeki ücret ayarlamaları hizmet fiyatlarına dair riskleri artırmıştır. Bu çerçevede, enflasyonu oldukça kısa bir süre içinde yüzde 4 düzeyine indirmeyi hedeflediğimiz de göz önüne alındığında, hizmet sektörü fiyatlarının orta vadede yüksek artışını sürdürme olasılığı önemli bir risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi, para politikasının sıkı duruşunun uzun bir süre korunmasını gerektirebilecektir.

Enflasyon görünümüne dair bir diğer risk para politikasının toplam talep üzerindeki gecikmeli etkilerine ilişkin belirsizliklerdir. Para politikasının ekonomi üzerindeki gecikmeli etkileri zamana bağlı olarak değişebilmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisi için de geçerlidir. Ekonomik faaliyette 2006 yılının üçüncü çeyreğinde görülen yavaşlamanın, para politikasındaki sıkılaşmadan ziyade finansal piyasalardaki dalgalanmalar sonrasında tüketici ve üretici güvenindeki azalmadan kaynaklandığı düşünülmektedir. 2006 yılı Haziran ayından bu yana gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın özel kesim talebi üzerindeki etkisi son dönemde görülmeye başlanmış olsa da ekonomideki yavaşlamanın ne kadar süreceği ve hangi boyutta gerçekleşeceği konusu henüz tam olarak netleşmemiştir. Ayrıca kamu harcamalarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi, toplam talep ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru oluşturmaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası, gerek gelirler politikasındaki gelişmelerin gerekse faiz dışı kamu harcamalarındaki artışların makroekonomik etkilerini yakından takip etmektedir.

Enflasyonun hedefe yakınsamasını geciktirme potansiyeli taşıyan bir diğer risk, küresel piyasalarda ortaya çıkabilecek ani dalgalanmalardır. İçinde bulunduğumuz konjunktürde uluslararası likidite koşulları, risk algılamasını ve

mali piyasalardaki dalgalanmaları etkileyen unsurların başında gelmektedir. Mevcut durumda, ABD’de enflasyon riskinin ve dolayısıyla faiz artırım olasılığının azalmış olduğu görülmektedir. Ancak, dünya büyümesinde beklenenden hızlı bir yavaşlama olma olasılığı veya küresel dengesizliklere bağlı olarak ortaya çıkabilecek bir düzeltme hareketi, gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkileyebilecek senaryolar arasında yerini korumaktadır. Kurul, olası dalgalanmaların enflasyon görünümünde kalıcı olumsuz etkiler oluşturması halinde politika faizlerini gözden geçirecektir.

Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin, olumsuz senaryolar kadar olumlu senaryolar da mevcuttur. Türkiye, net emtia ithalatçısı bir ülkedir. Küresel ekonomide bir soğuma olması veya emtia fiyatlarındaki gevşemenin devam etmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarında dalgalanma oluşabilecek ve bu durumdan ekonomimiz de olumsuz etkilenebilecektir; ancak, sonrasında dış ticaret haddindeki iyileşme orta vadeli enflasyon görünümü açısından olumlu sonuçlar doğuracaktır.

Bütün bunların yanında, orta ve uzun dönemde mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler, gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir. Avrupa Birliği’ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi kritik önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi, uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası Gelişmeleri

2006 yılının ilk çeyreğinde yıllık yüzde 3,7 oranında gerçekleşen ABD ekonomisi büyüme hızı, Amerika Merkez Bankası (Fed) faiz oranlarının uzun bir süredir bulunduğu yüksek seviyede seyretmesi, konut ve otomobil piyasalarının yavaşlaması ve başta ham petrol olmak üzere enerji fiyatlarının artışına bağlı olarak 2006 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yavaşlamıştır. Özellikle ikinci ve üçüncü çeyrekte gözlenen yıllık yüzde 3,5 ve yüzde 3'lük büyüme oranları ABD ekonomisindeki bu eğilimin bir işareti olarak algılanmıştır. Buna karşılık, Aralık 2006'ya ait son açıklanan istihdam artışının beklentilerin üzerinde olması ileriye yönelik daha olumlu bir tablo oluşturmuştur. Aralık ayındaki tarım dışı sektör bordrolu çalışan sayısındaki artış, beklentilerin yüzde 67 üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, konut piyasasındaki yavaşlamanın beklendiği gibi keskin olmaması ve enerji fiyatlarının gerilemeye başlaması, ABD ekonomisindeki yavaşlama eğiliminin tedrici olacağı yönündeki beklentileri artırmıştır. Ancak, işgücü piyasasının sıkı olması ve şirketlerin nitelikli eleman ihtiyacı, birim işgücü maliyetlerinde artışa yol açmakta ve bu da enflasyonist baskılara sebep olmaktadır. 2006 yılında özellikle çekirdek enflasyonun yüksek olması, gevşek para politikasının uygulanmasını yakın gelecekte zorlaştırmaktadır.

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları

	(Yıllık Yüzde Değişim)						
	2005	2006*	2007*	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV*
<i>Dünya</i>	4,9	5,1	4,9	-	-	-	-
<i>ABD</i>	3,2	3,3	2,4	3,7	3,5	3,0	3,0
<i>İngiltere</i>	1,9	2,7	2,5	2,3	2,6	2,7	2,7
<i>Asya-Pasifik</i>	4,8	5,0	4,6	-	-	-	-
<i>Japonya</i>	2,7	2,4	1,8	2,9	2,1	1,6	2,0
<i>Çin</i>	10,2	10,6	10,3	10,2	10,9	10,7	9,6
<i>Doğu Avrupa</i>	6,0	6,3	5,6	-	-	-	-
<i>Latin</i>	4,3	4,9	4,3	-	-	-	-
<i>Amerika</i>							
<i>Euro Bölgesi</i>	1,4	2,7	2,0	2,2	2,8	2,7	3,0
<i>Almanya</i>	0,9	2,5	1,5	1,9	2,7	2,8	3,2
<i>Fransa</i>	1,2	2,0	1,9	1,4	2,6	1,8	2,4
<i>İtalya</i>	0,1	1,8	1,3	1,7	1,7	1,7	1,9

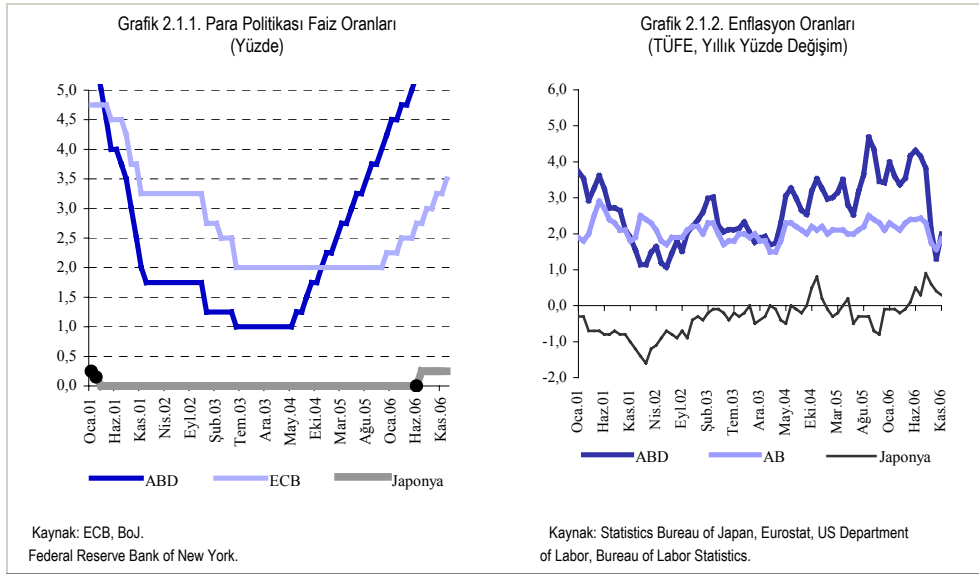
* Tahmin.

Kaynak: Consensus Forecasts, OECD, World Economic Outlook.

2006 yılının üçüncü çeyreğinde, ilk iki çeyreğe paralel olarak ABD cari açığı artmaya devam etmiş ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin yüzde 6,8'ine ulaşmıştır. 2007 yılında söz konusu açığın 6,9 düzeyine ulaşarak küresel bir risk unsuru oluşturmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Ekonomide 2006 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde görülen yavaşlamaya karşın çekirdek enflasyonun hala istenilen seviyede olmayışı sebebiyle 12 Aralık 2006 tarihinde yapılan Federal Open Markets Committee (FOMC) toplantısında Fed faiz oranlarının 5,25'te tutulmasına karar verilmiştir. Gelecek döneme ilişkin Fed faiz oranlarının değişiminin özellikle çekirdek enflasyon ve büyümedeki gelişmeler ışığında şekilleneceği öngörülmektedir.

Euro bölgesi, 2006 yılı ilk üç çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,6 oranında büyümüştür. Son 8 yılda ortalama yüzde 2,1 oranında büyüyen Euro bölgesinin 2006 yılında tarihi ortalamalarının üzerinde bir büyüme hızına ulaştığı tahmin edilmektedir (Tablo 2.1.1). İç talep ekonomik büyümenin en önemli belirleyicisi olmuştur. Özel tüketim harcamalarındaki ılımlı büyümeye rağmen, kâr marjlarındaki artış ve kredi genişlemesi sonucunda hızlanan yatırımlar iç talep kaynaklı büyümenin en belirleyici bileşeni olmuştur. İşsizlik oranında görülen azalma, istihdama ilişkin olumlu beklentiler ve artan kredi hacmi önümüzdeki dönemlerde yatırım ve tüketim harcamalarının artacağına işaret etmektedir. Buna ek olarak, küresel büyüme oranlarının görece olarak dengeli hale gelmesi ve ABD ekonomisinin durgunluğa girme ihtimalinin son veriler ışığında zayıflaması ile beraber ihracat talebinin ilerleyen dönemlerde de yükselmesi ve büyümeyi engelleyici bir etki yapmaması beklenmektedir. Ancak, 2007 yılı başında Almanya'da uygulamaya başlanan Katma Değer Vergisi (KDV) oranı artışı, büyümenin söz konusu yılda çeyrekler itibarıyla dalgalı bir seyir izleyebileceği ihtimalini gündeme getirmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında, 2007 yılında Euro bölgesinin tarihsel ortalamalarına yakın bir büyüme performansı sergileyeceği tahmin edilmektedir. Petrol fiyatlarının son zamanlarda düşüş eğiliminde olmasına rağmen dalgalı bir seyir izlemesi Euro bölgesi büyüme sürecini yavaşlatacak en önemli risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.



2006 yılı Ağustos ayına kadar yıllık ortalama yüzde 2'nin üzerinde gerçekleşen Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) artışı, söz konusu aydan itibaren ham petrol fiyatlarında meydana gelen düşüş ve baz etkisiyle beraber yüzde 2'nin altına düşmüştür (Grafik 2.1.2). 2007 yılına yönelik olarak dünya enerji fiyatlarındaki belirsizlik ve Almanya'nın KDV oranlarında artışa gitmesi Euro bölgesi enflasyonuna yönelik olumsuz unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Ancak, artmakta olan yatırım harcamalarının potansiyel büyüme seviyesini yükselteceği ve sıkı para politikasının devam edeceği varsayımı altında, yukarıda değinilen unsurların enflasyon üzerindeki olumsuz etkilerinin telafi edilebileceği düşünülmektedir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), süregelen para ve kredi genişlemesinin sonucu olarak ortaya çıkan fazla likitideyi fiyat istikrarı açısından orta ve uzun dönemde risk unsuru olarak algılamış ve tedrici sıkı para politikasına devam etmiştir. Bu çerçevede, ECB Yönetim Konseyi 2005 yılı Aralık ayından itibaren, sonuncusu 7 Aralık 2006 tarihli toplantıda olmak üzere, faiz oranlarını altı kez 25 baz puan artırarak yüzde 3,5 düzeyine çıkarmıştır (Grafik 2.1.1). Öte yandan, ECB Başkanı Jean Claude Trichet, gevşek para politikasının verimliliği ve potansiyel çıktı seviyesini yükseltmede etkin bir araç olamayacağını ve söz konusu politikanın yüksek enflasyon ile sonuçlanacağına vurgu yaparak ECB'nin para politikasını daha da sıkılaştırabileceği sinyallerini vermiştir.

Japon ekonomisinde ihracat ve şirket kârlılıklarının sürüklediği büyümenin 2006 yılında yüzde 2,4 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir

(Tablo 2.1.1). Önümüzdeki dönemde hanehalkı gelirlerine katkıda bulunan şirket kârlılıklarının yüksek seviyesini koruması ve dolayısıyla özel kesim yurtiçi talebinin artmaya devam etmesi, ayrıca Amerikan ekonomisindeki yavaşlama sinyallerinden şu ana kadar olumsuz etkilenmemiş olan ihracat artış performansının da sürmesi beklenmektedir. Bu kapsamda 2007 yılı büyüme oranının yüzde 1,8 civarında olacağı tahmin edilmektedir. İlimli bir artış hızıyla pozitif bir seyir izleyen tüketici fiyatları yıllık artış oranlarının önümüzdeki dönemde de çıktı açığının pozitif olmaya devam ettiği müddetçe sürmesi beklenmektedir (Grafik 2.1.2).

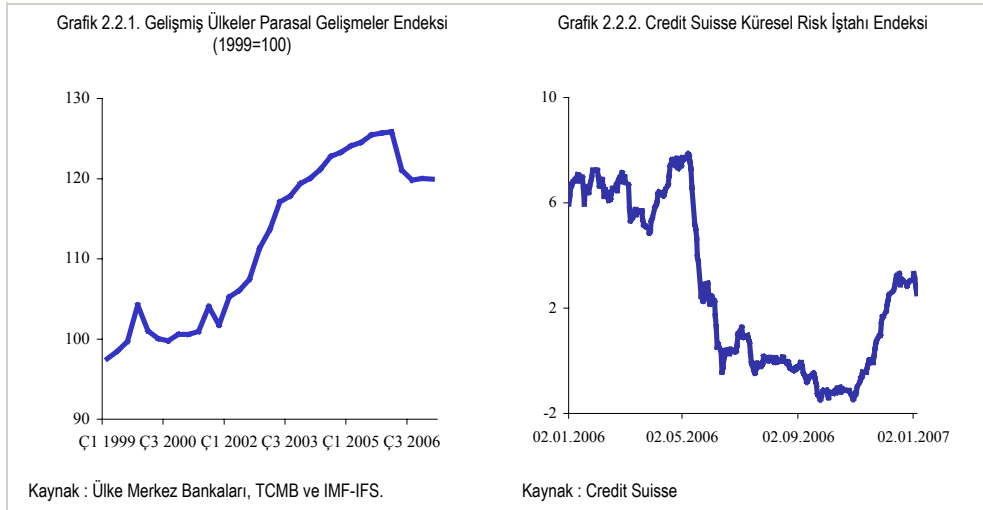
Japonya Merkez Bankası (BoJ), 2006 yılı Mart ayı toplantısında beş yıldır sürdürmekte olduğu yüksek likidite politikasına son vermiş ve takip eden dönemdeki gelişmeler çerçevesinde BoJ faiz oranlarını 13-14 Temmuz 2006 tarihli toplantısında 25 baz puan artırmıştır. Söz konusu toplantıdan bu yana gerçekleşen toplantılarda faiz oranının sabit kalması kararlaştırılmıştır (Grafik 2.1.1). Bu gelişmeler kısa vadede global likidite yönünden olumlu algılanmaktadır. Ayrıca, BoJ'un önümüzdeki dönemde ekonomik büyüme ve fiyat gelişmeleri ışığında faiz oranlarını kademeli olarak ayarlaması beklenmektedir.

Çin ekonomisi, şirket kârları, ihracat ve yatırımlardaki artış paralelinde 2005 yılında yüzde 10 düzeyinde büyüme kaydetmiş, yatırım artışı nisbi olarak yavaşlamakla birlikte, ana eğilimlerin 2006 yılında da sürmesi neticesinde yılın ilk üç çeyreğinde sırasıyla yıllık yüzde 10,2, 10,9 ve 10,7 oranlarında büyümüştür. Çin ekonomisinin 2006 yılında yüzde 10,6 civarında büyümesi beklenmektedir (Tablo 2.1.1). ABD ekonomisindeki yavaşlamanın Çin ekonomisi üzerindeki etkisinin kısıtlı olması beklenmektedir. Nitekim, 2006 yılında ihracat yıllık yüzde 27 oranında artarak Çin dış ticaret fazlasını bir önceki yıla göre yüzde 74 oranında bir artışla rekor seviye olan 177,5 milyar ABD dolarına ulaştırmıştır. Ancak, ihracat, yurtiçi yatırım ve tüketim talebindeki artış hızlarının nisbi azalmasına bağlı olarak 2007 yılında büyümenin yüzde 10 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir.

2.2. Uluslararası Piyasalar

2.2.1. Mali Piyasalar

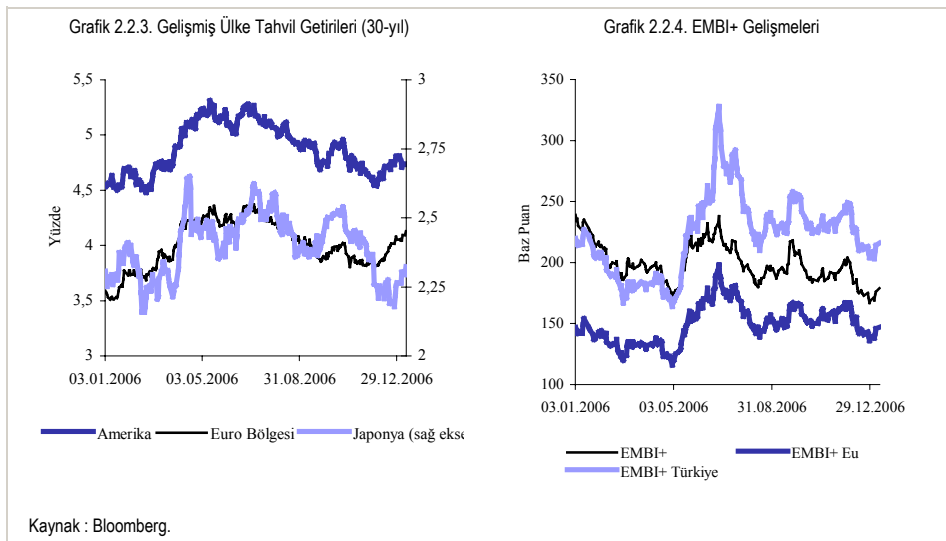
Sanayileşmiş ülkelere ait ekonomik aktivite ve enflasyon gelişmelerinin belirgin bir yön arz etmemesi, dolayısıyla söz konusu ülke merkez bankaları politika faiz oranlarının izleyebileceği seyre ilişkin belirsizlikler uluslararası piyasalarda dalgalanmalara sebep olmaktadır. Ancak, beklentilerin aksine büyüme eğilimlerinin güçlü seyrini koruması ve küresel risk iştahında gözlenen artışlar, belirsizliklerin etkisinin sınırlı kalmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler ışığında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke piyasalarının yılın son çeyreğinde yüksek performans sergilediği gözlenmiştir.



Küresel likidite imkanlarını yansıtması açısından ABD, Euro bölgesi ve Japonya merkez bankalarının parasal taban gelişmelerinin incelenmesi önem taşımaktadır. Bu amaçla, mevsimsellikten arındırılmış veriler kullanılarak, nominal GSYİH büyümesini aşan parasal taban genişlemesi, ülke GSYİH'leri ile ağırlıklandırılarak endeksleştirilmiştir. BoJ'un para politikasını sıkılaştırma kararını takiben endeksin 2006 yılının ikinci çeyreğiyle birlikte sert bir şekilde gerilemeye başladığı gözlenmektedir. Yılın üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde ise Japonya ve ABD'deki sınırlı gerileme eğilimlerinin Euro bölgesindeki artışlarla dengelenmesi sonucu endeks yatay bir seyir izleyerek parasal gelişmelerin küresel likidite imkanları üzerinde olumlu ya da olumsuz herhangi bir etki doğurmamasına neden olmuştur. (Grafik 2.2.1).

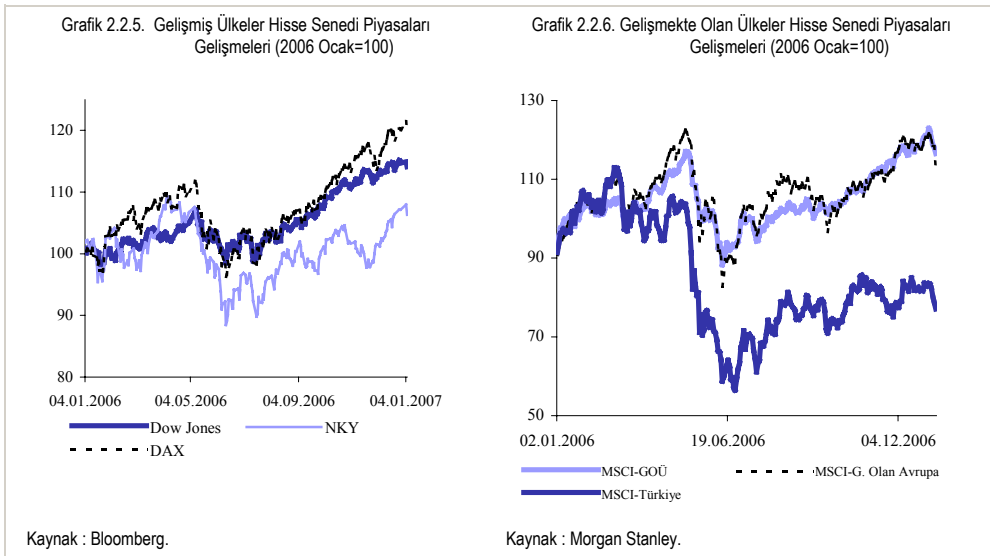
Uluslararası yatırımcıların risk karşısındaki tutumlarını ve dolayısıyla ne ölçüde daha riskli varlıkları tercih ettiklerini yansıtmaları bakımından yakından takip edilen Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi (CSRA) Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan çalkantılarla birlikte sert bir şekilde gerileme eğilimine girmiştir. Endeks ortalamasına 1,5 standart sapmanın eklenip çıkarılmasıyla elde edilen sınırlar dikkate alındığında, endeksin Ekim ayı sonunda alt limite yaklaşmış olduğu görülmektedir. Ancak bu tarihten itibaren, gelişmiş ülkelerde açıklanan olumlu verilerin sağladığı destekle, endeks yeniden yükselme eğilimine girmiştir. Endekste de ifadesini bulan risk iştahında gözlenen iyileşme, gelişmekte olan ülkelere ait mali varlıkların daha iyi performans göstermesine katkıda bulunmuştur (Grafik 2.2.2).

Gelişmiş ülkelere ait faiz gelişmeleri incelendiğinde, Euro bölgesinde politika faiz oranlarında gerçekleşen artışların ve ECB'nin açıklamalarında yaptığı enflasyon vurgusuna paralel oluşan yeni artış beklentilerinin, getirileri artırdığı gözlenmektedir. ABD'de ise, açıklanan verilerin büyümedeki yavaşlamanın beklendiği kadar sert olmayacağına işaret etmesi ve Fed'in mevcut durumda enflasyonu halen bir tehdit olarak görmesi sonucu, politika faizlerinde bir değişiklik olmamasına rağmen, getiriler yeniden yükselişe geçmiştir. Japonya'da yılın ikinci yarısında enflasyonda gerçekleşen gerileme ve üçüncü çeyrek büyümesinin beklentilerin altında kalmış olması getirileri azaltırken, BoJ tarafından yapılan açıklamalarda yakın geleceğe ilişkin olumlu beklentiler ve bu çerçevede yeni bir faiz artışı gerekebileceği bilgisi getirilerin yeniden yükselmesine neden olmuştur (Grafik 2.2.3).



Gelişmekte olan ülke getirileri ise 2006 yılı ikinci çeyreğinde, finansal piyasalarda gerçekleşen dalgalanma öncesi döneme kıyasla daha yüksek bir seviyede olmasına rağmen, istikrarlı bir yapı arz etmiştir. Yılın dördüncü çeyreğinde risk iştahında gözlenen artış sonucu getiri farkları yeniden azalma eğilimine girmiş ve dalgalanma öncesi değerlerine yakınsamıştır. Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI+) ve bu endeksin gelişmekte olan Avrupa ile Türkiye alt endekslerinin bu dönemde de benzer şekilde hareket etmeye devam ettikleri gözlenmektedir. Türkiye alt endeksi ise iki yıllık bir aranın ardından Mayıs ayında EMBI+ endeksinin üzerinde değer almaya başlamış, iki endeks arasındaki fark dördüncü çeyrekte ortalama 41,5 baz puan seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.4).

Gelişmiş ülkelere ait hisse senedi piyasalarının yılın ikinci yarısında oldukça güçlü bir seyir izledikleri gözlenmektedir. Euro bölgesinde ve Almanya'daki yüksek büyüme eğilimi sonucu DAX endeksinde daha belirgin bir artış gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.5). Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise, Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) Gelişmekte Olan Ülkeler ve Gelişmekte Olan Avrupa alt endekslerinin yılın son çeyreğinde güçlü bir artış eğilimi sergileyerek dalgalanma öncesi değerlerine ulaştıkları gözlenirken, Türkiye alt endeksinde gerçekleşen artışın daha sınırlı olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 2.2.6).

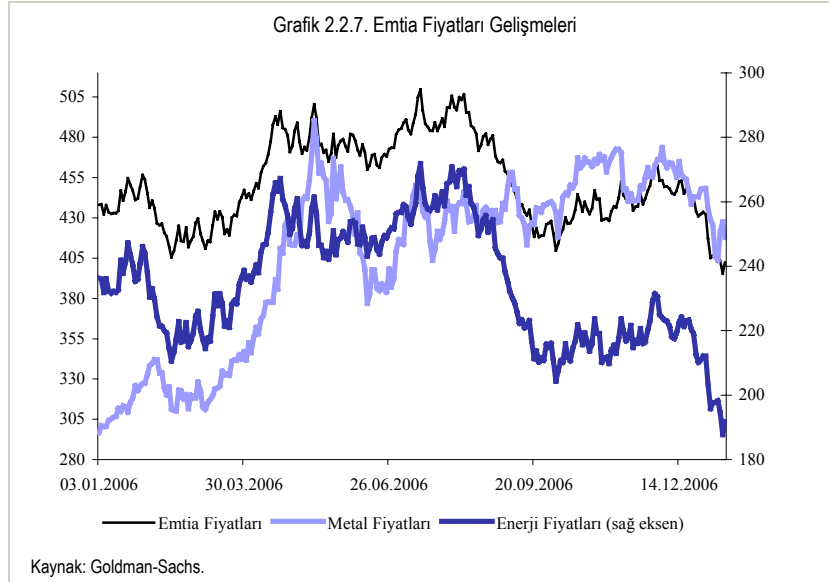


2006 yılının dördüncü çeyreği boyunca uluslararası görelî fiyatlarda sert dalgalanmalara neden olan sanayileşmiş ülkeler enflasyon ve büyüme

gelişmelerine ilişkin belirsizlikler, yılın ilk çeyreğinde de en önemli risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Küresel likidite imkanlarının uygunluğu, risk iştahının yüksek seviyesi ve küresel büyümenin ılımlı bir şekilde gerilemesi, 2007 yılının ilk çeyreğinde uluslararası koşulların beklenenden daha olumlu seyredeceğini düşündürmektedir. Söz konusu olumlu tabloya rağmen, gelişmiş ülkelere ait faiz oranlarının yükselmesi gelişmekte olan ülkelere ait mali varlıkları olumsuz etkileyebilecektir.

2.2.2. Emtia Piyasaları

Son yıllarda emtia piyasalarında yaşanan fiyat artışları 2006 yılının üçüncü çeyreği ile birlikte yerini, özellikle enerji fiyatları kaynaklı azalışlara bırakmıştır. Yılın dördüncü çeyreğinde durağan bir eğilim sergileyen Goldman Sachs (GS) kaynaklı Enerji Fiyatları endeksi, Aralık ayı ile birlikte hızla gerilemiş ve 12 Ocak 2007 tarihinde 1 Aralık'a kıyasla yüzde 16,8 değer kaybetmiştir. Benzer bir biçimde, yılın dördüncü çeyreğinde de artış eğilimi sergileyen GS Metal Fiyatları alt endeksi, Aralık ayında ana metallerdeki sert düşüşlerin etkisiyle 12 Ocak 2007 tarihinde, Aralık ayı başına kıyasla yüzde 10,3 değer kaybetmiştir. Enerji ve metal fiyatlarında yaşanan söz konusu gelişmeler sonucunda GS Emtia Fiyatları endeksi de aynı dönemde yüzde 13,0 gerilemiştir (Grafik 2.2.7).



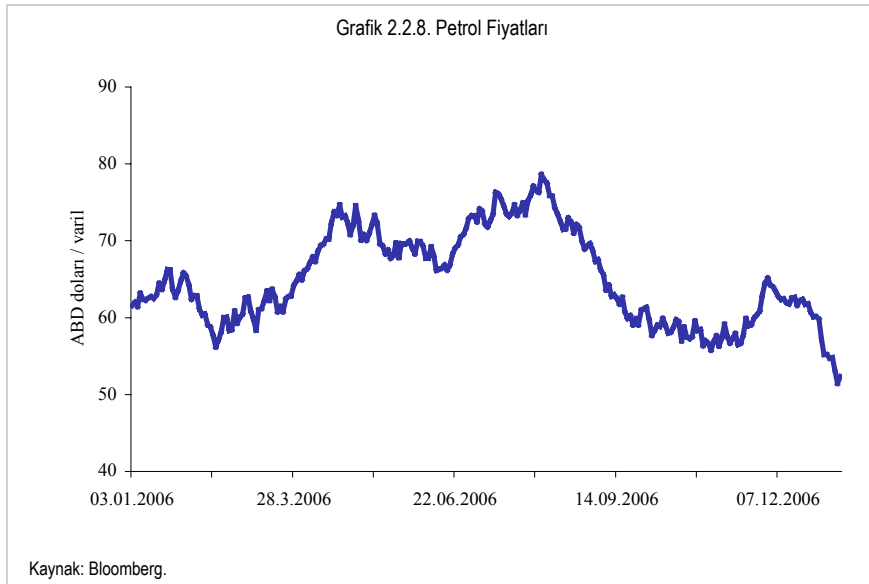
Londra Metal Borsası (LME)'nda işlem gören altı ana metalin basit ortalama fiyatı 2006 yılının dördüncü çeyreğinde üçüncü çeyreğine kıyasla yüzde 15,6 artış göstermiştir. Özellikle yıllık bazda incelendiğinde, 2006 yılının

dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine kıyasla altı ana metalde de hızlı artışlar devam etmekte; üçüncü çeyreğe kıyasla, bakır hariç diğer ana metallerde artış eğilimi sürmektedir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası Gelişmeleri							
ABD Doları	2006				Değişim (Yüzde)		
	Ç3	Ç4	Aralık	12 Ocak	06Ç4 / 05Ç4	06Ç4 / 06Ç3	13 Ocak 07/Aralık 06
Alüminyum	2530,9	2530,9	2461,6	2695,0	31,7	7,9	9,5
Bakır	7627,1	7627,1	7690,3	5750,0	71,2	-7,2	-25,2
Kurşun	1194,5	1194,5	1179,3	1610,0	57,2	33,2	36,5
Nikel	26505,9	26505,9	30468,9	32445,0	149,3	20,0	6,5
Kalay	8623,7	8623,7	8436,7	10550,0	59,0	18,8	25,0
Çinko	3358,7	3358,7	3340,0	3770,0	152,1	23,5	12,9

Kaynak: Londra Metal Borsası.

2007 yılı Ocak ayının başlarında petrol fiyatlarında iyi hava koşulları ve hızlı stok artışı sebebiyle hızlı bir yavaşlama göze çarpmaktadır. Uluslararası piyasalarda, 2006 yılı Aralık ayı Brent petrol fiyatı ortalaması 62,3 ABD doları/varil olarak gerçekleşmiş ve Kasım ayına oranla yüzde 6,6 oranında artmıştır. Ancak 12 Ocak 2007 itibarıyla uluslararası ham petrol fiyatları 52,4 ABD doları/varil seviyesine kadar gerilemiştir (Grafik 2.2.8). Futures piyasasında işlem gören Şubat 2007 kontratı ise, son dönemlerdeki düşüşlerle 52,97 ABD doları/varil seviyesine gerilemiştir.



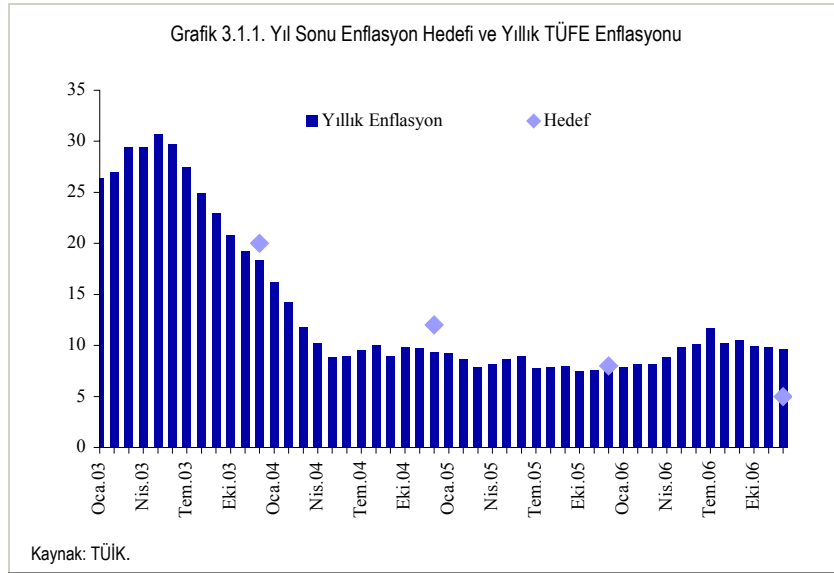
Son yıllarda yaşanan güçlü küresel büyüme eğilimi, ham petrol piyasalarında fiyatlar üzerinde baskı yaratmıştır. Ancak, dünya büyümesindeki yavaşlamaya paralel olarak ham petrol tüketimindeki artış oranlarında beklenen

yavaşlama sonucu ‘futures’ piyasalarda yaşanan çıkış, mevsim normallerinin üzerinde seyreden hava sıcaklıkları ve özellikle ABD’de son iki senenin en yüksek ham petrol stokları, fiyatları geçtiğimiz dönemde azaltmıştır. Buna ek olarak, Orta Doğu’da yaşanan görece istikrarlı durum ve geçtiğimiz dönemde yaşanan üretim artışları ham petrol fiyatlarındaki azalışı destekleyen diğer önemli unsurlardır. Ancak, Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu (OPEC)’nin vurguladığı ve 1 Şubat 2007’den itibaren hayata geçirilecek son dönemlerdeki ikinci kota indirimi ve buna bağlı olarak yeni bir kota indirimine gitme ihtimali, gelecekte ham petrol fiyatlarının aşağı doğru hareketini tersine çevirebilecek önemli risk unsurlarıdır.

3. Enflasyon Gelişmeleri

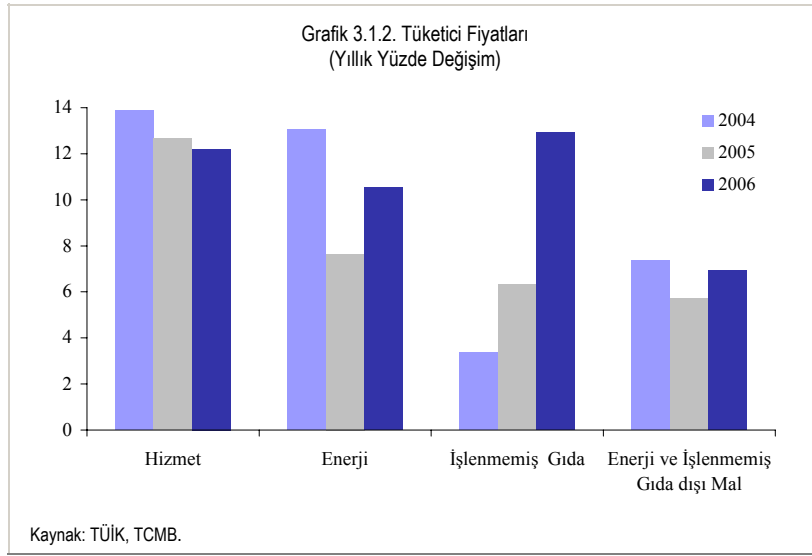
3.1. Enflasyon

2006 yılında tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 9,65 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1). Yeni Türk lirasında (YTL) uluslararası likidite koşullarına bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde gözlenen değer kaybının etkisi ile tüketici fiyatları Haziran ayı sonu itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. Üçüncü çeyrekte, Yeni Türk lirasının tekrar güçlenme eğilimine girmesi ve petrol fiyatlarının olumlu seyrine rağmen, ikinci çeyrekte gelen birikim ve döviz kurunun gecikmeli etkileri nedeniyle yıllık enflasyon Eylül ayı itibarıyla belirsizlik aralığının üst sınırı üzerindeki yüksek seyrini sürdürmüştür. Yılın son çeyreğinde enflasyon görünümünde kısmi bir iyileşme gözlenmiştir. Bu gelişmede, yılın son üç ayında 2005 yılının ikinci yarısından itibaren oldukça yüksek oranda artışlar gözlenen işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık bazda belirgin bir gerileme eğilimine girmesi ve döviz kurunun gecikmeli etkilerinin yavaşlaması etkili olmuştur.



2006 yılı genelinde tüketici fiyatları değerlendirildiğinde hizmet grubu enflasyonunun önceki yıllara kıyasla çok sınırlı bir iyileşme gösterdiği, mal grubu enflasyonunun ise bir önceki yılın üzerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 3.1.2). İşlenmemiş gıda fiyatları, yüzde 12,94 ile önceki yıllara kıyasla çok yüksek oranda artmıştır. İşlenmemiş gıda dışında kalan mallar ise büyük

ölçüde YTL'deki değer kaybının etkilerine maruz kalmıştır. Petrol fiyatları artışının yılın ilk yarısında devam etmesi ve YTL'nin değer kaybı ile enerji fiyatlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi 2006 yılında da belirgin bir şekilde sürmüştür. Bu grupların yıllık enflasyona yaptıkları katkılar incelendiğinde, hizmet fiyatlarının yıllık enflasyona olan katkısının bir önceki yıla kıyasla değişmediği, tüketici enflasyonunun 2005 yılına kıyasla yükselmesinde, başta işlenmemiş gıda olmak üzere, mal grubu enflasyonunun etkili olduğu ortaya çıkmaktadır (Grafik 3.1.2, Tablo 3.1.1).



Tablo 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı

	Hizmet	Enerji	İşlenmemiş Gıda	Enerji ve İşlenmemiş Gıda dışı Mal
2004	3,58	1,94	0,44	3,40
2005	3,22	1,10	0,79	2,60
2006	3,33	1,51	1,65	3,16

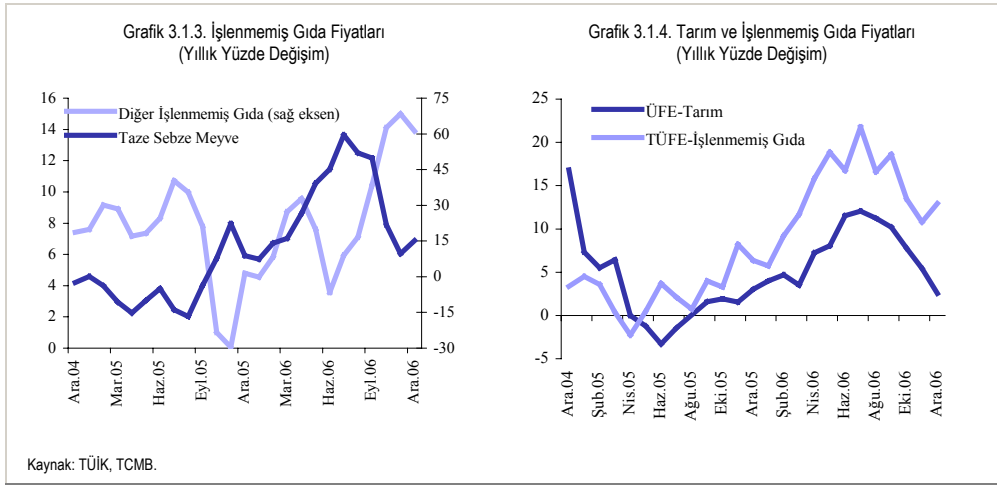
Kaynak: TÜİK, TCMB.

İşlenmemiş gıda ürünleri, özellikle taze meyve-sebze fiyatlarının arz kaynaklı unsurlar nedeniyle yıl genelinde yüksek seyrini koruması ile tüketici enflasyonu üzerinde özellikle yılın ilk üç çeyreğinde etkili olmuştur. Yılın son çeyreğinde, işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarında, 2005 yılının aynı döneminde oldukça yüksek artışlar gerçekleşmesinin de etkisiyle, “düzeltme” niteliğinde bir hareket gözlenmiş ve yüzde 5,81 ile işlenmemiş gıda ürünlerinde son dört yılın en düşük son çeyrek enflasyonu gözlenmiştir (Tablo 3.1.2). Diğer taraftan, taze meyve-sebze dışındaki işlenmemiş gıda ürünlerinde, özellikle et fiyatlarında (2005 yılının son çeyreğinde), kuş gribi kaynaklı yüksek oranlı

gerilemelerin oluşturduğu baz etkisi neticesinde, yıllık enflasyonun 2006 yılının son çeyreğinde belirgin biçimde arttığı görülmektedir (Grafik 3.1.3).

	I	II	III	IV	Yıllık
2004	6,70	-10,84	-0,01	8,66	3,36
2005	3,61	-7,87	0,25	11,12	6,34
2006	8,81	-3,67	1,83	5,81	12,94

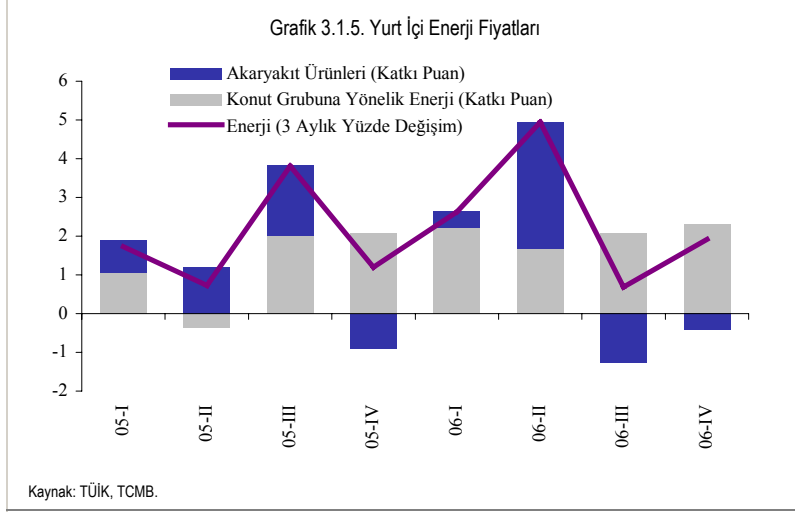
Kaynak: TÜİK, TCMB.



İşlenmemiş gıda fiyatlarının yılın son çeyreğindeki olumlu seyrini tarım fiyatlarındaki gelişmelerle birlikte değerlendirmek faydalı olacaktır. Mevsimsel olarak yılın son çeyreğinde artışlar gösteren tarımdaki üretici fiyatlarının 2006 yılının aynı döneminde belirgin olarak gerilemesi dikkat çekicidir (Grafik 3.1.4). Söz konusu gelişmelerin işlenmemiş gıda fiyatları üzerinde olumlu etki yapabileceği düşünülmeyle birlikte, son dönemdeki olumsuz hava koşullarının sürmesinin grup fiyatları üzerinde önemli bir risk unsuru oluşturduğu tekrar vurgulanmalıdır.

Döviz kuru geçişkenliğinin oldukça yüksek olduğu enerji fiyatları, YTL'deki istikrarlı seyrin yanı sıra petrol fiyatlarında gözlenen düşüşlerin etkisiyle Ağustos ayıyla birlikte yıllık bazda gerileme eğilimi sergilemiştir. Enerji fiyatlarındaki bu olumlu seyirde, özellikle akaryakıt fiyatlarında Ağustos-Kasım döneminde gözlenen yüzde 10,18 oranındaki gerilemenin etkisi hissedilmektedir. Ancak, 2005 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren her üç aylık dönemde enerji grubu enflasyonuna yaklaşık 2 puan katkıda bulunan konut

grubuna yönelik enerji fiyatları son çeyrekte doğalgaz ve katı yakıtlar kalemlerindeki hızlı artışların etkisiyle yüzde 3,19 oranında yükselmiş ve enerji enflasyonunun yılın son iki ayında artmasına yol açmıştır (Grafik 3.1.5).



Tüketici harcama grupları arasında enerji grubundan sonra döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin en yüksek olduğu grup dış ticarete konu olan malların yoğun olarak kapsandığı “enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal” grubudur. Söz konusu grup fiyatlarının artış hızı Mayıs ve Haziran aylarında YTL’de gözlenen yüksek oranlı değer kaybının etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde önemli ölçüde hızlanmıştır. Dalgalanmanın grup fiyatları üzerindeki gecikmeli etkileri üçüncü çeyrekte yavaşlayarak da olsa devam etmiş, son çeyrekte ise grup fiyatları bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır. Bu gelişmede, dayanıklı tüketim malları fiyatlarında gözlenen belirgin gerilemenin yanı sıra, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde bütün ürünleri fiyatlarında gerçekleşen artışın etkisinin ortadan kalkması belirleyici rol oynamıştır.

Büyük oranda ithal ya da ithal girdi içeriği yüksek malların kapsandığı ve döviz kuru geçişkenliğinin görece hızlı olduğu dayanıklı tüketim malları grubunda fiyat artışları YTL’nin değer kaybının etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde hızlanmış, üçüncü çeyrekte yavaşlayarak da olsa yüksek seyretmiştir. Söz konusu yavaşlama, yılın son çeyreğinde yerini gerek bu gruba yönelik tüketim talebinde gözlenen yavaşlamanın gerekse son aylarda YTL’nin güçlenme eğilimi göstermesinin etkisiyle gerilemeye bırakmıştır. Bu çerçevede yılın son çeyreğinde, hemen hemen tüm alt kalemlerde azalış gözlenmiş ve dayanıklı mal grubu fiyatları yüzde 2,2 oranında gerilemiştir (Tablo 3.1.3).

Tablo 3.1.3. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2005					2006				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
Dayanıklı Mal (Altın Hariç)	1,86	3,66	-1,86	2,23	5,94	-3,04	5,40	2,84	-2,20	2,78
Mobilya	3,10	5,26	-2,74	7,64	13,62	-7,81	7,45	9,21	-3,17	4,74
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	2,62	4,24	-1,97	0,39	5,28	-5,55	4,51	-0,54		-4,03
Otomobil	-0,12	3,07	-1,32	-0,17	1,42	2,93	7,09	2,57	-2,28	10,48
Diğer Dayanıklı Mallar	4,15	-0,21	-1,03	0,44	3,32	-1,17	-1,86	1,43	0,91	-0,73

Kaynak: TÜİK,TCMB.

Enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubu enflasyonu üzerinde döviz kurundaki değişimlerin gecikmeli etkileri son çeyrekte özellikle giyim-ayakkabı ve işlenmiş gıda grubu kanalıyla sürmüştür, giyim-ayakkabı grubunda yeni sezon fiyat artışları geçmiş yılların üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak, mevcut durumda giyim-ayakkabı grubunda yıllık enflasyon yüzde 1,91 oranıyla olumsuz bir görünüm arz etmemektedir. Söz konusu grupta yıllık enflasyonun sınırlı bir oranda gerçekleşmesi, küresel rekabet ve yurt içi talep koşullarının grup fiyatları üzerindeki etkisine dikkat çekmektedir. İşlenmiş gıda grubu aylık fiyat artışları ise üçüncü çeyrek ile birlikte önemli ölçüde hızlanmış ve bu eğilim dördüncü çeyrekte yavaşlayarak da olsa sürmüştür. İşlenmiş gıda fiyatlarındaki bu eğilimde döviz kurunun gecikmeli etkilerine ek olarak, yılın üçüncü çeyreğinde hububat üretiminde yaşanan gerileme neticesinde, un ve unlu mamül fiyatlarında gözlenen artışların da etkisi hissedilmektedir.

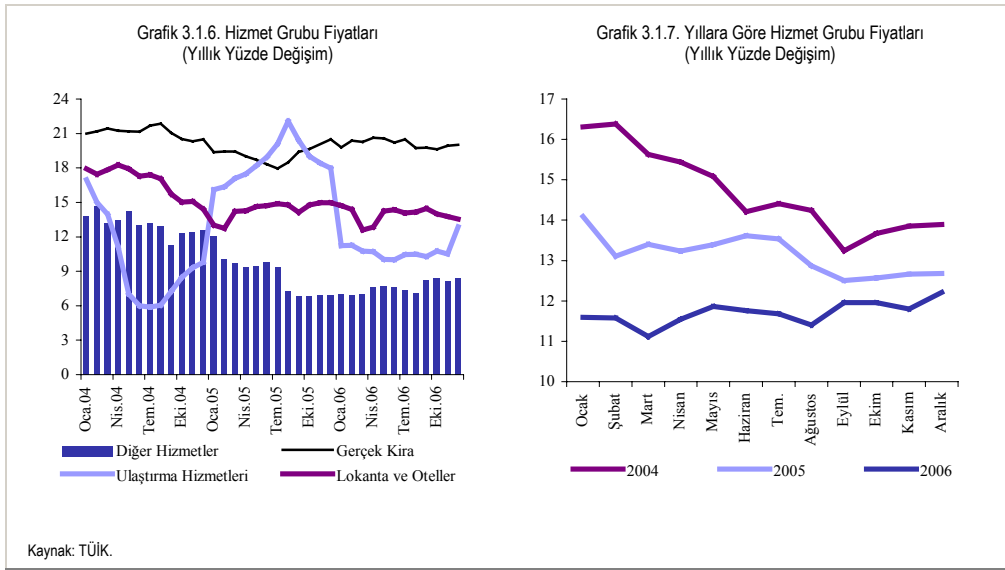
Tablo 3.1.4. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2005					2006				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72	1,25	3,58	1,69	2,81	9,65
1. Mallar	-0,24	1,16	0,80	4,42	6,21	0,80	3,67	0,88	3,10	8,69
Enerji	1,73	0,73	3,81	1,20	7,65	2,63	4,94	0,69	1,92	10,52
İşlenmemiş Gıda	3,61	-7,87	0,25	11,12	6,34	8,81	-3,67	1,83	5,81	12,94
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-1,94	3,91	-0,05	3,79	5,71	-2,01	5,54	0,67	2,70	6,93
Dayanıklı Mallar	-0,37	3,61	-0,80	4,41	6,91	-1,66	8,69	1,34	-1,58	6,61
Dayanıklı Mallar (Altın Fiy. Hariç)	1,86	3,66	-1,86	2,23	5,94	-3,04	5,40	2,84	-2,20	2,78
Yarı Dayanıklı Mallar	-3,38	5,75	-1,10	3,76	4,85	-3,65	9,14	-2,14	4,75	7,81
Dayanaksız Mallar	2,11	-2,58	2,60	4,91	7,07	4,64	-1,12	3,01	3,04	9,82
2. Hizmetler	3,85	2,77	3,65	1,87	12,68	2,41	3,36	3,83	2,09	12,21
Kira	4,26	3,74	7,06	4,04	20,48	4,08	3,69	6,67	4,25	20,01
Lokanta ve Oteller	5,19	2,65	3,29	3,09	14,98	3,02	4,25	3,40	2,24	13,54
Ulaştırma Hizmetleri	7,87	2,04	6,00	1,11	17,97	1,27	1,36	6,26	3,50	12,89
Diğer Hizmetler	1,75	2,73	1,72	0,56	6,92	1,80	3,32	2,32	0,76	8,45

Kaynak: TÜİK,TCMB.

Özetlenen gelişmeler neticesinde mal grubu fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 3,10 oranıyla bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük oranda artmıştır. Hizmet grubu enflasyonu ise aynı dönemde, özellikle kira ve ulaştırma hizmetlerinde gözlenen artışlar neticesinde, yüzde 2,09 oranıyla bir önceki yılın üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.4).

Hizmet fiyatları yıllık enflasyonu, 2006 yılında bir önceki yıla kıyasla gerileme göstermekle birlikte, yıl genelinde yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.6). 2005 yılına kıyasla en belirgin gerileme petrol fiyatlarındaki gelişmelerden önemli ölçüde etkilenen ulaştırma hizmetlerinde gözlenmiştir. Kira ve lokanta-oteller grubunda ise 2006 yılı enflasyonu bir önceki yıla yakın seyrederek yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 3.1.6). Lokanta ve oteller grubunda, yiyecek hizmetleri enflasyonunda sınırlı da olsa bir gerileme gözlenirken, turizm kanalıyla dış talebin de etkili olduğu konaklama hizmetleri fiyatları hızlı artış eğilimini sürdürmüştür.



Hizmet grubu yıllık enflasyonu, 2005 yılında bir önceki yıla göre 1,2 puan düşerken, 2006 yılında 0,5 puan gerilemiştir (Grafik 3.1.7). Bu gelişmede, yurt içi talep koşullarının geçmiş yıllarda enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının 2006 yılında daha sınırlı olmasının yanı sıra, Mayıs ayında döviz kurunda yaşanan dalgalanma ve sonrasında kısa vadede genel enflasyon eğiliminde gözlenen yükseliş de etkili olmuştur.

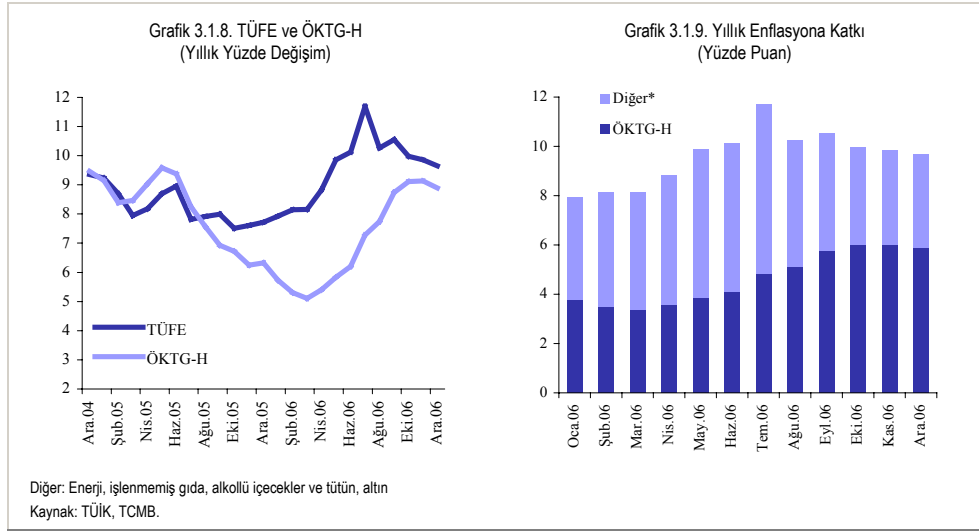
Özel kapsamlı göstergeler, öncelikle Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerindeki çeşitli şokların tanımlanması konusunda yol gösterici olmaları nedeniyle incelenmektedir. Bu çerçevede, enerji ve işlenmemiş gıda ürünlerini dışlayan göstergelerin yıllık enflasyonunun genel TÜFE artışının altında kalması, yıl içinde tüketici enflasyonundaki artışta söz konusu dışlanan grupların etkili olduğunu göstermektedir (Tablo 3.1.5).

Tablo 3.1.5. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2005					2006				
	I	II	III	IV	Yıllık k	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72	1,25	3,58	1,69	2,81	9,65
A. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE	2,06	1,84	2,75	1,48	8,39	2,31	2,79	3,23	1,36	10,04
B. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,37	2,95	1,58	2,68	7,78	0,12	4,79	1,67	2,38	9,21
C. Enerji hariç TÜFE	0,67	1,94	0,89	4,07	7,75	1,01	3,38	1,86	2,96	9,51
D. İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE	0,09	3,44	1,14	2,98	7,84	-0,38	4,77	1,86	2,47	8,95
E. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE	0,59	2,05	-0,16	4,00	6,58	0,74	3,62	1,98	3,16	9,82
F. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE	0,30	2,23	-0,33	4,45	6,75	1,75	3,82	1,86	3,39	11,25
G. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	-0,38	3,98	-0,32	3,25	6,61	0,26	5,59	1,88	2,91	10,99
H. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ve altın hariç TÜFE	0,17	3,70	-0,28	2,56	6,23	-0,96	4,76	2,19	2,70	8,89

Kaynak: TÜİK.

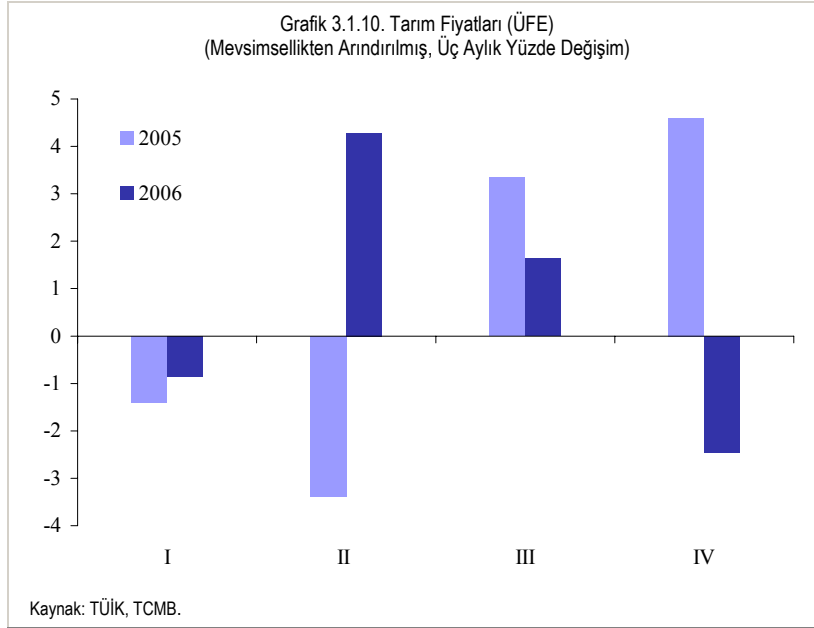
Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE (ÖKTG-H) göstergesi, enflasyon üzerindeki dışsal etkileri arındırarak ana eğilim hakkında önemli bilgiler verebilmektedir. Yılın ilk çeyreğinde söz konusu göstergenin artışı bir önceki yılın altında gerçekleşmiş ve enflasyonun düşüş eğilimi sürmüştür. Ancak, döviz kurunda Mayıs ayında yaşanan değer kaybıyla bu eğilim tersine dönmüştür. ÖKTG-H göstergesi kapsamı dolayısıyla döviz kuru hareketlerine genel endeksten daha duyarlıdır. Nitekim, Mayıs ve Haziran aylarındaki gelişmeler sonrasında, yıl sonunda enflasyon Nisan ayına göre 0,8 puan artarken, ÖKTG-H'nin yıllık artışı 3,5 puan yükselmiştir. (Grafik 3.1.8). Böylelikle, yılın ikinci yarısında yıllık tüketici enflasyonunun yükselmesinde, ÖKTG-H'de kapsanan mal ve hizmet grupları fiyat artışları belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.9). Öte yandan, yılın son çeyreğinde gecikmeli etkilerin tamamlanma eğilimi sergilemesiyle söz konusu göstergenin artış hızı önemli ölçüde yavaşlamış ve yükseliş eğilimi yerini gerilemeye bırakmıştır. Her ne kadar döviz kuru şoklarının (özellikle artış yönlü) yaşandığı dönemlerde bilgi içeriği gölgelense de, döviz kurunun istikrarlı seyrettiği dönemlerde ÖKTG-H göstergesinin tüketici enflasyonunun ana eğilimini takip etme açısından önemli olduğu vurgulanmalıdır.



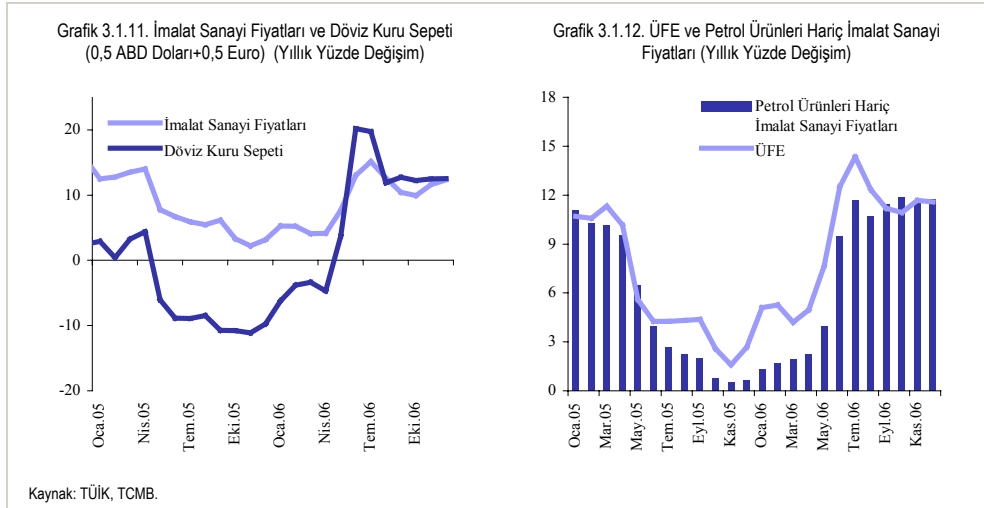
Mayıs ve Haziran aylarında döviz kurunda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle ikinci çeyrekte yüzde 8,98 oranında artarak ivmelenme kazanan Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) artışı, yılın ikinci yarısında yavaşlama eğilimine girmiş ve yıllık olarak yüzde 11,58 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.6). Yılın ikinci yarısında üretici fiyatlarının artışında gözlenen yavaşlamada özellikle petrol ve tarım fiyatlarındaki gerilemeler etkili olmuştur. Geçmiş yılların dördüncü çeyreğinde mevsimsel etkilerle üretici fiyatlarını yukarı çeken tarım fiyatlarının, 2006 yılı son çeyreğinde bu eğilimin dışına çıkarak yüzde 1,57 oranında gerilemesi, üretici fiyatlarındaki artışı sınırlayan faktörlerden olmuştur (Grafik 3.1.10).

	2005					2006				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
ÜFE	0,96	0,92	1,07	-0,31	2,66	2,48	8,98	-0,12	0,04	11,58
Tarım	1,65	-2,74	-1,50	5,80	3,03	2,12	4,81	-2,67	-1,57	2,53
Sanayi	0,76	1,97	1,75	-1,89	2,57	2,57	10,00	0,47	0,40	13,81
Madencilik	-2,28	7,16	8,28	-3,32	9,63	3,20	9,52	3,57	-2,98	13,57
İmalat	0,61	1,95	2,68	-2,05	3,15	1,55	10,66	0,33	-0,37	12,33
Enerji	3,98	0,68	-13,72	1,44	-8,38	18,18	1,29	1,66	12,49	36,90

Kaynak: TÜİK.



Uluslararası ham petrol fiyatlarının dördüncü çeyrekte izlediği olumlu seyre paralel olarak, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri fiyatlarında bir önceki çeyreğe göre gerileme gözlenmiştir. Dördüncü çeyrekte imalat sanayi fiyatları yüzde 0,37 oranında gerilerken, petrol ürünlerinin etkisi dışlandığında, yıllık artış hızının üçüncü çeyrekteki seviyesine yakın gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.12).



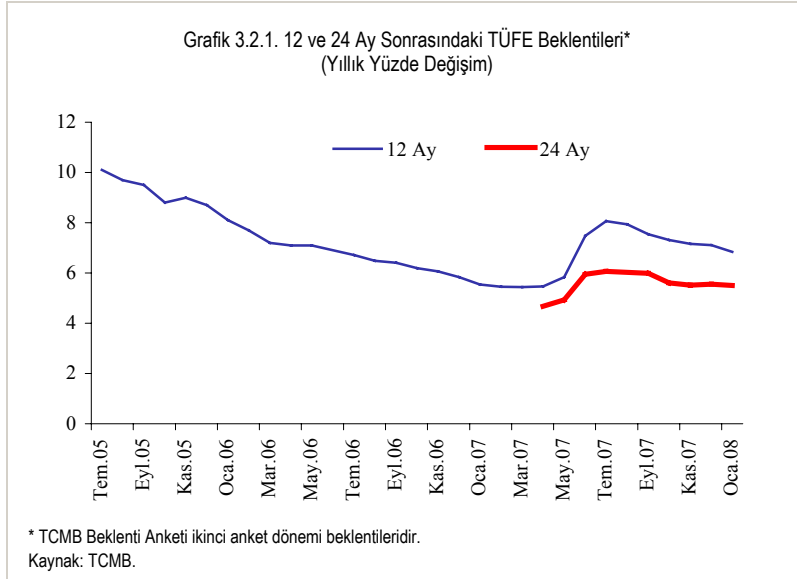
2006 yılı dördüncü çeyreğinde yüzde 12,5 oranında artan elektrik, gaz ve su kaleminde doğalgaz ve elektrik fiyatlarındaki artışların etkili olduğu görülmektedir. Doğalgaz fiyatlarındaki artış geçmiş dönemde gerçekleşen

petrol fiyatları artışlarının gecikmeli etkileriyle dördüncü çeyrekte de devam etmiş ve 2006 yılındaki artış oranı yüzde 29,0 seviyesine ulaşmıştır.

Elektrik fiyatları, tüketici fiyatları endeksinde meskenlerde kullanılan KDV ve tüketim vergisi dahil olarak dağıtım şirketlerinden derlenirken, ÜFE’de Türkiye Elektrik Ticaret Taahhüt Anonim Şirketi’nin (TETAŞ) dağıtım şirketlerine uyguladığı fiyat tarifesinden derlenmektedir. ÜFE’de yılın dördüncü çeyreğinde elektrik fiyatlarında yıllık bazda gözlenen yüzde 15,9 oranındaki artış, TETAŞ’ın dağıtım şirketlerine uyguladığı ve 1 Eylül-31 Aralık 2006 tarihleri arasında geçerli olan fiyat tarifesinde elektriğin fiyatında ortalama yüzde 23,9 oranında artışa gitmesinden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, elektrik fiyatlarındaki bu artış tüketici fiyatlarına yansımamış ve tüketici fiyatları endeksinde elektrik fiyatlarında dördüncü çeyrekte herhangi bir değişim gözlenmemiştir. Ayrıca, 1 Ocak 2007 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere TETAŞ’ın toptan satış fiyat tarifesini yaklaşık yüzde 8,3 oranında azaltması ilk çeyrekte ÜFE’de kapsanan elektrik fiyatlarının azalacağına işaret etmektedir.

3.2. Beklentiler

Mayıs ayında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucunda bozulan orta vadeli enflasyon beklentileri, Merkez Bankası’nın kararlı duruşu ile birlikte Ağustos ayından itibaren iyileşme sürecine girmiştir (Grafik 3.2.1).



Hedeflenen enflasyon ile beklenen yıl sonu enflasyonu arasındaki fark olarak tanımlanan “kredibilite açığı”¹ 2007 yılı başında son dört yılın en yüksek seviyesine (2007 için 3 puan) ulaşmıştır. Enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin bir göstergesi olan değişim katsayısındaki² gelişmeler incelendiğinde, gelecek on iki aylık enflasyon beklentileri için söz konusu katsayının yılın son çeyreğinde gerilemesi, enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin azaldığına işaret etmektedir (Tablo 3.2.1). Enflasyon beklentilerindeki belirsizlikte gözlenen iyileşmeye karşın, orta vadeli beklentilerin yüzde 4 lük hedefin belirgin bir şekilde üzerinde seyretmeye devam ettiği de göz önünde bulundurulmalıdır.

Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu Ortalama Beklenti*	12 Ay Sonrası		24 Ay Sonrası	
			Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı	Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı
Ocak-06	1	5,68	5,49	0,10		
	2	5,67	5,54	0,11		
Şubat-06	1	5,75	5,45	0,10		
	2	5,81	5,45	0,11		
Mart-06	1	5,8	5,46	0,10		
	2	5,78	5,44	0,09		
Nisan-06	1	5,76	5,41	0,10	4,64	0,11
	2	5,79	5,47	0,10	4,67	0,09
Mayıs-06	1	6,27	5,57	0,11	4,79	0,13
	2	6,75	5,83	0,15	4,93	0,16
Haziran-06	1	8,82	6,66	0,15	5,37	0,15
	2	9,78	7,48	0,16	5,95	0,20
Temmuz-06	1	10,17	7,89	0,16	6,13	0,19
	2	10,28	8,07	0,16	6,07	0,16
Ağustos-06	1	10,59	7,98	0,13	6,06	0,17
	2	10,46	7,94	0,13	6,02	0,15
Eylül-06	1	9,77	7,62	0,13	5,91	0,18
	2	9,63	7,54	0,10	5,99	0,16
Ekim-06	1	9,96	7,38	0,11	5,80	0,17
	2	9,88	7,31	0,11	5,60	0,15
Kasım-06	1	9,84	7,13	0,08	5,55	0,13
	2	9,85	7,16	0,09	5,52	0,14
Aralık-06	1	9,93	7,23	0,11	5,58	0,13
	2	9,96	7,11	0,07	5,56	0,12
Ocak-07	1	6,98	6,84	0,08	5,43	0,14
	2	7,04	6,84	0,07	5,50	0,13

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

¹ Kredibilite açığı, yıl sonu enflasyon hedefi ile Beklenti Anketi Ocak ayı ikinci döneminde belirtilen yıl sonu enflasyon beklentisi arasındaki fark olarak tanımlanmıştır.

² Katılımcıların beklentileri arasındaki değişimi gösteren değişim katsayısı uygun ortalama seçimi yapılan veri setinde standart sapmanın ortalamaya oranıdır.

KUTU 3.1. DAYANIKLI TÜKETİM MALLARI FİYATLARININ MAYIS AYI SONRASI SEYRİ

Döviz kuru hareketlerinin etkisiyle Mayıs ayı sonrasında belirgin bir biçimde hızlanan dayanıklı tüketim malları fiyatlarındaki artışlar, Kasım ayıyla birlikte yavaşlama eğilimi göstermiştir. Son sekiz aylık dönemde YTL, nominal döviz kuru sepetine karşı yaklaşık yüzde 12 oranında değer kaybederken, dayanıklı tüketim malları fiyatları belirtilen dönemde yüzde 5,45 oranında artmıştır. Ancak, dayanıklı mal grubunu oluşturan alt grupların döviz kuru hareketlerine tepki hızı ve tepkinin zaman içindeki seyri farklılık göstermiştir (Kutu 3.1. Tablo 1). Söz konusu farklılıkların anlaşılmasında sektörel fiyatlama davranışlarına daha yakından bakılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir.

Mayıs ayında döviz kuru sepetine karşı YTL'deki yüzde 8,7'lik değer kaybıyla başlayan dalgalanmaya en hızlı tepkiyi elektrikli ve elektriksiz ev aletleri grubu vermiştir. Bu tepkide gruptaki firmaların ithal girdi kullanımının diğer alt gruplara kıyasla daha yüksek olmasının, fiyat gözden geçirme politikası olarak büyük oranda "duruma bağlı" politikaların benimsenmesinin ve bu firmalar arasında endeksleme davranışının yaygın olmasının etkili olduğu düşünülmektedir². YTL'deki değer kaybının Haziran ve Temmuz aylarındaki seyrine paralel olarak bu grup fiyatlarında Nisan ayına kıyasla Temmuz ayındaki birikimli artış yüzde 7,65'e ulaşmış, sonrasında ise YTL'deki değer kaybının azalmasıyla birlikte grup fiyatlarında da gerilemeler başlamıştır. Ağustos ayı sonrasında YTL'nin döviz kuru sepetine karşı genel olarak sabit bir seyir izlemesine rağmen, bu grup fiyatlarındaki gerileme istikrarlı bir şekilde Aralık ayına kadar sürmüştü ve yılı yüzde 4'lük fiyat düşüşüyle kapatmıştır. Bunda ise talepte görülen daralmanın ve sektör içindeki rekabetin etkili olduğu düşünülmektedir. Sonuç olarak, alt gruplar bazında en sınırlı geçişkenlik diğer dayanıklı mallar (bisiklet, halı, gözlük vb.) ile birlikte elektrikli-elektriksiz ev aletleri harcama grubunda gerçekleşmiştir. Ayrıca, elektrikli ve elektriksiz ev aletleri grubunda fiyatların 2006 yılında yüzde 4 oranında gerilemesi, grup fiyatlarının talep ve rekabet koşullarından etkilenme derecesinin, diğer dayanıklı tüketim malları gruplarına kıyasla daha yüksek olduğu görüşünü destekler niteliktedir.

	Kutu 3.1. Tablo 1. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları								Yıllık Yüzde Değişim
	(2006 Yılı Nisan Ayına Göre Kümülatif Yüzde Değişim)								
	Mayıs 2006	Haziran 2006	Temmuz 2006	Ağustos 2006	Eylül 2006	Ekim 2006	Kasım 2006	Aralık 2006	
Döviz Kuru Sepeti (0,5Euro+0,5Dolar)	8,70	21,99	18,86	12,68	13,12	12,83	12,08	11,86	12,54
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,82	4,85	7,20	7,70	7,82	8,08	6,90	5,45	2,78
Elektrikli ve Elektriksiz Ev Aletleri	4,51	5,88	7,65	6,57	5,30	4,48	3,89	2,94	-4,03
Yurt İçi Üretimi Olanlar	4,17	3,24	5,52	6,39	4,80	4,26	4,10	3,59	-2,46
İthal Yoğun Ürünler	5,26	11,81	12,44	6,98	6,43	4,99	3,41	1,46	-7,46
Otomobil	1,50	6,60	10,05	10,56	9,33	11,15	10,71	6,85	10,48
Mobilya	-0,53	2,49	4,65	7,55	11,93	11,95	8,38	8,38	4,74
Diğer Dayanıklı Mallar	-1,53	0,45	1,61	2,25	1,89	1,30	1,14	2,82	-0,73

Kaynak: TÜİK, TCMB.

¹ Bu politikaya göre, fiyat gözden geçirmelerinin yapıldığı belirli zaman aralıkları bulunmamakta, fiyat gözden geçirmelerinin zamanlamasını gözden geçirmeye sebep olabilecek büyüklükteki şoklar belirlemektedir.

² Detaylı bilgi için bkz. Karadağ, E., Mutluer, D., Barlas Özer, Y., Aysoy, C., (2006). "Türkiye'de İmalat Sanayindeki Firmaların Fiyatlama Davranışı", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No: 06/02.

Elektrikli ve elektriksiz ev aletleri grubunu, (i) ithal yoğun teknolojik ürünler (cep telefonu, bilgisayar, fotoğraf makinası vb.) ve (ii) ithal edilmesinin yanında yurt içinde de üretilen ürünler (bulaşık, çamaşır makinesi, televizyon vb.) ayrımında incelemenin faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu gruplardan, ithal yoğun ürünlerin dalgalanmaya ilk tepkisi beklendiği gibi yüksek olmuş, ancak sonrasında bu gruptaki ürünlerin talep esnekliğinin diğer gruba kıyasla daha yüksek olmasının etkisiyle fiyatlar belirgin şekilde gerilemiştir. Mayıs-Aralık döneminde YTL'nin yüzde 12 oranındaki değer kaybına karşı, büyük ölçüde ithal olan teknolojik aletlerin fiyatları belirtilen dönemde yüzde 1,5 oranında artmıştır. Yıl genelinde ise grup fiyatları yüzde 7,5 oranında gerilemiştir. Yurt içi üretimin payının ağırlıkta olduğu diğer grupta ise, Mayıs ayında verilen ilk tepki dönemi içinde farklılıklar gösterebilmekle birlikte genel olarak yıl sonuna kadar korunmuştur.

Yüksek oranlı değer kaybının yaşandığı Mayıs-Temmuz döneminde en yüksek oranlı tepkiyi büyük oranda ithal edilen otomobil grubu vermiştir. Genel olarak döviz kuru geçişkenliğinin otomobil grubunda yüksek olduğu gözlenmektedir. İç piyasaya yapılan otomobil satışlarının Haziran ayı ile birlikte önemli ölçüde gerileme göstermesi ve bu eğilimini yıl sonuna kadar sürdürmesine karşın, bu grupta Temmuz ayında ulaşılan 10'luk enflasyon seviyesi Kasım ayına kadar korunmuştur. Sonuç olarak, otomobil grubu yüzde 10,5 ile 2006 yılında en yüksek fiyat artışı gösteren dayanıklı tüketim malları harcama grubu olmuştur.

Mobilya sektöründe fiyatların aylık veya daha seyrek aralıklarla gözden geçirildiği, ithal girdi kullanımının ve endeksleme davranışının yaygınlığının düşük olduğu bilinmektedir. Sektörün bu özelliklerine paralel olarak dalgalanma sonrası ilk tepkinin zayıf olduğu görülmektedir. Mobilya sektöründe arzu edilen (desired mark-up) bir kar marjıyla çalışma eğiliminin yüksek olduğu bilinmektedir. 2006 yılı başında fiyat artışına gidemeyen sektör için YTL'deki değer kaybının bu kar marjının sağlanması için uygun ortam hazırladığı düşünülmektedir. Nitekim, YTL'deki değer kaybının belirgin şekilde yavaşladığı Ağustos ayı sonrasında bile bu grup fiyatlarının Ekim ayına kadar yükselmeye devam ettiği dikkat çekmektedir.

Son olarak, çeşitli dayanıklı mal gruplarının kapsandığı "diğer dayanıklı mallar" grubunda diğer harcama gruplarına kıyasla belirgin bir geçişkenlik etkisine rastlanmamaktadır.

Özetle, Mayıs ayı sonrası YTL'deki değer kaybının dayanıklı mallar grubu fiyatlarına geçişkenliğinin beklenildiği gibi yüksek olduğu, fakat dayanıklı malları oluşturan alt gruplar daha yakından incelendiğinde etkilerin beklenenden farklılaşabildiği görülmektedir. Örneğin, içinde doğrudan ithal edilen ürünlerin kapsandığı veya yurt içinde üretilse dahi ithal girdi kullanımının yüksek olduğu elektrikli ve elektriksiz ev aletleri alt grubunda döviz kuru geçişkenliği sınırlı kalırken, mobilya gibi kura duyarlılığın daha düşük olduğu bir sektörde fiyat artışlarının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu da belirgin bir kur şoku altında bile talep ve rekabet koşullarının yanı sıra sektörel fiyatlandırma politikalarının kur geçişkenliğinin derecesini belirlemede etkili olduğunu göstermektedir.

KUTU 3.2. YURT İÇİ FİYATLARDA ÇİN ETKİSİ

Büyüyen bir ekonomi olarak Çin'in yarattığı etki, tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye'de de fark edilmekte; toplam ithalatımız içerisinde Çin'in payında 2000 yılından bu yana istikrarlı bir artış gözlenmektedir. Tablo 1'de kullanım amacına göre yapılan ithalat incelendiğinde, Türkiye'nin Çin'den ithal ettiği kalemlerin paylarının 2000 yılından beri önemli oranda arttığı dikkat çekmektedir.

Kutu 3.2. Tablo 1. Kullanım Amacına Göre Yapılan İthalatta Çin'in Payı (Yüzde)							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
TOPLAM	2,5	2,2	2,7	3,8	4,6	5,9	8,5
Yatırım Malları	2,9	2,7	3,6	6,7	7,5	10,2	13,6
Ara Malları	1,9	1,6	2,0	2,4	3,0	3,6	5,2
Tüketim Malları	4,6	6,1	6,7	7,8	9,5	13,0	18,4
Diğer	1,3	5,4	0,1	5,6	3,6	1,4	0,1

* Ocak - Temmuz dönemini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

İthalatımızda, Rusya ve Almanya'dan sonra üçüncü sırada yer alan Çin'in yükselen sektörlerinin makine endüstrisi, elektronik sanayi, bilgisayar ve bilgi teknolojileri ve inşaat sektörü malzemeleri olduğu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde Çin'in toplam ithalatımız içerisindeki payının artabileceği düşünülmektedir. Çin ile ticaretimizde, geçmişte küçük ölçekli iş çevrelerinin tekstil ağırlıklı ucuz mal ithal etme eğiliminin yavaş yavaş inşaat, makina, metal, metal dışı maden, bilgi işlem, elektrikli aletler, iletişim, mobilya ve diğer ulaşım araçları sektörlerine kaydığı gözlenmektedir. Çin'in ağırlıklı olduğu sektörler madde bazında detaylı incelendiğinde, bazı kalemlerin ön plana çıktığı görülmektedir: 2006 yılında ithal edilen oyun ve oyuncakların yaklaşık yüzde 93'ü, motosikletlerin yüzde 96'sı, demir dışı metal cevherlerin yüzde 94'ü Çin'den sağlanmaktadır (Kutu 3.2. Tablo 2).

Kutu 3.2. Tablo 2. Kullanım Amacına Göre Yapılan İthalatta Çin'in Payı (Yüzde)							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Motosiklet	59	2	1	8	22	64	96
Demir dışı metal cevherleri	44	11	15	20	11	14	94
Oyun ve oyuncak	29	60	73	78	43	85	93
Bavul, el çantası vb. saraciyeye	34	44	45	55	36	76	89
Bisiklet ve sakat taşıyıcıları	26	32	43	58	34	74	89
Yapı malzemeleri dış. ateşe dayanıklı olm. seramik eşya	23	8	7	10	8	36	83
Elektrik ampülü-lambaları ile aydınlatma teç.	23	20	22	28	18	40	78
Spor malzemeleri	15	26	24	33	18	44	78
Kil ve seramik yapı malzemeleri	21	0	4	12	24	64	78
Taş	2	13	12	31	21	60	76
Saat	46	17	23	24	13	31	76
Müzik aletleri	15	28	30	34	17	41	74

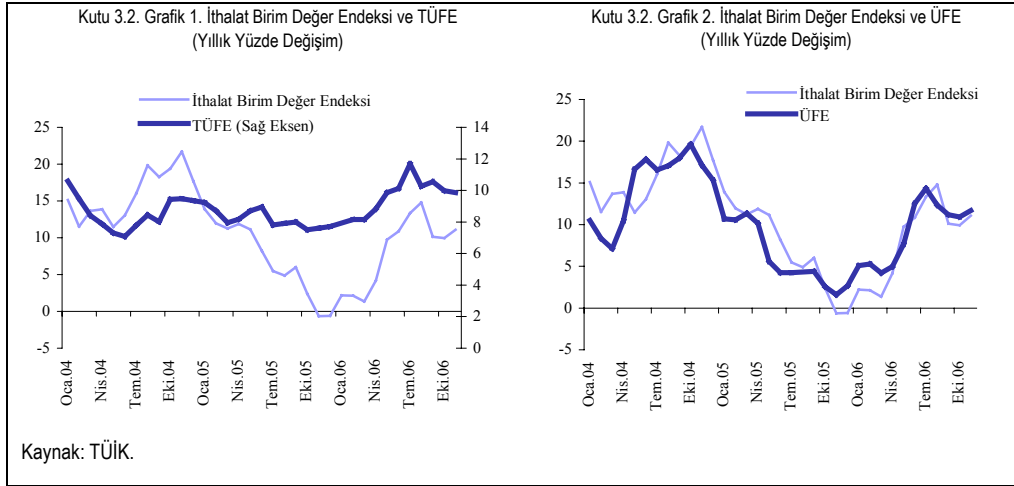
* Ocak- Temmuz dönemini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Literatürde globalleşme ve enflasyon (ya da düşük maliyetle üretim yapan ülkelerin diğer ülkelere etkileri) üzerine yeni çalışmalar, sayısı az da olsa, mevcuttur. Yakın dönemde yapılan bir OECD çalışmasında (Globalisation and Inflation in the OECD Economies, Working Party No.1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis, OECD, 26-Sept-2006) elde edilen bulgular şöyle özetlenebilir:

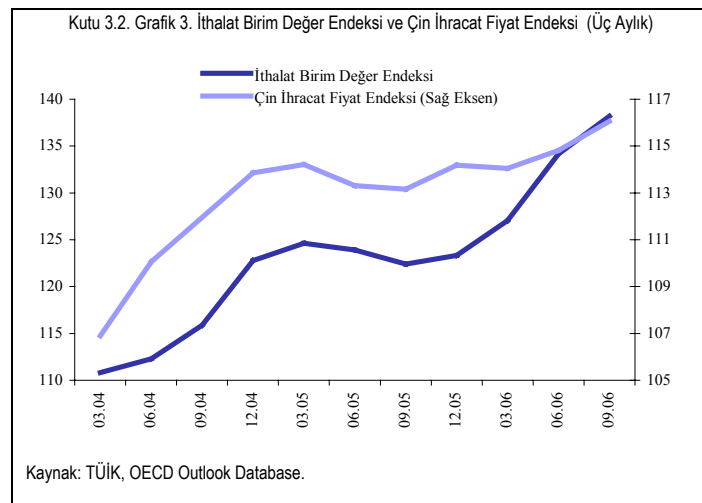
- 1990'ların ortalarından bu yana, ithalat fiyatlarının yurt içi tüketici fiyatları üzerindeki etkisi daha belirgin bir hal almıştır.
- Son on yıllık süreçte, Çin ve Hindistan gibi düşük maliyetli ekonomilerle artan ticaretin enflasyonu kontrol altında tutma konusunda etkili olduğu düşünülmektedir. Yerli üreticiler, düşük ithalat fiyatları ile rekabet edebilmek için kar marjlarını düşürmek zorunda kalmış, böylelikle, son dönemlerde düşük maliyetli ekonomilerle artan ticaret, yurt içi fiyatlarda bir miktar gerilemeye neden olmuştur.

- Enflasyonun devresel yurt içi ekonomik gelişmelere duyarlılığı azalırken, ithalat fiyatları kanalıyla, yabancı piyasalardaki gelişmelere duyarlılığı artmıştır.

OECD ekonomilerinin geneli için yapılan bu saptamaların ekonomimiz için de geçerli olduğu görülmektedir. Aşağıdaki grafikler TÜFE ve ÜFE ile ithalat birim değer endeksini göstermektedir (Kutu 3.2.Grafik 1, Kutu 3.2.Grafik 2). Özellikle üretici fiyatlarının ithalat fiyatlarına olan duyarlılığının son derece yüksek olduğu görülmektedir. Tüketici enflasyonu ile ithalat fiyatları arasında ise daha az belirgin ama kayda değer bir ilişki gözlenmektedir.



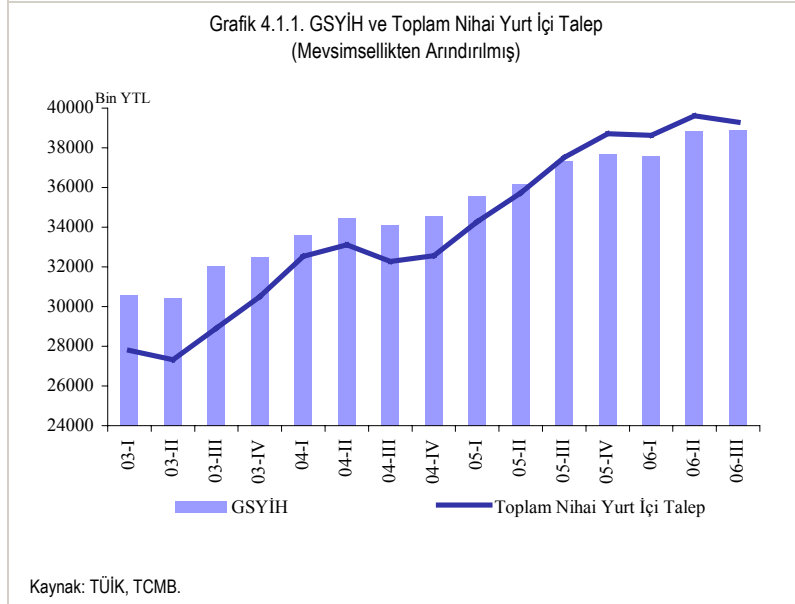
İthalat birim değer endeksi ile Çin ihracat fiyat endeksinin benzerlik göstermesi dikkat çekmektedir (Kutu 3.2 Grafik 3). Bir diğer ifadeyle Çin ihracat fiyatlarının artış eğiliminine girmesi ve/veya Çin'den ithal ettiğimiz malların fiyatlarında artışa sebep olacak bir gelişme, ithal ettiğimiz malların fiyatlarını olumsuz yönde etkilemektedir. İthalatımızda Çin mallarının ağırlığının yukarıda da belirtildiği gibi giderek arttığı gözönüne alındığında, önümüzdeki dönemde enflasyon dinamikleri açısından Çin ekonomisinin ve özellikle Renminbi'nin değer kazanma sürecinin taşıdığı önemin artabileceği düşünülmektedir.



4. Arz ve Talep Gelişmeleri

4.1. Arz-Talep Dengesi

GSYİH 2006 yılının üçüncü üç aylık döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 3,4 oranında artış göstermiştir. Kur ve faiz hareketlerine daha duyarlı olan dayanıklı tüketim malları talebinin, Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda gerçekleşen dalgalanma sonrası gerilemesi ve özel sektör makine teçhizat yatırımlarının artış hızının düşmesi büyümedeki yavaşlamanın kaynağını oluşturmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde toplam nihai yurt içi talep geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 4,2 oranında artarken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,8 oranında gerilemiştir (Grafik 4.1.1).



Üretim yönünden incelendiğinde, tarım sektörü katma değerinin yüzde 2 oranında küçüldüğü görülmektedir. Tarım sektörünün mevsimsel olarak yılın üçüncü çeyreğindeki payının yüksek olması nedeniyle büyümeye olumsuz etkisi yüksek olmuştur. 2005 yılı üçüncü çeyreğinde büyümeye 1,5 puan katkı yapan tarım sektörü 2006 yılı üçüncü çeyreğinde büyümeye -0,4 puan katkı yapmıştır. Diğer yandan, sanayi ve hizmetler sektörü katma değerleri yavaşlayarak artmaya devam etmiştir. İnşaat sektörü katma değeri yüksek oranda artmaya devam ederken, ithalat vergisi yıllık olarak düşük bir oranda artmıştır. İthalat artış hızının gerilemesi ve tarım sektöründeki küçülme, ticaret

ve ulaştırma sektörleri katma değerlerinin düşük oranda artmasına neden olmuştur.

Talep bileşenleri açısından incelendiğinde, tüketim harcamalarının artış hızı özel tüketim harcamaları kaynaklı olmak üzere gerilemiştir (Tablo 4.1.1). Özel tüketim harcamalarındaki yavaşlamada, Ekim ayı Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerimize paralel olarak, dayanıklı tüketim malları talebindeki gerileme etkili olmuştur. Yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları talebi beklentiler doğrultusunda artarken, gıda harcamalarında beklentilerin tersine düşüş görülmüştür. Kamu tüketim harcamaları, üçüncü çeyrekte de ikinci çeyreğe paralel olarak hızlı artmaya devam etmiştir.

Özel yatırım harcamalarının alt kalemleri incelendiğinde, beklentilerle uyumlu olarak makine-teçhizat yatırımlarının artış oranının yılın üçüncü çeyreğinde önemli ölçüde gerilediği, inşaat yatırımlarındaki büyümenin ise sürdüğü görülmektedir. Kamu yatırımları, bu dönemde de gerileyerek yatırım harcamalarını olumsuz etkilemiştir.

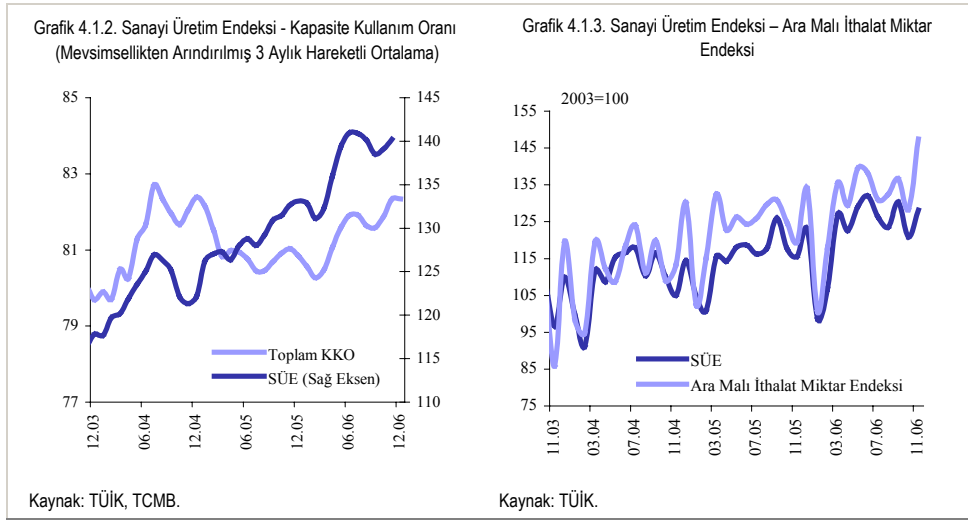
Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri
(Sabit Fiyatlarla, Yıllık Yüzde Değişim)

	2004					2005					2006				
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	Dokuz Aylık
1-Tüketim Harcamaları	9,0	4,1	3,9	9,8	14,1	8,1	8,4	11,1	2,3	6,9					
Kamu	0,5	4,4	4,0	3,2	0,0	2,4	8,1	18,0	15,4	14,2					
Özel	10,1	4,1	3,9	10,4	16,7	8,8	8,4	10,4	1,3	6,2					
Dayanıklı Tük. Malları	29,7	3,2	2,9	26,0	31,3	15,0	13,4	16,5	-8,9	6,3					
Gıda ve İçki	2,8	3,3	8,6	10,8	8,7	8,2	6,7	5,6	-1,1	2,9					
Yarı Day. ve Dayanıksız Tük Malları	18,8	9,0	3,0	3,7	39,6	12,9	12,7	22,4	20,9	18,5					
2-Sabit Sermaye Yatırımları	32,4	10,3	20,0	30,6	33,0	24,0	30,8	11,5	9,4	15,7					
Kamu	-4,7	30,7	30,2	38,2	17,1	25,9	34,5	-11,4	-5,6	-2,2					
Özel	45,5	8,8	18,4	29,0	41,6	23,6	30,4	15,4	13,0	18,8					
Makine-Teçhizat	60,3	5,1	15,4	26,8	43,5	21,4	32,7	11,5	4,8	15,5					
İnşaat	15,3	20,8	28,8	33,2	35,9	29,9	24,1	27,7	28,7	27,2					
3-Mal ve Hizmet İhracatı	12,5	14,0	6,7	3,9	10,9	8,5	2,9	3,4	5,7	4,1					
4-Mal ve Hizmet İthalatı	24,7	10,6	9,1	11,2	15,3	11,5	8,2	9,5	1,7	6,6					
5-Toplam Yurtiçi Talep	14,1	5,6	6,8	10,9	11,6	8,8	8,8	10,4	1,7	6,8					
6-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	14,1	5,5	8,4	14,5	19,1	12,1	13,8	11,2	4,2	9,3					
7-GSYİH	9,0	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4	6,5	7,8	3,4	5,6					

Kaynak: TÜİK.

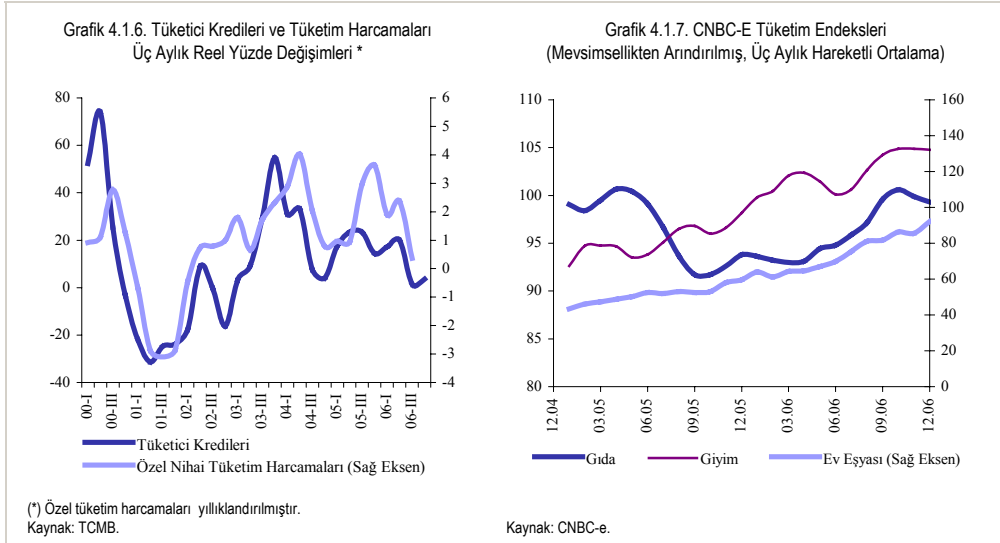
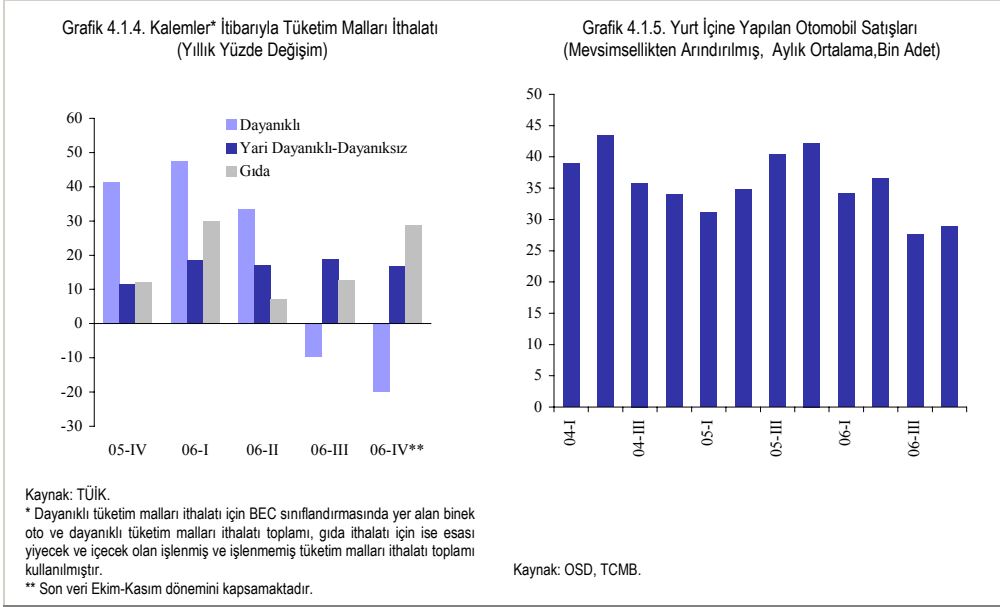
Kayan Ramazan Bayramı tatili etkisiyle düşük düzeylerde gerçekleşen Ekim ayı ihracat ve sanayi üretimi yıllık büyüme oranları, Kasım ayında belirgin oranda artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, Ekim-Kasım dönemi sanayi üretim endeksi ortalaması üçüncü çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.2). Kapasite kullanım oranının Aralık ayı itibarıyla yüksek seviyede bulunması ve işyerlerinin Aralık ayına ilişkin üretim beklentilerinin olumlu olması sanayi üretiminin, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, üçüncü çeyreğe göre artacağına işaret etmektedir. Türkiye İhracatçılar

Meclisi (TİM) verilerine göre ihracatın Aralık ayında da yüksek oranda artmaya devam etmesi ihracatın sanayi büyümesini desteklediğine işaret etmektedir. Ara malı ithalatının Ekim-Kasım döneminde yıllık bazda artış göstermesi de, sanayi üretiminin yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre artacağı beklentisini güçlendirmektedir (Grafik 4.1.3). Öte yandan, tarım sektörü katma değerinde üçüncü çeyrekte gözlenen gerilemenin olumsuz hava koşulları nedeniyle dördüncü çeyrekte de devam edebileceği, söz konusu gerilemenin başta ticaret ve ulaştırma sektörleri olmak üzere hizmetler katma değerini olumsuz etkileyeceği düşünülmektedir. Ancak, tarım sektörünün GSYİH içindeki payının mevsimsel olarak son çeyreklerde üçüncü çeyreklere kıyasla düşük olması nedeniyle, tarım sektöründe görülebilecek gerilemenin GSYİH büyümesine olumsuz katkısının üçüncü çeyrekten daha az olması beklenmektedir.



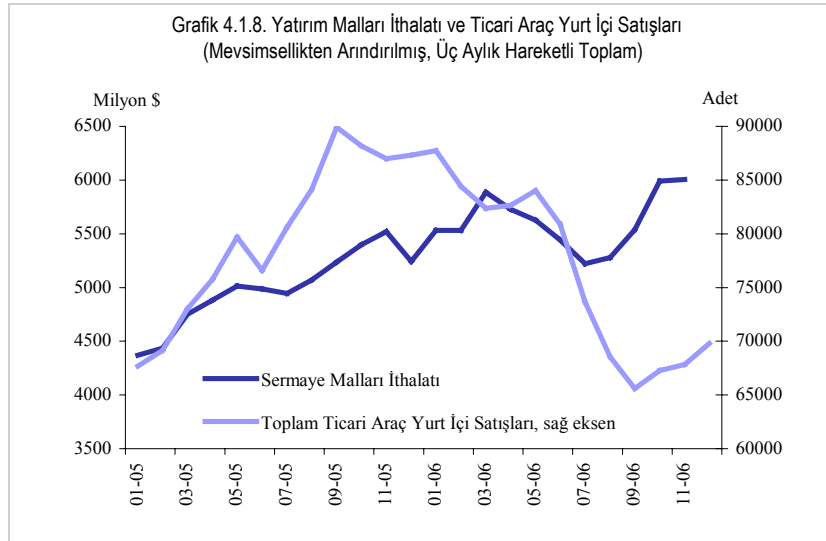
Tüketim malları ithalatı Ekim-Kasım ayı ortalamaları yıllık değişimi, üçüncü çeyrekteki benzer şekilde, dayanıklı tüketim malları ithalatında gerilemeye, yarı dayanıklı ve dayanıksız mallar ile gıda ithalatında artışa işaret etmektedir (Grafik 4.1.4). Ancak, dördüncü çeyreğe ilişkin veriler mevsimsellikten arındırılıp incelendiğinde, dayanıklı tüketim malları talebinde dördüncü çeyrekte üçüncü çeyreğe göre ek bir gerileme beklenmemektedir. Nitekim, otomobil satışları mevsimsellikten arındırıldığında yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre artış göstermiştir (Grafik 4.1.5). Beyaz eşya satışları istikrarlı seyrini son çeyrekte de sürdürmüş ve mevsimsellikten arındırılmış verilerle Ekim-Kasım ortalaması üçüncü çeyreğe göre artmıştır. Bununla birlikte, kredi genişlemesi üçüncü çeyrekte durduktan sonra bu eğilimini yılın son çeyreğinde de sürdürmüştür (Grafik 4.1.6). Kredilerin artış

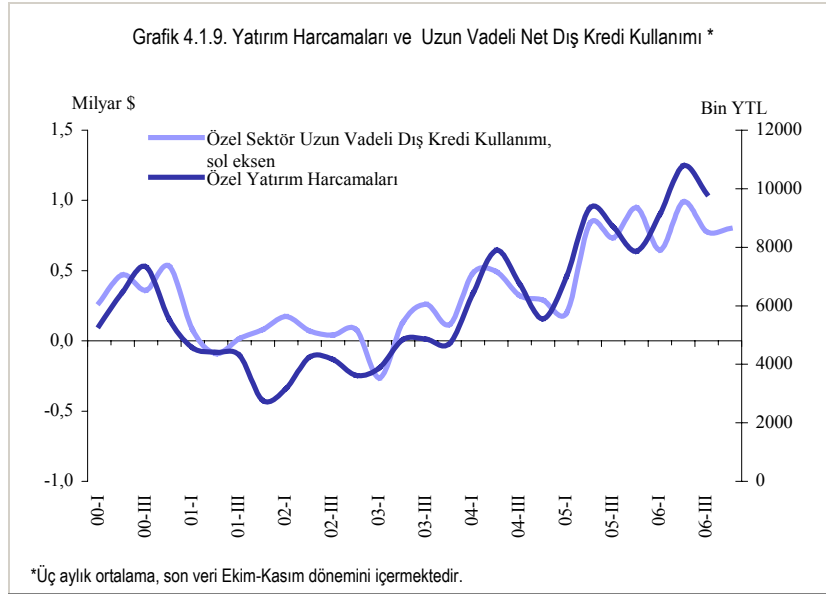
hızının azalmasında konut ve taşıt kredileri belirleyici olmuştur. İhtiyaç kredileri ise artmaya devam etmektedir. Kredilerdeki bu eğilim dayanıklı tüketim malları talebini sınırlamaya devam etmektedir. CNBC-e tüketim endekslerinden giyim ve ev eşyası harcamalarının artmaya devam etmesi yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim harcamalarındaki artışın süreceğine işaret ederken, gıda harcamaları endeksi gerilemektedir (Grafik 4.1.7). İYA göstergelerinden iç piyasaya satılmış olan mal hacmi ve iç piyasadan alınan yeni sipariş miktarlarına ilişkin gelecek üç aylık beklentileri de özel tüketim talebinde dördüncü çeyrekte üçüncü çeyreğin ötesinde bir yavaşlamaya işaret etmemektedir.



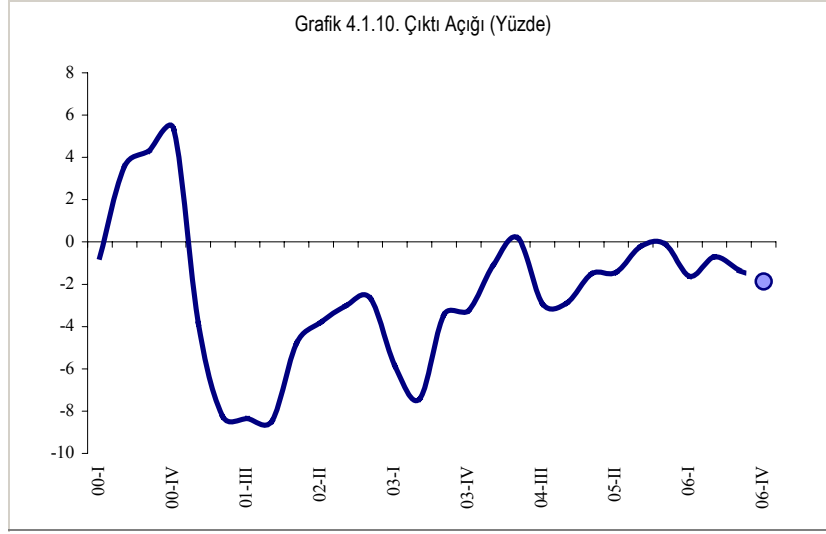
Yapı ruhsatları istatistikleri ve inşaat yatırımlarıyla ilişkili olduğu düşünülen metalik olmayan diğer mineral maddeler üretim ve ithalatının artmaya devam etmesi inşaat yatırımlarının güçlü seyrini 2007 yılında da koruyacağına işaret etmektedir. Makine-teçhizat yatırımları için öncü göstergeler olduğu düşünülen makine-teçhizat, büro makineleri ve elektrikli makine ve cihazlar sektörlerinin üretim ve ithalatları Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyreğe göre artmıştır. Sermaye malları ithalatı Ekim-Kasım döneminde, ticari araç yurt içi satışları da dördüncü çeyrekte, mevsimsellikten arındırılmış verilerle üçüncü çeyreğe göre artmıştır (Grafik 4.1.8).

Sonuç olarak, özel sektör makine teçhizat yatırımlarında, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre toparlanma beklenmekle birlikte, 2005 yılının son çeyreğindeki yüksek oranlı artışın oluşturduğu baz etkisi ile yatırımlarda yıllık artış oranının sınırlı olması beklenmektedir. İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergelerinden yatırım harcaması eğilimine göre yatırımcı güveninin korunması yatırımların orta vadede canlılığını koruyacağına işaret ederken, finansman koşullarındaki olumsuz beklentiler yatırımları sınırlandıran bir unsur olmaya devam etmektedir. Öte yandan, özel sektör yatırımlarının yurt dışı finansman koşullarına olan duyarlılığı da dikkate alınmalıdır (Grafik 4.1.9). Ekim-Kasım döneminde yurt dışı kredi kullanımındaki artışın, yurt içi finansman koşullarındaki olumsuz beklentilere rağmen, yatırımların canlılığını koruyacağına işaret ettiği düşünülmektedir.



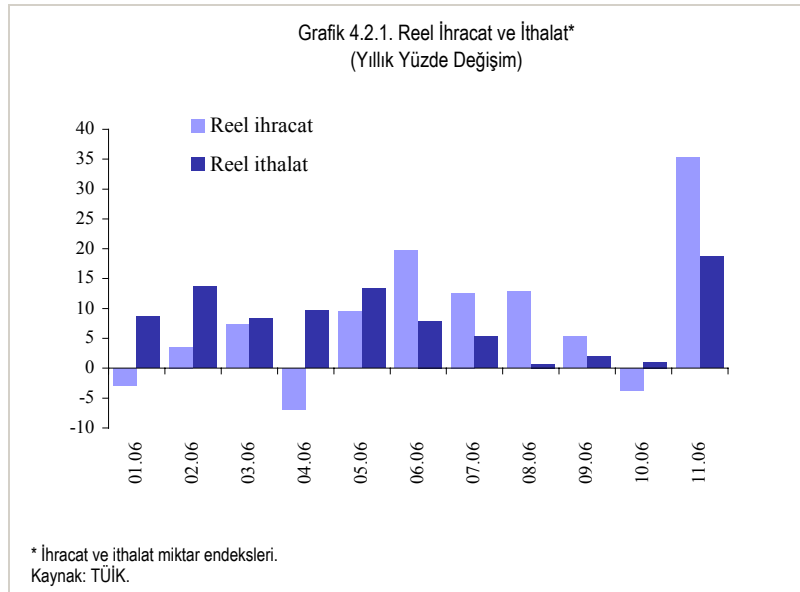


Özetle, talep koşullarına ilişkin güncel veriler, yurt içi talepte 2006 yılının son çeyreğinde üçüncü çeyreğin ötesinde bir gerilemeye işaret etmemektedir. Mayıs ve Haziran aylarındaki finansal dalgalanmanın neticesinde oluşan güven kaybının ekonomik faaliyet üzerindeki etkileri azalmakla birlikte, sıkı para politikasının iç talepteki canlanmayı sınırlamaya devam etmesi beklenmektedir. Dış talebin ise, ihracattaki güçlü performansın etkisiyle büyümeye pozitif katkıda bulunabileceği düşünülmektedir. Diğer bir ifadeyle, dış talepteki olumlu gidişatın toplam talepteki yavaşlamayı sınırlaması ve yılın son çeyreğinde büyümenin esas olarak dış talep kaynaklı olması beklenmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında gerçekleştirilen çıktı açığı tahminleri, talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin 2007 yılının ilk çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.10). Bununla birlikte kamu tüketim harcamalarındaki yüksek artış eğiliminin önümüzdeki dönemde de sürme olasılığı toplam talep ve enflasyon üzerinde bir risk unsuru oluşturmaktadır. Ayrıca, tarım sektöründe gözlenen olumsuz durumun devamı gıda fiyatları üzerinde arz yönlü baskı oluşturabilecektir.

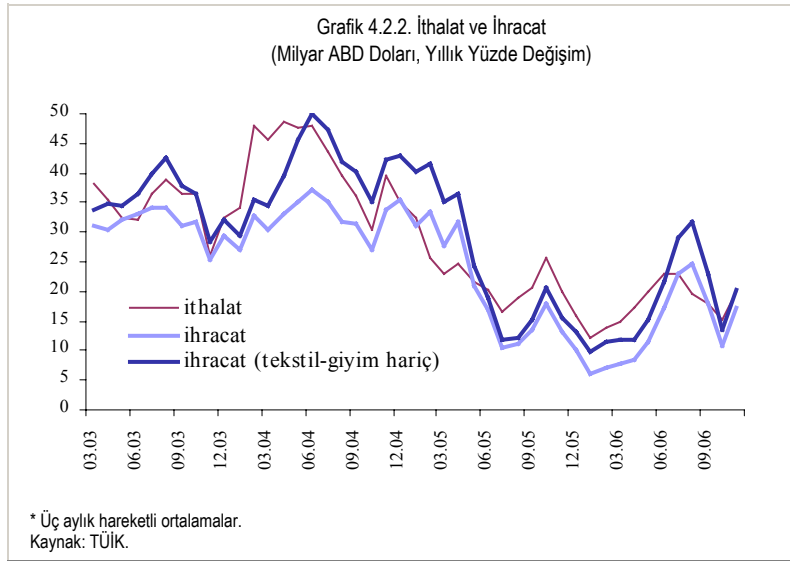


4.2. Dış Talep

2006 yılının Ocak-Kasım döneminde mal ihracatı ve ithalatındaki yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 15,6 ve yüzde 19,2 oranında gerçekleşmiştir. Fiyat etkisinden arındırıldığında, aynı dönemde ihracat ve ithalattaki reel artışlar sırasıyla yüzde 8,4 ve yüzde 7,9 olmuştur (Grafik 4.2.1). Özellikle Haziran ayından itibaren, ihracat miktar endeksindeki artış ithalat miktar endeksi artışının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Nitekim, 2006 yılının üçüncü çeyreğinde, cari fiyatlarla dış ticaret açığı genişlerken, milli gelir hesaplamaları bazında net mal ve hizmet ihracatı sabit fiyatlarla pozitif olarak gerçekleşmiş ve büyümeye olumlu katkıda bulunmuştur.



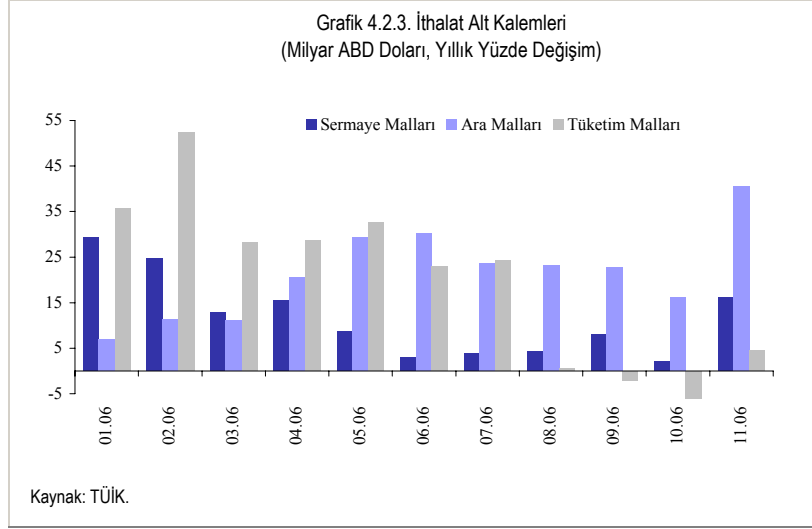
İhracat performansında Mayıs ayından itibaren gözlenen iyileşmede, başta taşıt araçları olmak üzere elektrikli makine ve cihazlar, makine ve teçhizat ile ana metal sanayii gibi sermaye yoğun sektörlerin etkili olduğu gözlenmektedir. Diğer taraftan, aynı dönemde tekstil ve giyim sektörü ihracat artışı toplam ihracattaki hızlanmanın gerisinde kalmıştır. Söz konusu sektörler hariç tutulduğunda, ihracatta yılın ikinci yarısında gözlenen performans artışı daha belirginleşmektedir (Grafik 4.2.2).



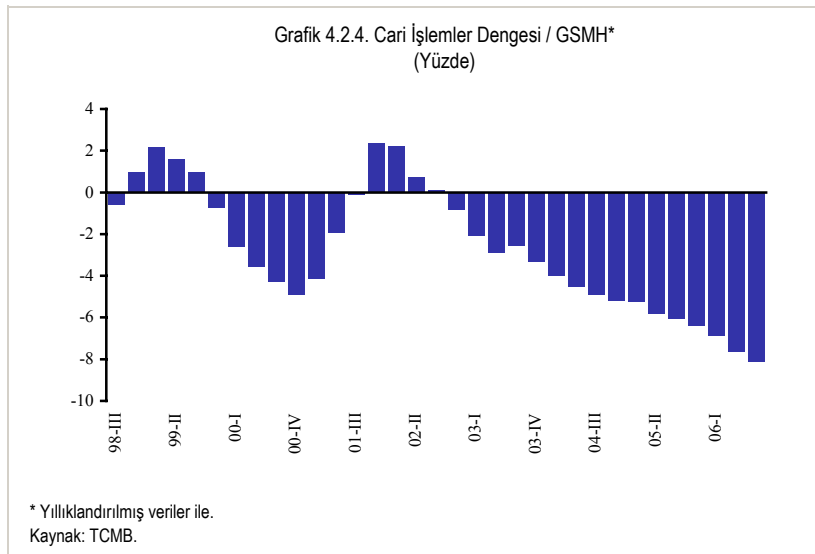
İthalat alt sektörler itibarıyla incelendiğinde, yılın genelinde ara malı ithalatının yüksek oranlı artışını sürdürdüğü gözlenmektedir. Güçlü sanayi üretimi ile Eylül ayından itibaren gerileme eğilimine girmesine karşın halen 2005 yılı seviyesinin üzerinde seyreden petrol fiyatları ara malları ithalatının hızla yükselmesinde etkili olmuştur. Önümüzdeki dönemde, petrol fiyatlarının bugünkü düzeyini koruması halinde ekonomik faaliyetteki yavaşlama ile beraber ara malı ithalat artışının yavaşlaması beklenmektedir. Ancak, 2006 yılı üçüncü çeyreği GSYİH verilerinde negatif stok değişimleri ithalattaki yavaşlamayla beraber dikkate alındığında, ekonominin genel gidişatına ilişkin beklentilerin tekrar olumluya dönmesiyle, stok biriktirme amaçlı ara malı ithalatı artarak söz konusu yavaşlamayı sınırlandırabilecektir.

2006 yılı Nisan ayından itibaren yavaşlama eğilimine giren sermaye malı ithalatı, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre canlanma göstermiştir (Grafik 4.2.3). Ocak-Temmuz döneminde yıllık bazda yüksek artışlar gösteren tüketim malı ithalatı ise binek otomobil ithalatındaki gerileme ve dayanıklı tüketim malı ithalatındaki yavaşlama neticesinde Ağustos ayından itibaren

gerilemiştir. 2007 yılı başında, iç talepteki yavaşlama ve 2006 yılının aynı dönemindeki yüksek baz etkisi göz önüne alındığında, tüketim ve yatırım mali ithalatının yıllık olarak düşük oranda artması beklenmektedir.



Sonuç olarak, 2006 yılının ikinci yarısında, iç talebin yavaşlaması, petrol fiyatlarının gerilemesi ve dış talebin güçlü seyretmesiyle dış ticaret açığındaki genişleme yılın ilk yarısına kıyasla yavaşlamıştır. Ancak, Ocak-Kasım döneminde turizm gelirlerindeki düşüşe bağlı olarak hizmet gelirlerinin azalması ve yatırım geliri açığının genişlemesi, cari işlemler açığına olumsuz etkide bulunmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak, 2006 yılının ilk on bir ayında cari işlemler açığı 29,9 milyar ABD doları seviyesine çıkmıştır (Grafik 4.2.4).



Önümüzdeki dönemde, canlı dış talebin, kısmi verimlilik artışlarının, iç talepteki yavaşlamanın ve enerji fiyatlarındaki istikrarlı seyrin dış ticaret açığındaki yavaşlamayı desteklemesi beklenmektedir. Avrupa Birliğinde ekonomik faaliyetlerdeki canlılık ve Euro'nun ABD doları karşısında değer kazanması bu beklentiyi güçlendirmektedir. Ayrıca, İktisadi Yönelim Anketinde yer alan ihracat piyasasından alınan yeni sipariş miktarı ve dış pazara satılmış olan mal hacmi gelecek üç aylık beklentileri dış talepteki canlılığın devam edeceğine işaret etmektedir.

4.3. Maliyetler

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan 'İmalat Sanayinde Çalışanlar, Üretimde Çalışılan Saat ve Kısmi Verimlilik Endeksi' sonuçlarına göre 2006 yılının üçüncü çeyreğinde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,2 oranında azalmıştır (Tablo 4.3.1). Bu dönemde, bir önceki yılın aynı dönemine göre, kamu sektörü istihdamı gerilemeye devam ederken, özel sektör istihdamı artmıştır. Öte yandan, çalışılan saat başına işgücü verimlilik endeksi bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5,5 oranında artmıştır. Çalışılan saat başına reel ücretler toplam imalat sanayinde yüzde 0,3 ve kamu imalat sanayinde yüzde 4 oranında gerilerken, özel imalat sanayinde yüzde 0,9 oranında artmıştır.

	2004		2005					2006		
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	
İstihdam⁽¹⁾	2,0	1,9	-1,7	-1,8	-1,1	-0,7	-1,3	-1,1	-0,2	
Kamu	-11,0	-10,2	-7,1	-8,6	-7,2	-8,3	-3,3	-3,8	-5,7	
Özel	3,6	3,2	-1,2	-1,1	-0,4	0,1	-1,1	-0,8	0,3	
Ücret⁽²⁾	2,5	3,2	2,1	1,6	0,7	1,9	0,3	0,4	-0,3	
Kamu	4,7	8,7	5,4	9,0	8,4	7,9	-4,5	-2,6	-4,0	
Özel	4,8	3,5	2,0	1,0	-0,1	1,6	1,3	1,2	0,9	
Verimlilik⁽³⁾	7,3	5,1	4,3	6,1	8,4	6,0	4,3	11,0	5,5	
Kamu	10,5	7,0	11,8	15,5	9,8	10,9	-1,9	13,7	16,2	
Özel	8,0	6,1	3,5	5,2	8,8	5,9	5,5	10,6	4,0	
Kazanç⁽⁴⁾	1,3	2,8	2,7	2,5	0,8	2,2	-0,2	0,1	-0,2	
Kamu	3,2	10,6	3,5	8,8	3,0	6,3	-3,8	-2,5	-1,2	
Özel	4,3	2,9	3,2	2,0	1,3	2,4	0,7	1,0	0,6	

Kaynak: TÜİK.

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

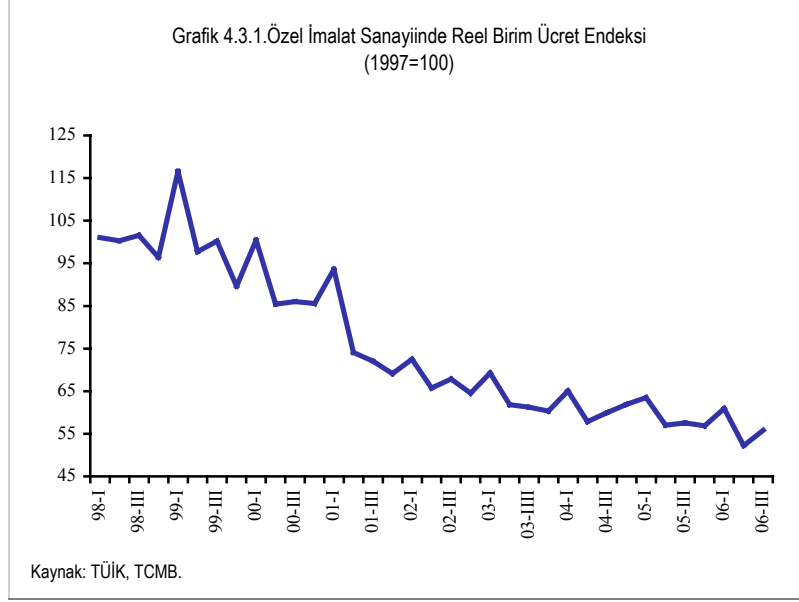
(2) Dönemler itibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

(3) Dönemler itibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

(4) Dönemler itibarıyla Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

Özel imalat sanayinde reel birim ücretler, 2006 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3 oranında gerilemiştir (Grafik 4.3.1). Yılın son çeyreğinde sanayi üretimindeki artışın devamı ile birlikte verimlilik artışlarının süreceği ve reel birim ücretlerin enflasyondaki düşüş

sürecine verdiği desteğin azalmakla birlikte devam edeceği tahmin edilmektedir.

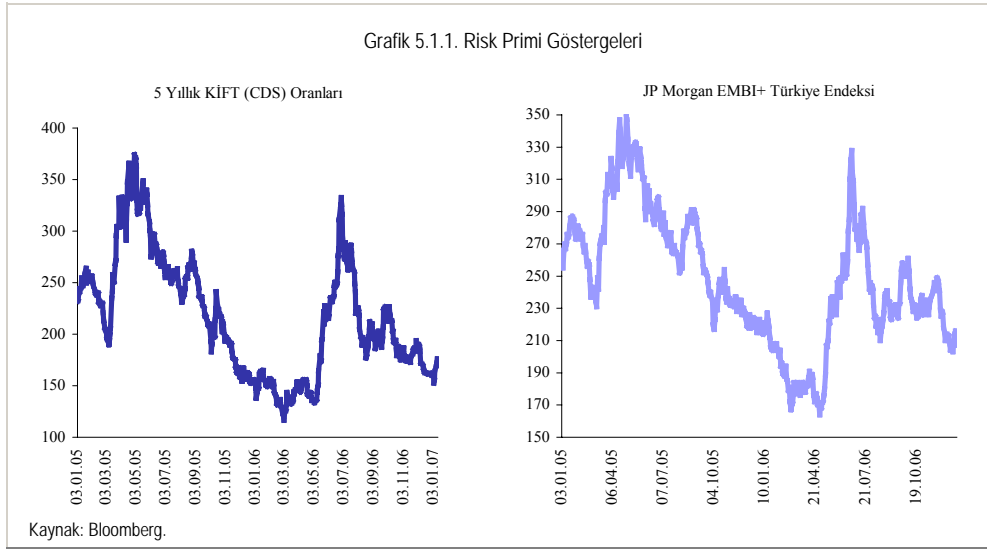


Asgari ücrete 2007 yılının ilk yarısı için yüzde 6, ikinci yarısı için ise yüzde 4 oranında zam yapılmıştır. Yılın ilk yarısında tamamlanması beklenen kamu işçileri ile yapılacak toplu iş görüşmelerinde önümüzdeki iki yılın ücret artışları belirlenecektir. Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda belirtildiği gibi kamu ücret ayarlamaları enflasyon beklentilerini ve özel sektör ücret ayarlamalarını etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, kamu işçileriyle yapılacak toplu iş görüşmelerinin önümüzdeki iki yılı kapsayacak olması nedeniyle ücretlerin enflasyon hedefiyle uyumlu belirlenmesi uzun vadeli enflasyon beklentilerinin hedefe yakınsaması açısından önemlidir.

5. Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Mali Piyasalar

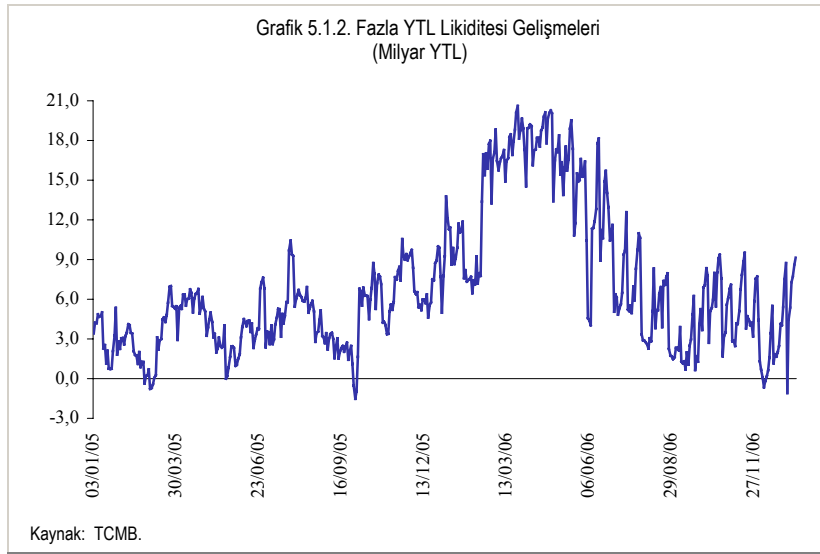
2006 yılının son çeyreğinde, uluslararası likidite koşulları ve global risk iştahı gelişmekte olan ülkelerin lehine olmaya devam etmiştir (Grafik 2.2.2). Uluslararası likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler, Kredi İflas Takası (KİFT) ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endekslerinde gözlemlenen düşüşün ana belirleyicisi olmuştur (Grafik 5.1.1).



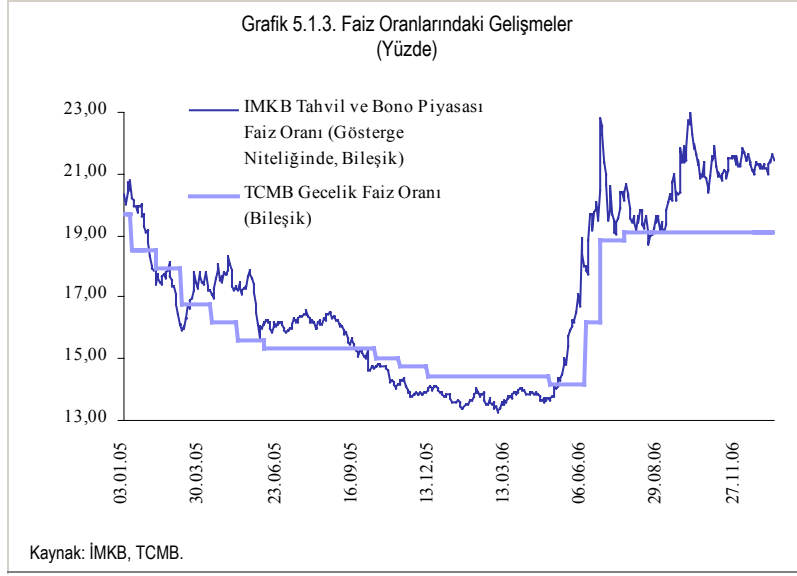
Mali piyasalarda öne çıkan bir diğer gelişme de, yurt içi ve yurt dışında yerleşik yatırımcıların portföy tercihlerindeki farklılaşma olmuştur. Yabancı yatırımcılar, başta Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) olmak üzere YTL pozisyonlarını artırmaya devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Yurt içinde yerleşikler ise döviz tevdiat hesabı seviyelerini 29 Eylül 2006 tarihindeki 69,2 milyar ABD dolarından 2006 yıl sonu itibarıyla 79,9 milyar ABD dolarına yükseltmiştir. Bu gelişmenin bir bölümünü mevsimsel etkiler ve yurt dışında yerleşiklerden elde edilen birleşme ve satın alma gelirlerinin yabancı para cinsinden hesaplarda tutulması gibi unsurlarla açıklamak mümkün olsa da; portföy tercihlerindeki bu gelişmede, yurt içinde yerleşiklerin risk algılamalarının yurt dışında yerleşiklere göre farklılaşmasının da etkili olduğu düşünülmektedir.

Gecelik piyasadaki fazla YTL likiditesi yılın son üç aylık döneminde, ilk üç çeyreğe kıyasla daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.2). Bu gelişmede, bankaların yıl sonu bilanço hareketlerinin mevsimsel etkisi ile

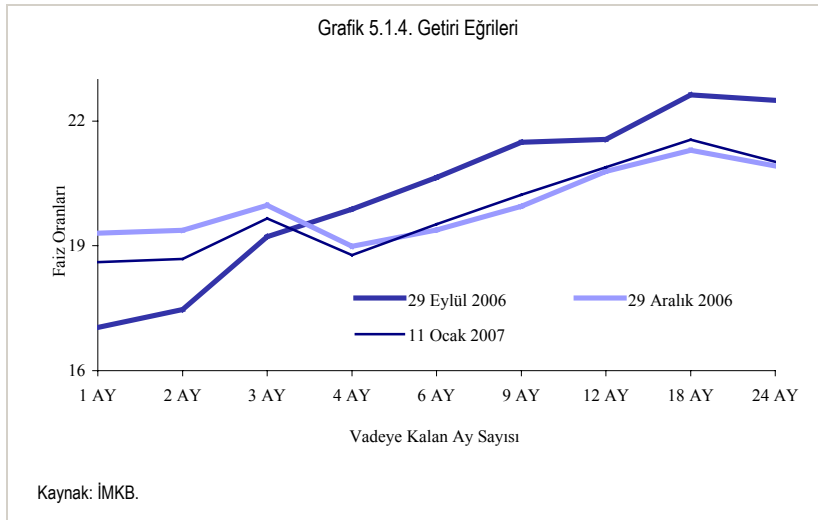
TCMB'nin döviz alım ihalelerine uzun bir süre ara vermesi ve yılın son haftalarındaki bayram ve yılbaşı nedeni ile artan emisyon talebi etkili olmuştur. Fazla likidite, kısa vadede temel olarak TCMB döviz alım ihaleleri ve Hazine nakit bakiyesindeki gelişmelerce belirlenmektedir. Önümüzdeki aylarda likiditenin mevcut seviyelerinde seyretmesi beklenmektedir. Olası geçici sıkışıklıklar, 2006 yılının son çeyreğinde olduğu gibi haftalık repo ihaleleri ile giderilecektir. Piyasadaki likiditenin aşırı düzeyde artması gibi bir durumun ortaya çıkması halinde ise, 91 güne kadar vadeli TCMB likidite senetleri kullanılabilir olacaktır.



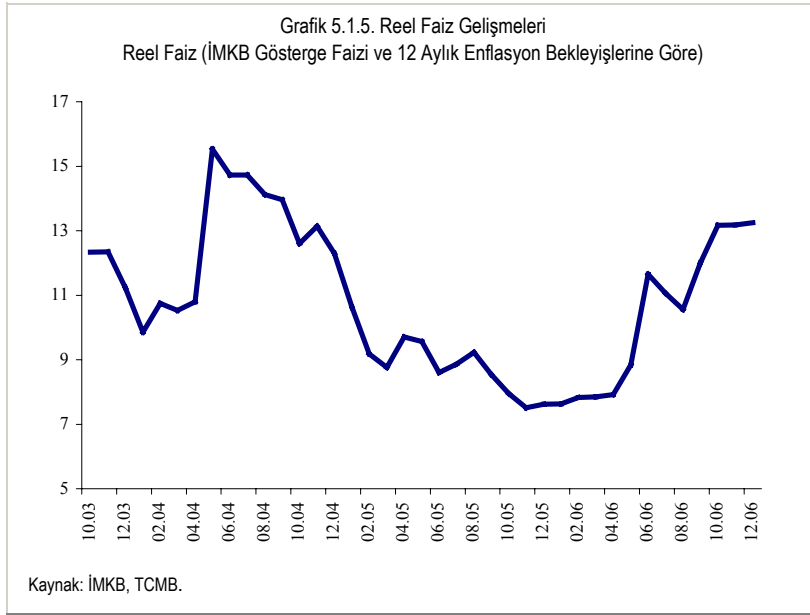
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki DİBS faiz oranı, yılın son çeyreğinde yatay seyretmiştir (Grafik 5.1.3). Mevcut durumda gösterge faiz TCMB borçlanma faizinin üzerinde seyretmektedir. Bu gelişmede 2007 yılına ilişkin belirsizlik algılamalarının, daralan YTL likiditesinin ve yurt içinde yerleşiklerin portföy tercihlerinde DİBS talebinin görece düşük gerçekleşmesinin belirleyici olduğu düşünülmektedir.



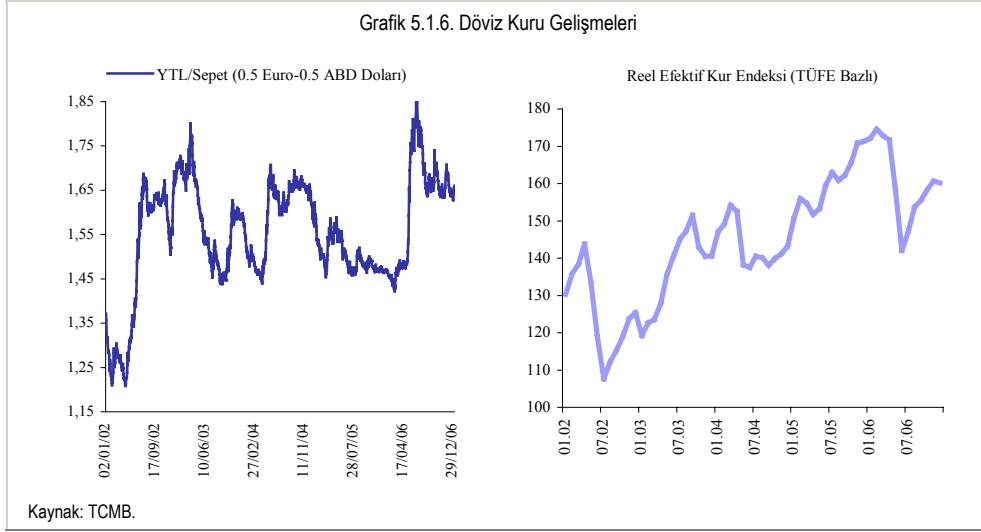
Eylül ayı enflasyonunun beklentilerden yüksek gelmesi ve ay içinde risk algılamalarında gözlemlenen bozulma eğilimi sonrasında, 29 Eylül 2006 tarihinde oluşan getiri eğrisi pozitif eğimli olmuştur. Yılın son çeyreğinde ise enflasyon gerçekleşmelerinin olumlu olması, TCMB'nin kararlı duruşu ve enflasyon belirsizliğinin azalmasıyla, 29 Aralık 2006 ve 11 Ocak 2007 tarihlerinde oluşan getiriler, 29 Eylül 2006'daki getirilere kıyasla dört aydan sonra her vadede aşağıda oluşmuştur (Grafik 5.1.4). Dört aydan kısa vadelerdeki yükselişin nedeni ise geçici likidite sıkışıklığı sonrasında repo ihalelerinde oluşan faizin yüzde 18'in üzerinde gerçekleşmiş olmasıdır. Ayrıca, 29 Aralık ve 11 Ocak günleri oluşan getiri eğrilerinin 18 ay vadeden itibaren aşağı yönlü olması, enflasyon beklentilerinde gözlemlenen düşüş eğilimini desteklemektedir.



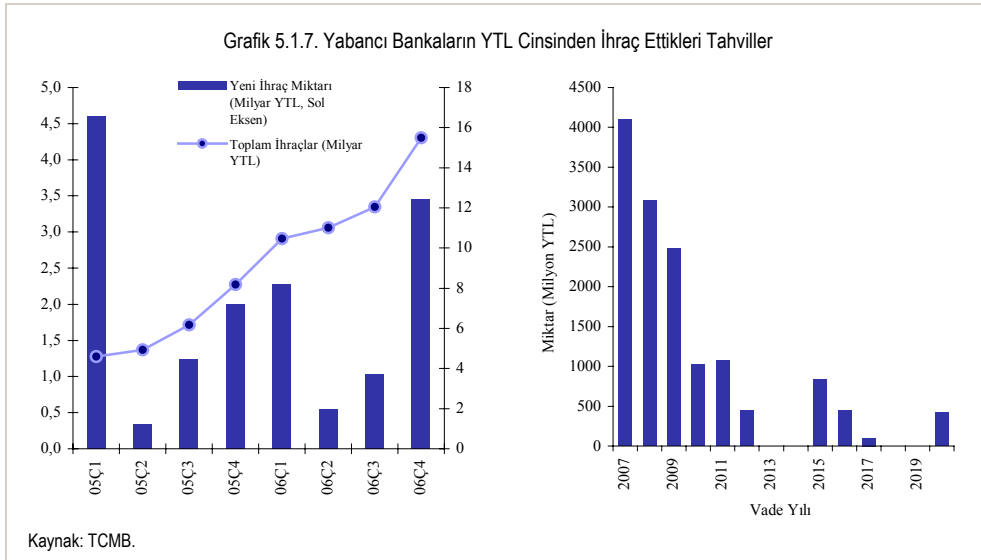
Gösterge kıymet faizleri ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 aylık enflasyon beklendişlerinden hesaplanan reel faizler, son çeyrekte nominal faizlerin yatay seyretmesi ve enflasyon beklendişlerindeki düşüşün etkisiyle artış eğilimi göstermiştir (Grafik 5.1.5).



Yılın son üç aylık döneminde döviz kurları yurt dışında yerleşik yatırımcıların YTL cinsi portföy tercihlerindeki olumlu seyir ve yüksek seyreden doğrudan yabancı sermaye girişlerine paralel olarak değerlendirme sürecine devam etmiştir (Grafik 5.1.6). Yurt içinde yerleşik yatırımcıların bu dönemde artan döviz tevdiat hesabı seviyesinin, YTL'de oluşabilecek daha hızlı bir değerlendirme sürecini yavaşlattığı düşünülmektedir. Bu gelişmelerle birlikte, 16 Mayıs 2006 tarihinde ara verilen döviz alım ihalelerine 10 Kasım 2006 tarihinden itibaren yeniden başlanmıştır. 2006 yılında TCMB tarafından gerçekleştirilen net döviz alım tutarı 6,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. TCMB brüt döviz rezervleri 29 Aralık 2006 itibarıyla 60,8 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

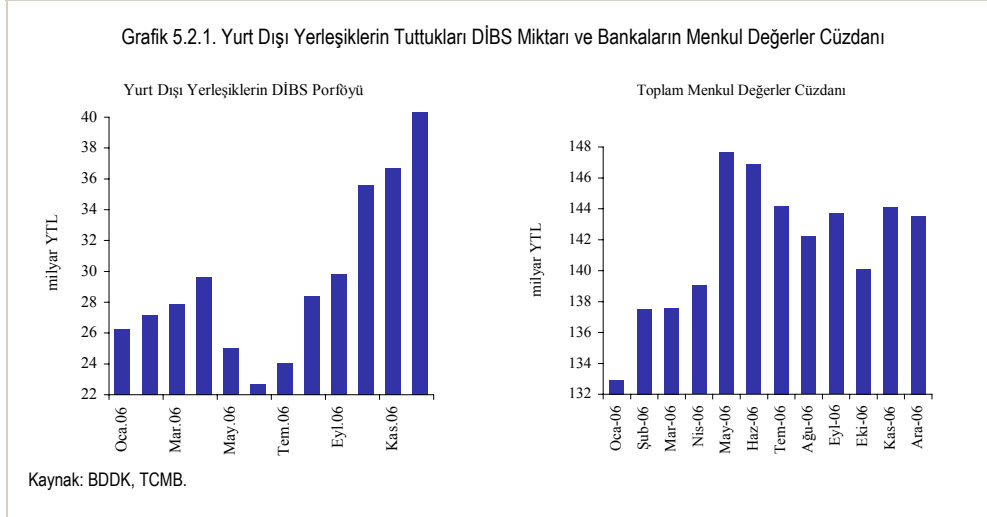


Yurt dışında YTL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı bankaların YTL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2006 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki üç aylık döneme göre artış göstermiştir (Grafik 5.1.7). Bu gelişmede, mevsimsel etkiler ile beraber yurt dışında yerleşik yatırımcıların risk algılamalarındaki iyileşmenin de etkili olduğu düşünülmektedir. Orta dönemde güven algılamasındaki güçlenmenin sürmesi halinde, derecelendirme primi potansiyeli nedeni ile bu ihraçların önemli ölçüde artabileceği düşünülmektedir. Böylesi bir gelişme Hazine borçlanma maliyetini düşürebileceği gibi, yapılandırılmış ürünler aracılığı ile YTL cinsinden uzun vadeli kredi erişilebilirliğini de destekleyecektir.

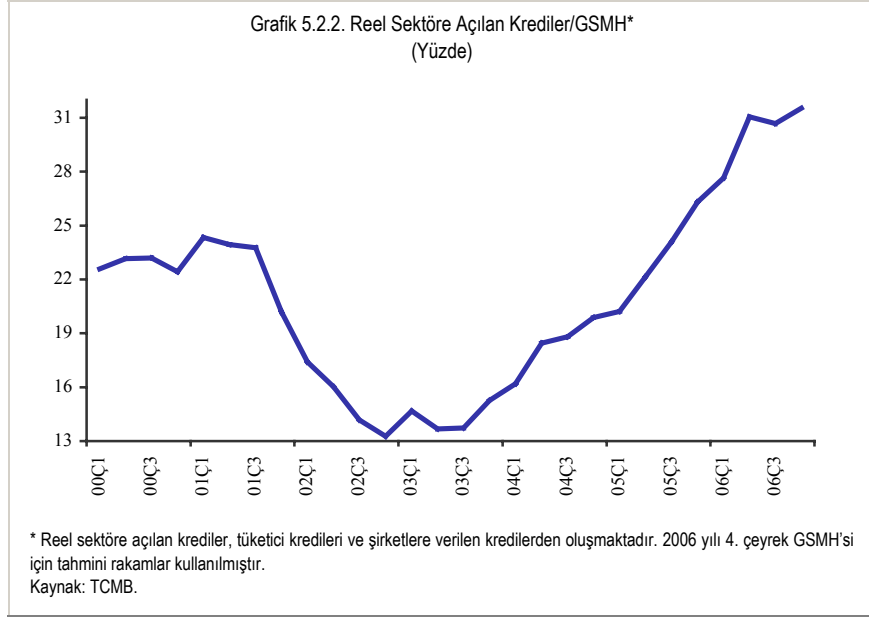


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

2006 yılının dördüncü çeyreğinde kredi faizleri yüksek seyirini korumuş ve kredi artış hızındaki yavaşlama sürmüştür. Finansal sistemin son çeyrekte, ikinci çeyreğin sonlarında yaşanan dalgalanmanın etkisinden uzaklaşmaya devam ettiği gözlemlenmektedir. Bankaların bilançolarının ağırlığını oluşturan ve kredileri ikame ettikleri menkul değerler cüzdanındaki azalma eğilimi devam etmiş ancak dalgalanma öncesi seviyenin üstünde kalmıştır. Öte yandan, bu eğilime karşın, son dalgalanma sırasında DİBS piyasasından çıkan yurt dışında yerleşiklerin yakın dönemde DİBS portföylerini artırdıkları gözlenmektedir (Grafik 5.2.1). Bu gelişmeler, bankaların kredilendirilebilir fon miktarını artırmaktadır.



Finansman koşullarındaki sıkılaştırmanın krediler üzerindeki yavaşlatıcı etkisi yılın son çeyreğinde devam etmiştir. Reel sektöre açılan krediler sınırlı bir yükseliş gösterse de artış hızı geçtiğimiz yıllara göre belirgin olarak yavaşlamıştır (Grafik 5.2.2). Bu gelişmenin başlıca nedenleri bankaların kredi arzlarını kısımları ve yükselen kredi faizlerinin hanehalkının ve firmaların borçlanma talebini azaltmasıdır. Bir diğer ifadeyle son dönemdeki yavaşlama eğiliminde hem arz hem de talep tarafının etkisinin olduğu düşünülmektedir.



Toplam kredilerdeki yavaşlama eğilimine rağmen firmalara verilen kredilerdeki yavaşlama tüketici kredilerine göre daha sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Bu durumun başlıca nedeni, firmalara verilen kredilerin değişken faizli olması sebebiyle faiz riskinin bankalar yerine kullanıcılarca üstlenilmesidir. Dolayısıyla firmalara verilen kredilerin faiz duyarlılığı tüketici kredilerinin faiz duyarlılığından daha az olmuştur.

Tüketici kredileri, 2006 yılının üçüncü çeyreğinden sonra son çeyrekte de önceki yıllara kıyasla düşük bir oranda artmıştır. Bu gelişme, yılın ikinci yarısında gözlenen özel tüketim talebindeki yavaşlama ile uyumludur. Alt kalemler bazında incelendiğinde, artışın büyük ölçüde konut ve taşıt dışında kalan ve daha çok kısa vadeli ihtiyaç kredilerinden oluşan 'diğer krediler' kaleminden kaynaklandığı görülmektedir. Bu gözlem, yeni yıl tatili ve kurban bayramının aynı döneme denk gelmesi ile tüketicilerin artan harcamalarını daha çok ihtiyaç kredileri ve kredi kartları borçlanmalarından karşıladıklarını düşündürmektedir. Diğer yandan, konut kredileri düşük bir hızla artarken taşıt kredilerindeki reel azalış eğilimi devam etmiştir (Tablo 5.2.1).

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

	2005Ç3	2005Ç4	2006Ç1	2006Ç2	2006Ç3	2006Ç4
Tüketici Kredileri	23,3	14,4	17,2	20	1,5	3,3
Konut Kredileri	50,6	33,3	29,2	22,8	0,9	2,0
Taşıt Kredileri	11,4	6	1,9	5,1	-6,4	-5,5
Diğer Krediler	11,3	1,6	11,7	24,3	6	8,7
Kredi Kartları	6,3	2,3	2	6,8	2,1	4,4

Kaynak: TCMB.

Krediler, hanehalkının tüketim eğilimini ve firmaların yatırım taleplerini göstermesi açısından yakından izlenmektedir. Özellikle son üç yılda yaşanan hızlı kredi genişlemesi sonucunda finansal kesimin para politikası aktarım mekanizmasındaki etkinliği daha belirgin hale gelmiştir. Bu çerçevede, Merkez Bankası bankacılık sisteminde yaşanan gelişmeleri enflasyon hedeflemesi ve finansal istikrar açısından yakından takip etmeye devam etmektedir.

6. Kamu Maliyesi

2006 yılı merkezi yönetim bütçe hedeflerinin tutturulması açısından başarılı bir yıl olmuştur. Yıl sonu itibarıyla, merkezi yönetim bütçe açığının GSMH'nin yüzde 0,5'i oranında gerçekleşmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, söz konusu olumlu performans temelinde, vergi ve vergi dışı gelirlerdeki, kısmen geçici veya bir sefere mahsus etkenlere bağlı olan, artışlar sayesinde gerçekleşmiştir. Diğer yandan, 2007 yılı merkezi yönetim bütçe hedefleri incelendiğinde, gelir artış projeksiyonunun enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile uyumlu bir oranda yapıldığı, ancak harcamalardaki artışın bu oranın üzerinde olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, 2007 yılında maliye politikasının enflasyon düşüşüne yaptığı katkının önceki yıllara kıyasla daha sınırlı düzeyde kalacağı düşünülmektedir.

Mayıs ayından itibaren etkisini gösteren finansal dalgalanmaya rağmen, 2006 yılında kamu borç stokundaki iyileşme eğilimi sürmüştür. Bununla birlikte, takip eden dönemde YTL yeniden güçlenirken, nominal ve reel faizlerdeki artış kalıcı olmuştur. Söz konusu artışa rağmen, borç yükündeki hızlı iyileşme sürmektedir.

2006 yılında, kamu borç yönetimi makul risk seviyelerinde etkin bir borçlanma stratejisi çerçevesinde yürütülmüş, bunun sonucunda kısa dönemde borç stokunun çevrilebilirliğine, orta ve uzun dönemde sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar asgari düzeye inmiştir. Ancak, sıkı maliye politikasından elde edilen kazanımların kalıcı hale gelebilmesi ve kamu borç stokunun daha düşük düzeylere inebilmesi için yapısal reformların etkin bir şekilde yürütülmesi önemini korumaktadır. Kamu kesiminde gerçekleştirilen ve gerçekleştirilmesi planlanan yapısal reformlar, bir yandan kamu maliyesini daha sağlıklı temellere kavuştururken diğer yandan ekonomide rekabetçi bir yapının yerleşmesi ve dolayısıyla bazı sektörlerde ortaya çıkan enflasyon katılıklarının ortadan kalkması açısından hayati öneme sahiptir. Bu çerçevede, Anayasa Mahkemesi tarafından bazı maddelerinin yürürlüğü durdurulması sonucunda uygulama imkanı ortadan kalkan sosyal güvenlik reformunun, makul bir zaman içinde uygulamaya konulması önem taşımaktadır.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

2006 yılı Ocak-Kasım döneminde gerek bütçe dengesi gerekse faiz dışı bütçe dengesi yıl sonu hedefinin oldukça üzerinde performans sergilemiştir (Tablo 6.1.1). Kasım ayında bütçeye giren 2 milyar YTL'nin üstündeki Türk Telekomünikasyon A.Ş. (TÜRK TELEKOM) hisse satış gelirin de etkisiyle sermaye gelirleri ile vergi dışı gelirler yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, kurumlar vergisi dışında kalan diğer vergi gelirleri kalemlerinde, Kasım ayı itibarıyla gerçekleşme oranının yüzde 90'ın üzerinde bulunması, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin 2006 yılı sonunda 160,3 milyar YTL olan başlangıç hedefini önemli oranda aşacağına işaret etmektedir. İthalattaki artışa paralel olarak, ithalden alınan katma değer vergisi başlangıç hedefini Kasım ayı itibarıyla aşmıştır. Olumlu gelir performansına karşın, gider tarafında, Ocak-Kasım 2006 döneminde sağlık harcamaları, tarımsal destekleme ve mahalli idarelere yapılan transferlerin yer aldığı sermaye transferleri 2006 yılı başlangıç bütçe ödeneklerini aşmış durumda bulunmaktadır.

Sağlık harcamalarının artışında etkili olan yeşil kart sağlık hizmetleri, son dört ayda daha önceki 7 ay ortalamasının oldukça altında gerçekleşmesine rağmen, Kasım ayı sonunda başlangıç ödeneğinin yüzde 172,7'sine ulaşmıştır. Prim tahsilatlarının iyileştirilmesine ilişkin yasa Mart ayında yürürlüğe girdikten sonra Bağ-Kur'da elde edilen yüksek miktardaki prim tahsilatı sonucunda, Mayıs-Ağustos döneminde bu kuruma bütçeden transfer yapılmamıştır. Bu gelişme, son altı aylık bütçe ve faiz dışı bütçe performansının oldukça olumlu seyretmesinde etkili olmuştur. Ancak, Bağ-Kur'da görülen bir defalık bu uygulama, Bağ-Kur'a bütçeden yapılan transferleri sınırlarken diğer sosyal güvenlik kurumlarından Emekli Sandığı ve SSK'ya yapılan transferlerin ilk onbir ay sonuçları, bütçe hedefinin aşıldığını göstermektedir.

Sonuç olarak, kurumlar vergisi oranının düşürülmesinden kaynaklanan gelir kaybına rağmen bütçe gelirlerinin yıl sonu hedefini önemli oranda aşacak olması ve sağlık harcamalarının kontrol altına alınmasına yönelik alınan tedbirler ile Ekim ayından itibaren cari harcama ödeneklerinde GSMH'nin yüzde 0,2'si tutarında blokaja gidilmesi, merkezi yönetim faiz dışı fazlasının hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiş olabileceğine işaret etmektedir. Ancak, personel harcamaları, tarımsal destekleme ve mahalli idarelere yapılan

sermaye transferleri ile yeşil kart ödemelerinde bütçede ortaya çıkan sapma dikkat çekicidir.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar YTL)

	Ocak-Kasım 2005	Ocak-Kasım 2006	Artış Oranı(%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)	2006 Bütçe Hedefi	(GSMH içindeki pay) ¹
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri (A+B)	138,1	157,7	14,2	90,5	174,3	32,2
A) Faiz Giderleri	41,4	44,1	6,4	95,2	46,3	8,5
B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri	96,7	113,6	17,6	88,7	128,1	23,7
1. Personel ve Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	34,6	39,5	14,2	96,4	41	7,6
2. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	10,8	14,2	31,8	80,2	17,7	3,3
a) Savunma-Güvenlik	4,0	4,7	18,2	60,3	7,8	1,4
b) Sağlık Harcamaları	3,3	4,9	47,4	118,7	4,1	0,7
Genel İlaç Giderleri	0,8	0,7	-9,3	58,1	1,2	0,2
Genel Tedavi ve Sağlık Malzemesi Giderleri	1,0	1,4	38,8	108,2	1,3	0,2
Yeşil Kart Sağlık Hizmetleri	1,5	2,8	81,8	172,7	1,6	0,3
c) Diğer Mal ve Hizmet Alım Giderleri	3,5	4,6	30,3	80,0	5,7	1,1
3. Cari Transferler	41,2	46,1	11,8	93,9	49,1	9,1
a) Sosyal Güvenlik Kuruluşlarına Hazine Yardımları	21,8	18,3	-15,9	93,8	19,5	3,6
Emekli Sandığı	8,7	5,5	-36,5	100,9	5,5	1,0
Bağ-Kur	6,0	3,9	-35,6	56,7	6,8	1,2
SSK	7,0	8,3	18,0	123,8	6,7	1,2
b) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	3,3	4,6	37,6	114,0	4,0	0,7
c) Yurtdışına Yapılan Transferler	0,3	0,5	73,6	88,6	0,6	0,1
d) Gelirden Ayrılan Paylar	10,3	12,3	19,8	86,8	14,2	2,6
4. Sermaye Giderleri	6,9	8,0	17,3	64,3	12,5	2,3
5. Sermaye Transferleri	1,0	2,3	124,8	127,4	1,8	0,3
6. Borç Verme	2,2	3,4	59,6	80,2	4,3	0,8
7. Yedek Ödenekler	0,0	0,0	-	0,0	1,7	0,3
Merkezi Yönetim Gelirleri (A+B+C)²	-	157,8	-	98,4	160,3	29,6
A) Genel Bütçe Gelirleri (I+II+III+IV)	119,2	153,4	28,7	98,2	156,2	28,8
I-Vergi Gelirleri	96,7	126,0	30,3	95,3	132,2	24,4
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	28,1	37,1	32,2	95,2	39,0	7,2
a) Gelir Vergisi	18,3	26,1	42,8	100,2	26,1	4,8
b) Kurumlar Vergisi	9,8	11,0	12,3	85,0	12,9	2,4
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	1,7	3,0	78,4	97,1	3,1	0,6
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	45,3	54,5	20,4	91,8	59,4	11,0
a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	11,2	14,8	32,8	91,0	16,3	3,0
b) Özel Tüketim Vergisi	28,9	33,6	16,4	90,2	37,3	6,9
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	17,3	24,9	44,1	102,4	24,3	4,5
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	16,0	22,9	43,5	102,4	22,4	4,1
II-Vergi Dışı Gelirler	20,1	24,4	21,7	114,2	21,4	3,9
III-Sermaye Gelirleri	2,0	2,4	17,9	103,2	2,3	0,4
IV-Özel Gelirler ile Alınan Bağışlar ve Yardımlar	0,5	0,7	46,4	166,4	0,4	0,1
B) Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	-	3,0	-	98,9	3,0	0,5
C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri	-	1,4	-	123,6	1,1	0,2
Bütçe Dengesi³	-	0,1	-	-0,5	-14	-2,6
Faiz Dışı Dengesi³	-	44,1	-	136,6	32,3	5,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

¹ 2006 yılı için GSMH artış oranı, 2006 yılı DPT Programı'ndan alınmıştır.² Kapsam değişikliğinden dolayı karşılaştırılabilir değildir.³ 2005 yılı için bütçe dengesi ve faiz dışı denge hesaplanırken genel bütçe gelirleri kullanılmıştır.

2006 yılı Eylül ayı itibarıyla program tanımlı konsolide kamu sektörü toplam dengesi ve faiz dışı fazla, ayarlanmış program hedeflerinin sırasıyla 7,7 milyar YTL ve 3,7 milyar YTL üzerinde gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim bütçe gelirleri söz konusu olumlu performansta belirleyici rol oynamıştır. Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin 2006 yılı sonunda başlangıç hedefi olan 160,3 milyar YTL'nin yaklaşık olarak 12 milyar YTL üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu çerçevede 2006 sonu itibarıyla konsolide kamu sektörü

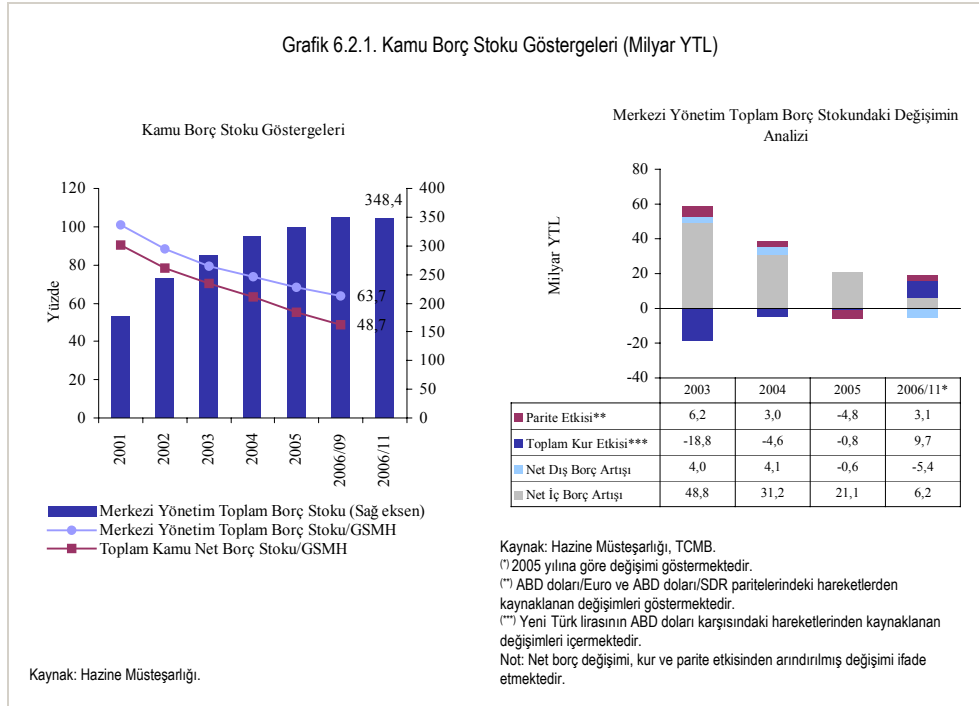
program hedeflerinin tutturulmasında zorluk yaşanmayacağı düşünülmektedir (Tablo 6.1.2).

Tablo 6.1.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü (Kümülatif, Milyar YTL)*					
	2005	Mart-2006	Haziran-2006	Eylül-2006	Ekim-2006
Gerçekleşmeler					
Faiz Dışı Denge	28,3	10,6	25,0	33,4	-
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	23,6	8,4	22,1	31,4	32,0
Merkezi Yönetim Bütçesi	24,1	7,6	20,4	30,6	31,0
Toplam Denge	-4,2	1,2	7,1	2,2	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	-11,5	-2,4	1,0	-2,8	-5,2
Hedefler					
Program					
Faiz Dışı Denge	30,5	7,6	17,3	29,3	-
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26,7	7,3	16,4	27,6	-
Toplam Denge	-19,6	-3,7	-4,1	-5,9	-
Ayarlanmış Program					
Faiz Dışı Denge	30,4	7,8	17,4	29,7	-
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26,7	7,5	16,4	28,1	-
Toplam Denge	-19,7	-3,4	-3,9	-5,5	-

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.
 (*) 2006 yılı verileri geçicidir.
 Not: Konsolide Kamu Sektörü = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fon (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.
 Toplam Kamu = Konsolide Kamu Sektörü + Yerel Yönetimler + Döner Sermayeler + KKS Dışındaki KİT'ler.

6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

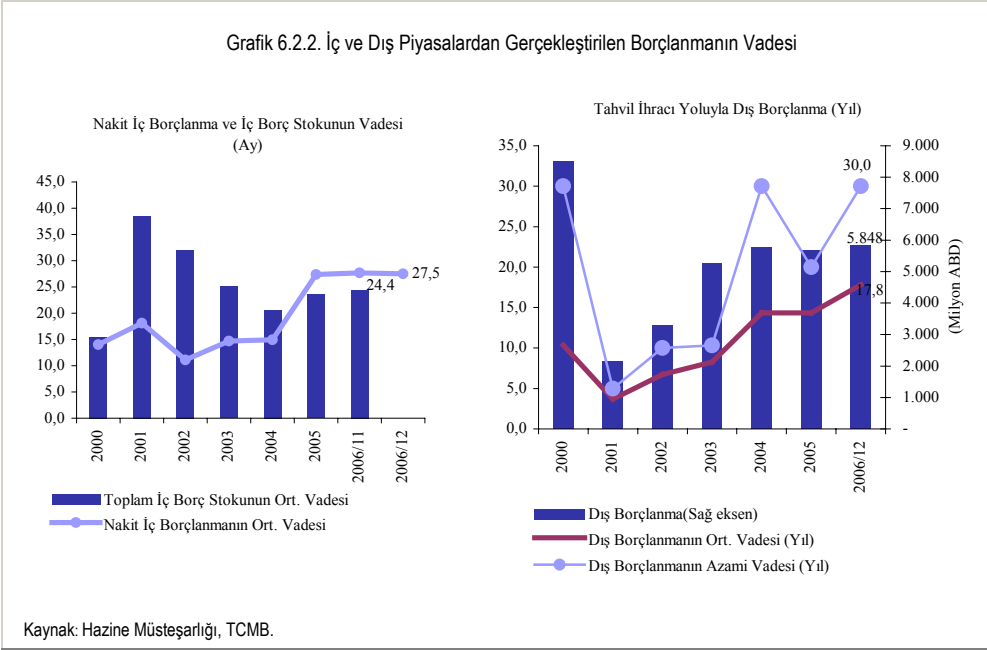
Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku, 2006 yılı Kasım ayı itibarıyla, 2005 yılı sonuna göre yüzde 5,1 oranında artış göstererek, 348,4 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Hedeflenenin üzerinde gerçekleşen faiz dışı fazla ve Ocak-Kasım 2006 dönemi itibarıyla elde edilen 10,6 milyar YTL tutarındaki özelleştirme gelirleri borç stokunun artış hızını sınırlamıştır. Merkezi yönetim borç stoku Mayıs ayında YTL'deki değer kaybı sonucunda artmış ancak takip eden aylarda YTL'nin dalgalanma öncesi seviyesine doğru hareketlenmesiyle yatay bir seyir izlemiştir. Bununla birlikte, mevcut döviz cinsi borç stokunun nispeten uzun vadeli olması ve Hazine'nin yüksek miktarda döviz cinsinden mevduat bulundurması, kurdaki oynaklıktan kaynaklanan riskleri kamu kesimi açısından azaltmaktadır. 2005 yılına göre merkezi yönetim borç stokundaki değişim analiz edildiğinde, toplam kur etkisinin, önceki yıllardan farklı olarak, borç stokunu 9,7 milyar YTL artırıcı etkide bulunduğu, net dış borç artışının ise 5,4 milyar YTL azaltıcı etki yaptığı göze çarpmaktadır (Grafik 6.2.1).



Stratejik ölçüt uygulaması çerçevesinde belirlenen finansman stratejisine paralel olarak, 2006 yılının ilk onbir aylık döneminde borç stokunun vadesini şekillendiren nakit borçlanmanın ortalama vadesi, finansal dalgalanmanın etkisiyle Mayıs-Temmuz döneminde kısalmıştır. Eylül ayından itibaren ise, 5 yıl vadeli hem değişken hem de sabit kuponlu senetlerin yeniden ihraç edilmeye başlanmasıyla birlikte belirgin bir uzama eğilimi göstererek, 2006 yılında 27,5 ay olarak gerçekleşmiştir. Finansman programında hedeflendiği üzere, Hazine 2006 yılında tahvil ihracı yoluyla 5,8 milyar ABD doları tutarında dış borçlanmaya gitmiştir. Mayıs ayındaki dalgalanmaya rağmen, tahvil ihracı yoluyla dış borçlanmanın ortalama vadesi 2005 yılına göre artış göstermiştir (Grafik 6.2.2).

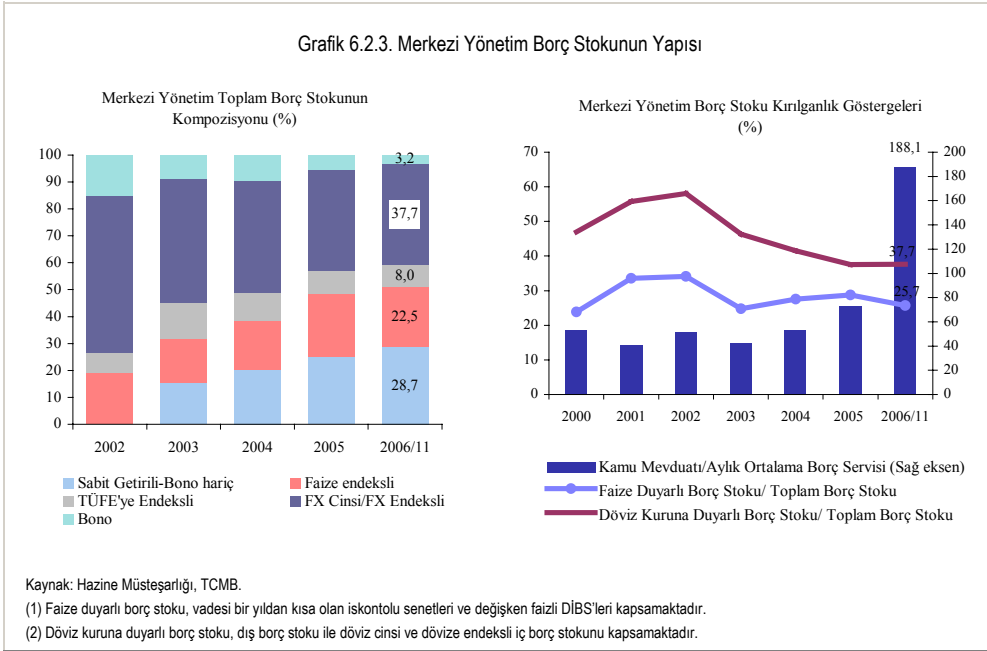
2006 yılı Kasım ayı itibarıyla, 2005 yıl sonuna göre merkezi yönetim borç stoku içerisinde sabit faizli uzun vadeli senetlerin payı artmış, faize endeksli senetlerin ve bonoların payı azalmış, döviz cinsinden ve dövize endeksli borçların payı ise değişmemiştir. Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı Kasım ayında yüzde 188 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Bu artışta yüksek faiz dışı fazla ile özelleştirme gelirisinin önemli katkısı olmuştur (Grafik 6.2.3).

Grafik 6.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi



Hazine'nin, 2007 yılı borçlanma programına göre (Kutu 6.2.1), net dış borç ödeyici konumunu sürdürmesi, dövize endeksli senet ihracı gerçekleştirmeyecek olması ve döviz cinsi iç borç çevirme oranının yüzde 80 ile sınırlandırılması, borç stokunun döviz kuruna olan duyarlılığının azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı



Borç yükündeki düşüşün sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi mali disiplinin yanı sıra, etkin bir borçlanma politikasının izlenmesini gerektirmektedir. Maliyet ve risk arasında denge sağlanmaya çalışılırken, uzun vadeli değişken faizli senetlerle borçlanmaya devam edilmesinin, vadelerin uzatılması ve borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Diğer taraftan, YTL'nin olası değer kaybı ve faiz oranlarındaki artış, borç stoku açısından risk unsurları olarak görülmektedir. Ancak, Hazine'nin yüksek miktarda döviz ve YTL cinsinden mevduat tutması bu riski sınırlamaktadır.

KUTU 6.1. 2007 YILI HAZİNE FİNANSMAN PROGRAMI

Hazine 2007 yılı finansman programını 29 Aralık 2006 tarihinde kamuoyuna açıklamıştır. Finansman programı incelendiğinde, toplam borç servisindeki gerilemenin, hızı azalmakla birlikte, 2007 yılında devam edeceği öngörülmektedir (Kutu 6.2.1. Tablo 1). İç ve dış faiz oranlarındaki artışlar, toplam borç servisinin azalış hızını yavaşlatıcı yönde etki yapmıştır. Toplam borç servisinin finansmanına bakıldığında ise, borçlanma dışı kaynakların payının 2006 yılına göre azaldığı dikkat çekmektedir. Bunun nedeni olarak, faiz dışı fazla ve özelleştirme gelirlerindeki düşüşler ön plana çıkmaktadır. Toplam borçlanmada ise 2006 yılındaki keskin düşüşten sonra, sınırlı bir gerileme öngörülmektedir. 2007 yılı finansmanına katkı yapacak diğer bir kalem de, önceki yıllardan farklı olarak, Hazine rezervleri olacaktır. Önceki iki yılda kasasında 15,8 milyar YTL artış gerçekleştiren Hazine, 2007 yılında bu rezervlerin bir kısmını borç servisinde kullanacaktır. Son olarak, 2007 yılında iç borç çevirme oranının son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 74,2 olması beklenmektedir

Kutu 6.1. Tablo 1. 2007 Yılı Hazine Finansman Programı

(Milyar YTL)	2005	2006 (Tahmin)	2007 (Program)
I- TOPLAM BORÇ SERVİSİ	188,6	170,8	166,5
İç Borç Servisi	167,4	145,4	140,3
Anapara	128,2	107,2	99,6
Faiz	39,2	38,2	40,7
Dış Borç Servisi	21,1	25,4	26,2
Anapara	14,9	18,6	18,2
Faiz	6,3	6,8	8,0
II- KAYNAKLAR VE BORÇLANMA	188,6	170,8	166,5
Borçlanma Dışı Kaynaklar	36,3	49,6	41,8
Faiz Dışı Fazla	32,3	38,4	34,3
Devirli/Garantili Borç Geri Dönüşü	0,2	0,6	0,7
Diğer	3,8	10,6	6,8
Toplam Borçlanma	162	125,9	122,0
Dış Borçlanma	12,4	15,0	17,8
Tahvil İhracı	8,6	8,2	8,2
Uluslararası Kuruluşlar	3,3	6,1	6,6
Diğer	0,5	0,6	3,0
İç Borçlanma	149,6	111,0	104,2
Kasa/Banka Değişimi	-9,6	-6,2	2,7
Döviz Hesabı Kur Farkı	-0,1	1,4	-
TOPLAM İÇ BORÇ ÇEVİRME ORANI (%)	89,4	76,3	74,2

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Diğer yandan, 2007 Hazine borçlanma stratejisi, vadelerin piyasa koşulları çerçevesinde uzatılması, likidite, döviz kuru ve faiz oranı risklerinin sınırlanması hedefi doğrultusunda aşağıdaki unsurları içermektedir:

- YTL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli ve uzun vadeli enstrümanlarla yapılması hedeflenmektedir.
- Döviz cinsinden iç borç çevirme oranı yüzde 80'i aşmayacak ve dövizde endeksli senet ihracı gerçekleşmeyecektir.
- Uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ihracı yoluyla 5,5 milyar ABD doları tutarında borçlanma yapılması öngörülmektedir.
- Hazine 2006 yılına göre sınırlı bir düşüş olsa da güçlü rezerv tutma politikasına devam edecektir.
- Borç servisinin dönemler arası dengeli dağılımını sağlamak üzere, geri alım ve değişim ihaleleri etkin olarak kullanılacaktır.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde orta vadeli görünümü yansıtan çıktı açığı ve enflasyon tahminleri sunulmakta, bu tahminlere baz oluşturan temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar özetlenmekte ve tahminlerin her iki yönde belirgin olarak sapmasına yol açabilecek olası temel riskler irdelenmektedir. 2006 yılında yayımlanan Enflasyon Rapor'larında yer alan tahminler bir buçuk yıllık bir zaman dilimi için sunulmaktaydı. Ancak, ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunması ve Beklenti Anketi sonuçları ile kıyaslanabilir bir tahmin ufku oluşturulması açısından 2007 yılından itibaren tahminlerin iki yıl için verilmesi kararlaştırılmış ve bu karar "2007 Yılında Para ve Kur Politikası" metni ile tüm kamuoyuna duyurulmuştur. Dolayısıyla, Rapor'un bu bölümünde yer alan tahminler iki yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde 2007 ve 2008 yıllarını içermektedir.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Çıktı açığı ve enflasyon tahminlerine baz oluşturan varsayımlar, önceki Enflasyon Raporları'nda olduğu gibi, *yurt içi ekonomik faaliyete ilişkin ve dışsal unsurlara ilişkin* varsayımlar olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Bu varsayım seti, Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere temel oluşturan varsayımların geçtiğimiz üç aylık süre içerisinde bilgi setine eklenen veriler ışığında güncellenmesi ve Rapor'un genelinde ortaya konulan detaylı analizlerin ve uzman görüşlerinin toplulaştırılmasıyla oluşturulmuştur.

2006 yılının üçüncü çeyreğinde, makroekonomik değişkenler, Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya koyduğumuz öngörülerle uyumlu bir görünüm arz etmiştir. Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda; 2006 yılının ikinci yarısından itibaren yurt içi talebin yavaşlayacağı, güçlü küresel büyüme eğilimine bağlı olarak net dış talepteki artışların ise devam edeceği öngörülmüştü. Ancak, yurt içi talepteki yavaşlamanın, net dış talepteki artıştan baskın olacağı, bu nedenle toplam talebin yavaşlayacağı ve 2006 yılının ikinci yarısında büyüme hızının geçmiş dönemlere kıyasla azalacağı öngörülmüştü. Nitekim, Aralık ayında açıklanan GSYİH verileri, yılın üçüncü çeyreğinde özel tüketim harcamalarındaki gelişmelerin etkisiyle, yurt içi talepte öngörülen yavaşlamanın gerçekleştiğini göstermektedir. Diğer taraftan, net dış talepteki artış da öngörülerimiz doğrultusunda gerçekleşmiş, kamu tüketim

harcamalarındaki artış eğilimi ile birlikte toplam talepteki yavaşlamanın sınırlı kalmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, geçtiğimiz Rapor döneminde öngördüğümüz gibi, yılın üçüncü çeyreğinde talep koşulları enflasyonun düşüş sürecine katkı yapmaya devam etmiştir.

Talep koşullarına ilişkin geçtiğimiz üç aylık dönemi kapsayan güncel veriler, 2006 yılının son çeyreğinde, yurt içi talepte üçüncü çeyrekte görülen gerilemenin ötesinde bir yavaşlama olmadığına işaret etmektedir. Euro bölgesindeki talebin canlı olması nedeni ile, dış talebin güçlü seyrini yılın son çeyreğinde de devam ettireceği ve büyümeye pozitif katkıda bulunacağı öngörülmektedir. Buna rağmen, para politikasının sıkı duruşuyla talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin 2006 yılının son çeyreği ve 2007 yılının ilk çeyreğinde de devam edeceği düşünülmektedir.

Mayıs ayında yaşanan dalgalanmalar sonucu 2006 yılının ikinci çeyreğinde YTL’de meydana gelen değer kaybı ile birlikte maliyet koşulları değişmiş ve YTL’nin enflasyonun düşüş sürecine verdiği destek ortadan kalkmıştı. Ekim ayı Enflasyon Raporu’nda ise, reel kurun enflasyonun düşüş sürecine verdiği katkının, 2006 yılının başlarına göre oldukça azalmakla beraber, Temmuz ayı dönemine göre arttığı bir çerçeve çizilmişti. İçinde bulunduğumuz dönemde de, reel kurun enflasyonun düşüş süreci üzerindeki etkisine dair öngörülerimiz Ekim ayı Enflasyon Rapor’undaki şekliyle korunmuştur.

Enflasyon beklentilerindeki düşüşün yılın son çeyreğinde de devam etmesi nedeniyle, son dönemde politika faizlerinin sabit tutulmasına rağmen, para politikası sıkılaşmaya devam etmiştir. Devlet iç borçlanma senetleri ve kredi faizleri gibi daha uzun vadeli enstrümanların reel faiz oranları ise yüksek düzeyini korumuştur. Tahminler üretilirken, reel faizlerin mevcut düzeyinin sıkı bir para politikasını ifade ettiği ve talep koşullarını sınırlandırarak enflasyonun düşüş sürecine katkı yapmaya devam edeceği bir görünüm çizilmektedir.

Ekim ayı Enflasyon Raporu’nda 2006 yılının son çeyreğinde yıllık TÜFE enflasyonunun; YTL’de meydana gelen değer kaybının gecikmeli etkilerinin kısmen ortadan kalkması, ham petrol fiyatlarında gözlenen olumlu gelişmeler ve işlenmemiş gıda fiyatlarının yıl sonuna doğru daha olumlu seyretmesi beklentisine bağlı olarak; bir miktar azalacağı öngörülmüştü. Nitekim; yukarıda bahsi geçen unsurlara bağlı olarak yılın son çeyreğinde enflasyon görünümünde

kısmi bir iyileşme gözlenmiştir. 2006 yılı içinde ortaya çıkan arz yönlü şokların oluşturduğu yüksek baz etkisinin ortadan kalkması, enerji ve diğer emtia fiyatlarında gevşeme olması, gıda fiyatlarındaki artışların yavaşlaması ve Mayıs sonrasında meydana gelen döviz kurundaki değer kaybının fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflaması gibi unsurların, 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yıllık enflasyonun düşüş eğilimine girmesine destek vereceği düşünülmektedir.

Yurt içi ekonomik aktiviteye ilişkin öngörülerimizin yanı sıra dışsal faktörlere ilişkin varsayımlar da orta vadeli enflasyon tahminlerimize baz oluşturan önemli girdilerdir. Bu varsayım seti; Euro bölgesi'nin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makroekonomik değişkenlerine ilişkin saptamalar ile uluslararası emtia fiyatlarının ve küresel likidite koşullarının seyrine dair öngörülerini içermektedir. Euro bölgesi'ne ilişkin varsayımlar "Consensus Forecast" sonuçlarının Ocak 2007 tarihli bülteninden derlenmiştir. Buna göre Euro bölgesi'nde büyümenin ivmelenme olmaksızın devam edeceği ve 2008 yıl ortası itibarıyla yaklaşık yüzde 2 olacağı öngörülmektedir. Enflasyondaki düşüş eğiliminin devam etmesi ve Euro bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat enflasyonunun 2008 yıl ortası itibarıyla yüzde 2 hedefine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir. Euro bölgesinde orta ve uzun vadede enflasyon hedefine yakınsamak için Avrupa Merkez Bankası'nın para politikasını kademeli olarak sıkılaştırabileceği dolayısıyla sınırlı oranda faiz artırımını yapabileceği öngörülmektedir. Orta vadeli tahminlerin üretilme sürecinde uluslararası likidite koşullarının seyri de kritik bir önem taşıdığından, Euro bölgesi'nin yanısıra gelişmekte olan ülkelerin para politikalarına ilişkin öngörüler de dikkatle değerlendirilmektedir.

Petrol fiyatları, Ekim ayı varsayımlarımızdan daha olumlu gelişmiştir. Dünya büyümesindeki yavaşlama, olumlu giden hava koşulları, ABD'deki ham petrol stoklarının yüksek seviyesi, Orta Doğu'da yaşanan görece istikrarlı durum ve üretim artışları petrol fiyatlarını aşağı çeken unsurlar olmuştur. Bu çerçevede, uluslararası petrol fiyatlarına ilişkin geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminde 60 ABD doları olarak varsayılan varil fiyatı, bu Raporda 55 ABD doları seviyesine çekilmiştir. Önümüzdeki dönemde, bu aşağı yönlü hareketi tersine çevirebilecek bir takım unsurların varlığından bahsedilebilmekle beraber, petrol fiyatlarının seyrine ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı tahminler üretilirken ham petrol fiyatlarının 55 ABD doları yatay bir seyir izleyeceği bir çerçeve çizilmiştir. Petrol fiyatlarındaki bu varsayım güncellemesine rağmen, tahminlerimiz üretilirken, petrol fiyatlarında

geçmiş dönemde gözlenen birikimli artışların, doğalgaz ve elektrik fiyatları gibi kalemlerde yükselişe yol açabileceği dikkate alınmıştır.

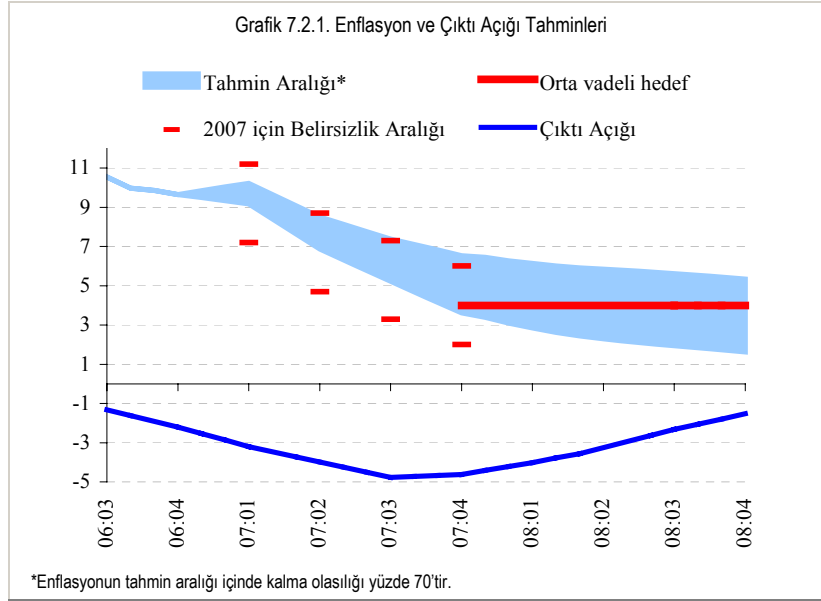
Mayıs-Haziran döneminde yaşanan finansal dalgalanma sonrasında küresel likidite koşullarında meydana gelen değişimin beklenenden daha kısa süreli olması nedeniyle Ekim Enflasyon Raporu döneminde tahminler yapılırken risk priminin önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştı. Ekim ayından bu yana bu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

7.2. Tahminler

Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin ortaya çıkması belirli bir süre gerektirdiğinden, Merkez Bankası politikasını oluştururken bugünkü enflasyonun değil gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklanmaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası politika tepkisini orta vadeli bir perspektif ile oluşturmakta ve para politikasının kontrolü dışındaki unsurların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine tepki vermemektedir. Daha önceki raporlarda da belirtilmiş olduğu gibi, Merkez Bankası enflasyonun gelecekteki eğilimine dair değerlendirmelerini oluştururken mevcut veri setini hem sayısal hem de yargısal yöntemler ile ele almaktadır. Sayısal yöntemler; yapısal modelleri, simülasyon uygulamalarını ve diğer istatistiksel ölçüm tekniklerini içermekte iken; yargısal yöntemler daha çok uzman görüşlerine dayanmaktadır. Rapor'un bu bölümünde, bahsedilen yöntemler kullanılarak ve orta vadeli bir perspektif gözetilerek oluşturulan tahminler sunulmaktadır.

Bölüm 7.1'de anlatılan varsayımlar ve öngörüler çerçevesinde oluşturulan ve tahmin ufku olarak belirlenen 2 yıllık bir zaman dilimini içerecek şekilde 2007 ve 2008 yılları için sunulan enflasyon ve çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de görülmektedir. Politika faizlerinin 2007 yılının ilk üç çeyreğinde sabit tutulduğu ve sonrasında kademeli bir indirime gidildiği varsayımı altında, yüzde 70 olasılıkla enflasyonun 2007 yılı sonunda yüzde 3,6 ile 6,6 (orta noktası 5,1) arasında, 2008 yılı sonunda ise yüzde 1,6 ile 5,2 (orta noktası 3,4) arasında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1). Bu tahminlere göre, enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde belirginleşmesi beklenmektedir. Tahminler, enflasyonun orta vadeli hedef olan yüzde 4'e yakınsaması için para politikasının mevcut sıkı duruşunun

bir müddet daha sürdürülmesi gerektiğine işaret etmektedir. Burada bir kez daha önemle vurgulanması gereken nokta, politika faizlerine ilişkin bu perspektifin mevcut bilgi seti ve varsayımlar altında orta vadeli hedeflerle tutarlı olarak türetilmiş olduğu ve TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığıdır. Dolayısıyla, tahminlere baz oluşturan ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde bu patika da doğal olarak değişecektir.



Grafik 7.2.1'de yukarıda özetlenen enflasyon tahminlerine baz oluşturan çıktı açığı tahminleri de yer almaktadır. Buna göre, çıktı açığının 2007 yılının ilk üç çeyreği boyunca derinleşerek enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği öngörülmektedir. Yukarıda ifade edilen politika perspektifi altında, çıktı açığının 2007 yılının son çeyreğinden başlayarak 2008 yılı boyunca kapanma eğilimi göstereceği ancak yine de ekonomideki talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Sonuç olarak, son dönemdeki makroekonomik gelişmeler Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan çerçeve ile uyumlu bir görünüm arz ettiği için, orta vadeli tahminlerde ve para politikası perspektifinde belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

7.3. Risk Unsurları

Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin temel risk, enflasyonun aşağı inme konusunda beklenenden daha güçlü bir direnç gösterme olasılığıdır. Bu direnç, enflasyon beklentilerinde ve hizmet enflasyonunda kendini göstermektedir. 2006 yılı genelinde hizmet grubu enflasyonu önceki yıllara göre çok sınırlı bir iyileşme göstermiştir. Parasal sıkılaştırma neticesinde yurt içi talepte öngörülen yavaşlamaya bağlı olarak, önümüzdeki dönemde, hizmet grubunun yıllık fiyat artışının da yavaşlayacağı düşünülmektedir. Ancak, hizmet sektöründe görece verimlilik artışlarının düşük olduğu, fiyatlama davranışının geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi gösterdiği ve ücretlere duyarlı olduğu düşünüldüğünde hizmet enflasyonunun önümüzdeki dönemde de orta vadeli hedeflere ulaşmada risk unsuru olmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonu oldukça kısa bir süre içinde yüzde 10 düzeylerinden yüzde 4 düzeyine indirmeyi hedeflediğimiz de göz önüne alındığında, hizmet sektöründeki fiyat artışlarının önemli bir risk unsuru olduğu ortaya çıkmaktadır. Son dönemdeki ücret ayarlamaları bu riski daha da belirginleştirmiştir. Böylesi bir riskin gerçekleşmesi, para politikasının sıkı duruşunun uzun bir süre korunmasını gerektirebilecektir.

Enflasyon görünümüne dair bir diğer risk para politikasının toplam talep üzerindeki gecikmeli etkilerine ilişkin belirsizliklerdir. Para politikasının ekonomi üzerindeki gecikmeli etkileri zamana bağlı olarak değişebilmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisi için de geçerlidir. Ekonomik faaliyette 2006 yılının üçüncü çeyreğinde görülen yavaşlamanın, para politikasındaki sıkılaştırmadan ziyade finansal piyasalardaki dalgalanmalar sonrasında tüketici ve üretici güvenindeki azalmadan kaynaklandığı düşünülmektedir. 2006 yılı Haziran ayından bu yana gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın özel kesim talebi üzerindeki etkisi son dönemde görülmeye başlanmış olsa da ekonomideki yavaşlamanın ne kadar süreceği ve hangi boyutta gerçekleşeceği konusu henüz tam olarak netleşmemiştir. Ayrıca kamu harcamalarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi, toplam talep ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru oluşturmaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası, gerek gelirler politikasındaki gelişmelerin gerekse faiz dışı kamu harcamalarındaki artışların makroekonomik etkilerini yakından takip etmektedir.

Enflasyonun hedefe yakınsamasını geciktirme potansiyeli taşıyan bir diğer risk, küresel piyasalarda ortaya çıkabilecek ani dalgalanmalardır. İçinde

bulduğumuz konjonktürde uluslararası likidite koşulları, risk algılamasını ve mali piyasalardaki dalgalanmaları etkileyen unsurların başında gelmektedir. Mevcut durumda, ABD’de enflasyon riskinin ve dolayısıyla faiz artırım olasılığının azalmış olduğu görülmektedir. Ancak, dünya büyümesinde beklenenden hızlı bir yavaşlama olma olasılığı veya küresel dengesizliklere bağlı olarak ortaya çıkabilecek bir düzeltme hareketi, gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkileyebilecek senaryolar arasında yerini korumaktadır. Bu noktada, Merkez Bankası’nın, 2006 yılı Haziran ayı içinde alınan tedbirler çerçevesinde mali piyasalarda oluşabilecek geçici ani dalgalanmalara karşı kullanılacak esnek bir politika aracı tasarlamış olduğunu vurgulamak faydalı olacaktır. Piyasadaki mevcut likidite yapısı, operasyonel faizlerin iki Kurul toplantısı arasında ihtiyaç duyulduğu anda hızlı bir şekilde yukarı doğru ayarlanabilmesine olanak tanımaktadır. Merkez Bankası, mali piyasalarda geçici ve sert dalgalanmalar gözlenmesi halinde bu tarz bir politika sıkılaştırmasına gidilebileceğini kamuoyuna açıklamıştır. Dalgalanmaların enflasyon görünümünde kalıcı olumsuz etkiler oluşturması halinde ise Kurul, politika faizlerini gözden geçirecektir.

Son olarak, küresel ekonomiye ilişkin, olumsuz senaryolar kadar olumlu senaryoların da türetilbileceği belirtilmelidir. Türkiye, net emtia ithalatçısı bir ülkedir. Küresel ekonomide bir soğuma olması veya emtia fiyatlarındaki gevşemenin devam etmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarında dalgalanma oluşabilecek ve bu durumdan ekonomimiz de olumsuz etkilenebilecektir; ancak, sonrasında dış ticaret haddindeki iyileşme orta vadeli enflasyon görünümü açısından olumlu sonuçlar doğuracaktır.

Orta ve uzun dönemde mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler, gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir. Avrupa Birliği (AB)’ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi kritik önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi, uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.

GRAFİKLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	3
---	---

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Para Politikası Faiz Oranları	9
Grafik 2.1.2. Enflasyon Oranları	9
Grafik 2.2.1. Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi	11
Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	11
Grafik 2.2.3. Gelişmiş Ülke Tahvil Getirileri (30-yıl)	12
Grafik 2.2.4. EMBI+ Gelişmeleri	12
Grafik 2.2.5. Gelişmiş Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	13
Grafik 2.2.6. Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	13
Grafik 2.2.7. Emtia Fiyatları Gelişmeleri	14
Grafik 2.2.8. Petrol Fiyatları	15

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu	17
Grafik 3.1.2. Tüketici Fiyatları	18
Grafik 3.1.3. İşlenmemiş Gıda Fiyatları	19
Grafik 3.1.4. Tarım ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları	19
Grafik 3.1.5. Yurt İçi Enerji Fiyatları	20
Grafik 3.1.6. Hizmet Grubu Fiyatları	22
Grafik 3.1.7. Yıllara Göre Hizmet Grubu Fiyatları	22
Grafik 3.1.8. TÜFE ve ÖKTG-H	24
Grafik 3.1.9. Yıllık Enflasyona Katkı	24
Grafik 3.1.10. Tarım Fiyatları (ÜFE)	25
Grafik 3.1.11. İmalat Sanayi Fiyatları ve Döviz Kuru Sepeti	25
Grafik 3.1.12. ÜFE ve Petrol Ürünleri Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	25
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	26
Kutu 3.2. Grafik 1. İthalat Birim Değer Endeksi ve TÜFE	31
Kutu 3.2. Grafik 2. İthalat Birim Değer Endeksi ve ÜFE	31
Kutu 3.2. Grafik 3. İthalat Birim Değer Endeksi ve Çin İhracat Fiyat Endeksi	31

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	33
Grafik 4.1.2. Sanayi Üretim Endeksi-Kapasite Kullanım Oranı	35
Grafik 4.1.3. Sanayi Üretim Endeksi-Ara Mal İthalat Miktar Endeksi	35
Grafik 4.1.4. Kalemler İtibarıyla Tüketim Malları İthalatı	36
Grafik 4.1.5. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	36
Grafik 4.1.6. Tüketici Kredileri ve Tüketim Harcamaları Üç Aylık Reel Yüzde Değişimleri	36
Grafik 4.1.7. CNBC-e Tüketim Endeksleri	36
Grafik 4.1.8. Yatırım Malları İthalatı ve Ticari Araç Yurt İçi Satışları	37
Grafik 4.1.9. Yatırım Harcamaları ve Uzun Vadeli Net Dış Kredi Kullanımı	38
Grafik 4.1.10. Çıktı Açığı	39
Grafik 4.2.1. Reel İhracat ve İthalat	39
Grafik 4.2.2. İthalat ve İhracat	40
Grafik 4.2.3. İthalat Alt Kalemleri	41
Grafik 4.2.4. Cari İşlemler Dengesi/GSMH	41
Grafik 4.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Reel Birim Ücret Endeksi	43

5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	45
Grafik 5.1.2. Fazla YTL Likiditesi Gelişmeleri	46
Grafik 5.1.3. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	47
Grafik 5.1.4. Getiri Eğrileri	47
Grafik 5.1.5. Reel Faiz Gelişmeleri	48
Grafik 5.1.6. Döviz Kuru Gelişmeleri	49
Grafik 5.1.7. Yabancı Bankaların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	49
Grafik 5.2.1. Yurt Dışı Yerleşiklerin Tuttukları DİBS Miktarı ve Bankaların Menkul Değerler Cüzdanı	50
Grafik 5.2.2. Reel Sektöre Açılan Krediler/GSMH	51

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	57
Grafik 6.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	58
Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	58

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	65
---	----

TABLOLAR

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

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

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	18
Tablo 3.1.2. İşlenmemiş Gıda Fiyatları	19
Tablo 3.1.3. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları	21
Tablo 3.1.4. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	21
Tablo 3.1.5. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)	23
Tablo 3.1.6. ÜFE ve Alt Kalemler	24
Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	27
Kutu 3.1. Tablo 1. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları	28
Kutu 3.2. Tablo 1. Kullanım Amacına Göre Yapılan İthalatta Çin'in Payı	30
Kutu 3.2. Tablo 2. Kullanım Amacına Göre Yapılan İthalatta Çin'in Payı	30

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	34
Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	42

5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar	51
---	----

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	55
Tablo 6.1.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü	56
Kutu 6.1 Tablo 1. 2007 Yılı Hazine Finansman Programı	60

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BoJ	Japonya Merkez Bankası
CSRA	Credit Suisse Risk İřtahi Endeksi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	Devlet Planlama Teřkilatı
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
Fed	Amerika Merkez Bankası
FOMC	Federal Open Markets Committee
GSMH	Gayrî Safi Millî Hasıla
GSYİH	Gayrî Safi Yurt İçi Hasıla
HICP	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
IFS	Uluslararası Finansal İştatistikler
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İştanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KİFT	Kredi İflas Takası
KİT	Kamu İktisadi Teřekkülleri
LME	Londra Metal Borsası
MSCI	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
OSD	Otomotiv Sanayii Derneđi
ÖKTG	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
PPK	Para Politikası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TETAş	Türkiye Elektrik Ticaret Taahhüt Anonim şirketi
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İřtatistik Kurumu
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
TÜRK TELEKOM	Türk Telekomünikasyon A.ř.
YTL	Yeni Türk lirası