



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2006-IV



İÇİNDEKİLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Enflasyon ve Para Politikasının Gelişimi	1
1.2. Görünüm	2
1.3. Riskler	3
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	5
2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası Gelişmeleri	5
2.2. Uluslararası Piyasalar	8
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	19
3.1. Enflasyon	19
3.2. Beklentiler	28
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	31
4.1. Arz-Talep Dengesi	31
4.2. Dış Talep	36
4.3. Birim İşgücü Maliyetleri	39
5. MALİ PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	41
5.1. Mali Piyasalar	41
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	46
6. KAMU MALİYESİ	49
6.1. Bütçe Gelişmeleri	50
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	52
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	57
7.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	57
7.2. Tahminler	60
7.3. Risk Unsurları	61

1. Genel Değerlendirme

1.1. Enflasyon ve Para Politikasının Gelişimi

2006 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık tüketici fiyat enflasyonu yüzde 10,55 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında enflasyonun yükselişe geçmesinde, bir önceki enflasyon raporunda da ifade edildiği gibi, uluslararası petrol ve altın fiyatlarındaki olumsuz seyrin yanı sıra, tütün ve işlenmemiş gıda ürünleri enflasyonundaki hızlı artış ve küresel likidite koşullarındaki bozulmadan kaynaklanan sermaye çıkışları gibi arz şokları etkili olmuştur. Anılan şokların birikimli etkileri yıllık enflasyon oranının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açmaktadır.

Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi, yıllık enflasyon oranının yüksek düzeyde gerçekleşmesinde rol oynayan unsurların başında gelmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan bu yana, Yeni Türk lirası (YTL) döviz sepeti karşısında nominal olarak yaklaşık yüzde 15 oranında değer kaybetmiştir. Bu gelişmenin yıllık enflasyon üzerindeki birincil etkisinin, 2006 yıl sonu itibarıyla 3,5 puan civarına ulaşacağı düşünülmekte, ikincil etkiler dikkatle izlenmektedir.

Para Politikası Kurulu (Kurul), Haziran ayındaki 400 baz puanlık sıkılaştırmanın ardından, Temmuz ayında da, bir önceki raporda yılın geri kalan dönemi için öngörülen *ölçülü parasal sıkılaştırma* politikası çerçevesinde hareket etmiş ve politika faizlerini 25 baz puan yükseltmiştir. Alınan politika tedbirlerinin yanı sıra uluslararası gelişmelerin yurt içi piyasalar üzerindeki olumlu etkisiyle son aylarda orta vadeli enflasyon beklentilerinde görece iyileşme eğilimi başlamıştır.

Son dönemde yaşanan gelişmeler, enflasyonun görünümünde kısmi bir iyileşmeye yol açmıştır. Enflasyondaki yükselişte öne çıkan unsurlardan işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artış eğiliminin sürmesine karşın, petrol, altın ve diğer emtia fiyatları, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'ndaki ana senaryoyu oluşturan varsayımlarımıza kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir. Ayrıca, Yeni Türk lirasının güçlenme eğilimi de enflasyonun kısa vadeli görünümündeki iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Yurt içi özel kesim talebindeki yavaşlama sinyalleri ise daha belirgin hale gelmiştir. Bu gelişmeler ışığında, Kurul, politika faiz oranlarını Ağustos ve Eylül aylarında sabit

tutmakla birlikte sıkılaşıma olasılığının henüz tam olarak ortadan kalkmadığını ifade etmiştir.

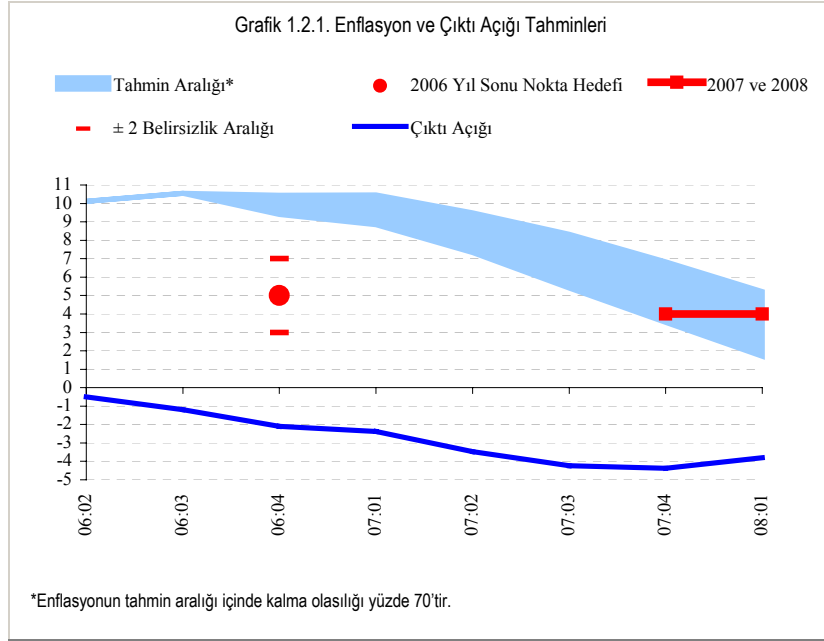
Ancak, diğer yandan kamu harcamalarındaki artış eğilimi ve gelirler politikasının enflasyon hedefi ile tam olarak uyumlu olmaması, orta vadeli enflasyon görünümü açısından olumsuz gelişmeler olarak dikkat çekmektedir. Bunun yanında, petrol fiyatlarında geçmiş dönemde gözlenen birikimli artışların doğalgaz ve elektrik fiyatlarına belli bir gecikmeyle yansımaları, enerji fiyatlarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı olumsuz katkının önümüzdeki dönemde de süreceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli enflasyon beklentilerindeki görece iyileşmeye rağmen, Ekim ayında da faizlerin değiştirilmemesine karar verilerek para politikasının sıkı duruşu korunmuştur. Kurul, orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, hizmet fiyatlarına ilişkin yeni risklerin ortaya çıkmış olması ve küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi gibi unsurların orta vadeli perspektifte ihtiyatlı olma gereğini de beraberinde getirdiği değerlendirilmiştir.

1.2. Görünüm

Haziran ayı içinde alınan politika tedbirlerinin enflasyon üzerindeki etkisinin 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren belirginleşmesi beklenmektedir. Mevcut göstergeler, başta dayanıklı mallar ve konut olmak üzere, faiz oranlarına duyarlı mal gruplarına yönelik yurt içi talepte belirgin bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Ancak, gerek yarı-dayanıklı ve dayanıksız mal gruplarına yönelik talepte ciddi bir yavaşlama sinyali alınmaması, gerekse net dış talebin 2006 yılının ilk yarısına kıyasla görece güçlü seyretmesi nedeniyle, toplam talepteki yavaşlamanın sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. Temmuz ve Ağustos aylarına ilişkin sanayi üretimi ve Temmuz-Eylül dönemi kapasite kullanım oranlarının mevsimsellikten arındırılmış verileri yılın ikinci çeyreğine kıyasla daha düşük düzeylerde seyretse de, söz konusu yavaşlamanın ekonomik faaliyetlerde ciddi bir daralmaya işaret etmediği düşünülmektedir.

Bu çerçevede oluşturulan güncel tahminler, 2006 yıl sonuna ilişkin enflasyon oranının yüzde 70 olasılıkla yüzde 9,2 ile yüzde 10,6 aralığında gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Para politikasının mevcut sıkı duruşunun 2007 yılının son çeyreğinin başına kadar korunduğu ve sonrasında ölçülü bir faiz indirimine gidildiği bir senaryo altında enflasyon oranının 2008 yılının ilk

çeyreği sonunda yüzde 1,7 ile yüzde 5,2 aralığında gerçekleşeceği ve böylece enflasyonun bir buçuk yıllık bir zaman diliminde hedef patikaya yakınsayacağı tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.1).¹ Anılan faiz patikasının mevcut bilgi setine dayanarak oluşturulan bir politika çerçevesini ifade ettiği ve yeni bilgilerin bu patikayı değiştirebileceği unutulmamalıdır.



1.3. Riskler

Küresel risk iştahındaki olası değişimler ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek yeni dalgalanmalar, enflasyon görünümü konusundaki temel risk unsurlarından biri olmaya devam etmektedir. Son dönemde gelişmiş ülke ekonomilerindeki enflasyon kaygıları yerini ekonomik yavaşlama kaygısına bırakmış görünmektedir. Her iki durum da, küresel risk algılamasının artmasına yol açabilecek ve yükselen piyasa ekonomilerinde dalgalanmalara yol açarak kısa dönemde enflasyonu olumsuz etkileyebilecektir. Orta vadeli bekleyişlerin olumsuz etkilenmesi durumunda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) parasal sıkılaştırmaya gitmekten kaçınmayacaktır. Diğer yandan, küresel bir soğumanın, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş kanalıyla orta vadede daha olumlu bir enflasyon görünümü anlamına gelebileceği de göz önüne alınmalıdır.

¹ 2007 yıl sonu için öngörülen rakam ise yüzde 3,5 ile 6,8 arasındadır.

Enflasyon görünümü açısından belirsizlik oluşturan bir diğer unsur ise yüksek seyreden orta vadeli enflasyon beklentilerinin ve hizmet grubundaki geriye dönük fiyatlama alışkanlıklarının yol açabileceği risklerdir. Mevcut dönemde yüzde 12 civarında seyreden hizmet enflasyonunun, yurt içi talepte beklenen yavaşlamaya paralel olarak önümüzdeki yılda bir miktar daha gerilemesi beklenmektedir. Ancak, yine de geçmişe yönelik fiyatlama davranışının sürmesi, 2007 yılı gelirler politikasının enflasyon hedefi ile tam olarak uyumlu olmaması ve diğer yapısal unsurlar nedeniyle hizmet fiyat enflasyonunun yüksek seyretmeye devam etmesi bir risk olarak ortaya çıkmaktadır. Gelirler politikasının 2007 yılında enflasyondaki düşüş sürecine vereceği katkının sınırlı olacağı göz önüne alındığında, enflasyondaki atalet riski daha da belirginleşmektedir.

Faiz dışı kamu harcamalarında, özellikle personel ve sağlık gibi alanlardaki, artışların önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde oluşturabileceği etkilerin tam olarak bilinmemesi ve parasal aktarım mekanizmasına ilişkin diğer belirsizlikler, toplam enflasyon görünümüne ilişkin çizdiğimiz çerçevenin farklılaşmasına yol açabilecek risk unsurları arasında değerlendirilmektedir. TCMB, geçtiğimiz dönemde yapılan parasal sıkılaştırmanın ekonomi üzerindeki etkilerini yakından izlemeye devam edecektir. Yukarıda sıralanan risklerin gerçekleşmesi sonucu orta vadeli enflasyon görünümündeki iyileşmenin beklenenden yavaş olması halinde para politikası daha da sıkılaştırılacaktır.

Bütün bunların dışında, orta ve uzun vadeli görünüm açısından, 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.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası Gelişmeleri

ABD ekonomisi, 2005 yılı yaz aylarından itibaren çeşitli kasırgaların, jeopolitik gerginliklerin ve ham petrol fiyatlarında ortaya çıkan artışların olumsuz etkileriyle karşı karşıya kalmıştır. Bununla birlikte, 2004 yılındaki hızlı büyüme performansı 2005 yılında da devam etmiş ve büyüme oranı yüzde 3,5 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde yüzde 1,4 oranında büyüyen ABD ekonomisi, 2006 yılının ikinci çeyreğinde nispeten yavaşlayarak yüzde 0,6 oranında büyümüştür. Söz konusu büyüme oranındaki düşüş, 2004 yılından itibaren ard arda 17 kez artırılan Amerika Merkez Bankası (Fed) faiz oranlarının ve enerji fiyatlarındaki artışın gecikmeli etkilerinin gözlenmeye başlaması ile açıklanmaktadır. Faiz oranı artışlarının gecikmeli etkileri özellikle konut piyasasında etkili olmaktadır. Büyüme hızındaki düşüşün yılın kalan kısmında devam etmesi ve ABD ekonomisinin 2006 yılının tamamında yüzde 3,6 civarında büyümesi beklenmektedir (Tablo 2.1.1). Diğer taraftan, 2006 yılının ikinci çeyreğinde ABD cari işlemler açığı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin yüzde 6,6'sına ulaşmıştır. 2007 yılında söz konusu açığın yüzde 6,9 düzeyine ulaşarak küresel ekonomik denge açısından risk oluşturmaya devam edeceği öngörülmektedir.

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları

	2005	2006**	Bir Önceki Çeyreğe Göre Yüzde Değişim*					
			2005-I	2005-II	2005-III	2005-IV	2006-I	2006-II
<i>Dünya</i>	4,8	5,2	-	-	-	-	-	-
<i>ABD</i>	3,5	3,6	0,9	0,8	1,0	0,4	1,4	0,6
<i>Japonya</i>	2,7	2,8	1,4	1,3	0,2	1,1	0,7	0,2
<i>Euro Bölgesi</i>	1,4	2,2	0,4	0,4	0,6	0,3	0,6	0,9
<i>Almanya</i>	1,1	1,8	0,6	0,4	0,5	0,3	0,7	0,9
<i>Fransa</i>	1,4	2,1	0,1	0,0	0,7	0,2	0,5	1,2
<i>İtalya</i>	0,1	1,4	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,7	0,5
<i>İngiltere</i>	1,8	2,4	0,2	0,5	0,4	0,7	0,7	0,8
<i>Çin</i>	9,9	9,7	9,9	10,1	9,8	9,9	10,2	10,9

* Çin'in değerleri, yıllık yüzde değişimdir.

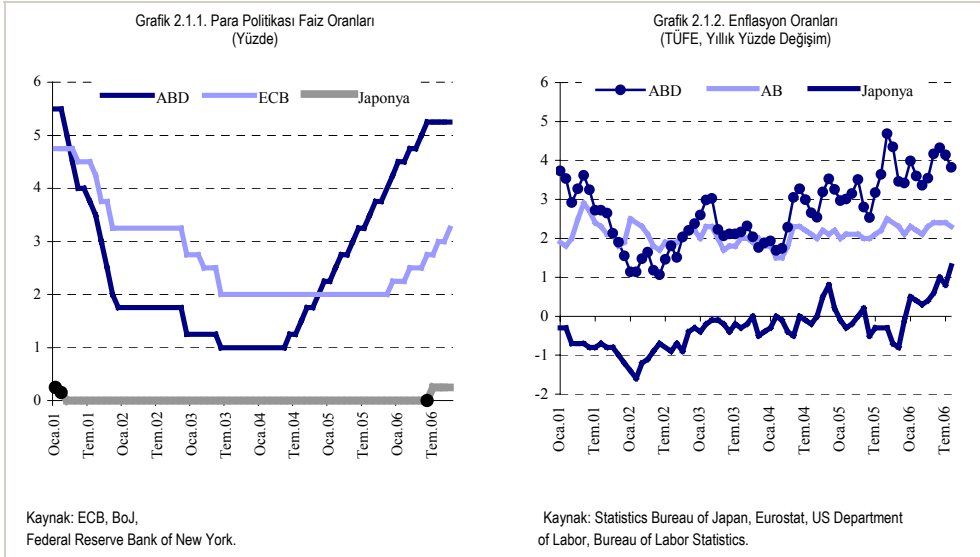
** 2006 yılı beklenen değerleridir.

Kaynak: Eurostat, OECD, World Economic Outlook.

ABD ekonomisinde son aylarda artan enerji ve diğer emtia fiyatları ile birlikte tüketici fiyatları enflasyonunda artış kaydedilmiştir. Öte yandan, büyümede kaydedilen görece ılımlı seyir ile enerji fiyatlarındaki artışın fiyatlar üzerinde azalan baskısı sonucunda 8 Ağustos 2006, 20 Eylül 2006 ve 25 Ekim 2006 tarihlerinde yapılan Federal Open Markets Committee (FOMC) toplantılarında Fed faiz oranlarının 5,25'te tutulmasına karar verilmiştir (Grafik 2.1.1, 2.1.2). 12 Aralık 2006 tarihinde 2006 yılının son toplantısını gerçekleştirecek olan FOMC'nin, söz konusu toplantıda faiz değiştirme kararı

alması beklenmemektedir. Bununla beraber, FOMC tarafından bundan sonraki faiz kararlarının enflasyon ve büyümeye ilişkin yeni göstergelere göre şekilleneceği sıkça vurgulanmaktadır.

2006 yılının ilk çeyreğinde yüzde 0,6 oranında büyüyen Euro bölgesinde, 2006 yılının ikinci çeyreğinde büyüme oranı artış kaydederek yüzde 0,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, Euro bölgesinde son dört çeyrekte ortalama büyüme oranı yüzde 0,6 civarında gerçekleşmiştir (Tablo 2.1.1). İç talep kaynaklı büyüyen Euro bölgesinde, istihdama ilişkin olumlu beklentiler, artan şirket kârları ve azalan işsizlik oranlarına ilişkin veriler doğrultusunda yatırım ve tüketim harcamalarının kuvvetleneceği beklenmektedir. Küresel ekonomik faaliyetlerde bölgeler arası dengesizliklerin nispeten giderilmesinin yansıması olarak güçlü bulunan Euro bölgesi ihracatının büyümeye destek vermeye devam edeceği öngörülmektedir. Bu sebeple, 2005 yılında yüzde 1,4 oranında büyüyen Euro bölgesinde, 2006 yılında yüzde 2'nin üzerinde büyüme gerçekleşmesi beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki düşüşün devam etmesinin büyüme hızını artıracığı öngörülmekte, buna karşın petrol fiyatlarında yeniden artış yaşanmaya başlaması, korumacı baskılar ve küresel dengesizlikler büyüme sürecini yavaşlatacak risk unsurları olarak ön plana çıkmaktadır.



Euro bölgesinde 2006 yılı Eylül ayında yıllık yüzde 2'nin altında gerçekleşen Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) artış oranının yılın kalanında ve 2007 yılı boyunca yüzde 2'nin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir (Grafik 2.1.2). 2006 yılı Ağustos ayına kadar yıllık ortalama

yüzde 2,3 oranında artış kaydeden HICP'nin 2006 yılı Eylül ayındaki azalışında petrol fiyatlarının düşmesi etkili olmuştur. Öte yandan, "futures" piyasasındaki yüksek kotasyonlar enerji fiyatlarında artış kaydedileceğine işaret etmekte, bu sebeple, enerji fiyatları enflasyon üzerinde baskı unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Buna ek olarak, faiz oranlarının uzunca süredir düşük seviyelerde kalmış olması sonucu halen yaşanmakta olan para ve kredi genişlemesi, orta ve uzun vadelerde enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak, Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi 2005 yılı Aralık ayından itibaren, son iki faiz oranı değişimi 3 Ağustos 2006 ve 5 Ekim 2006 tarihli toplantılarda olmak üzere, faiz oranlarını beş kez 25 baz puan artırarak yüzde 3,25 düzeyine çıkarmıştır (Grafik 2.1.1). 10 Ekim 2006 tarihinde, ECB Başkanı Jean Claude Trichet, Avrupa Parlamentosu'nda yapmış olduğu konuşmasında, fiyat istikrarı ile istihdam yaratıcı sürdürülebilir büyümeyi sağlamak amacı doğrultusunda, ECB'nin para politikasını daha da sıkılaştırabileceği sinyallerini vermiştir.

2005 yılında, canlı iç talep ve yüksek ihracat performansı kaynaklı yüzde 2,7 oranında büyüyen Japonya'nın, istihdam ve harcanabilir gelir artışları sonucu iç talebin canlılığının devam etmesiyle 2006 yılında yüzde 2,8 oranında büyümesi beklenmektedir (Tablo 2.1.1). 2005 yılında GSYİH'nin yüzde 3,6'sı düzeyinde olan cari işlemler fazlasının, 2006 yılında ihracat performansına bağlı olarak artması ve yüzde 4'ün üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Nitekim, ihracat gelirleri 2006 yılı Eylül sonu itibarıyla önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık yüzde 16 artış göstermiştir. Canlı iç talep sonucu tüketici fiyatları yıllık artış oranları önceki dönemlerin aksine 2006 yılı boyunca pozitif bir seyir izlemiştir. Tüketici fiyatları yıllık artış oranlarında son dönemde gözlenen yükseliş eğilimi büyümenin enflasyonist olmaya devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2).

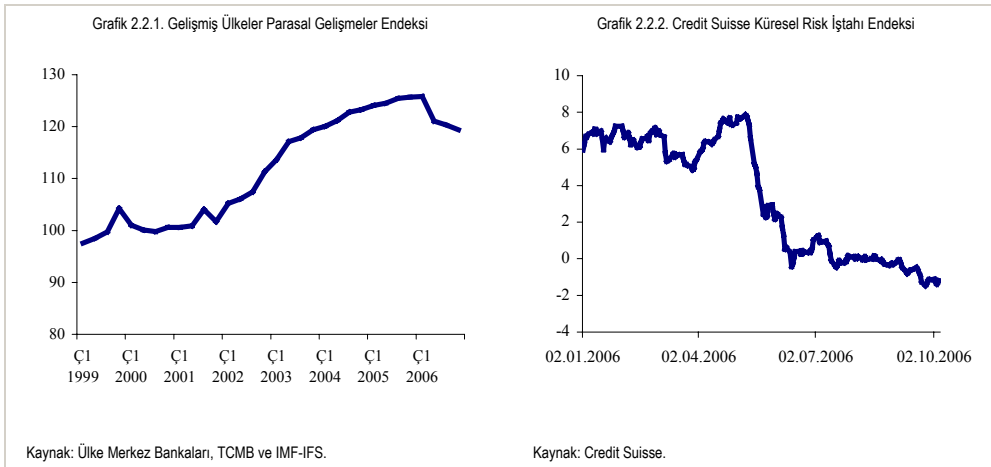
Japonya Merkez Bankası (BoJ), 2006 yılı Mart ayı toplantısında beş yıldır sürdürmekte olduğu yüksek likidite politikasına son vermiş, resmi olarak hedef koymamış olduğu politika faiz oranının fiili olarak sıfır seviyesinde kalmasını uygun görmüştür. Öte yandan, son gelişmelere paralel olarak BoJ faiz oranlarını, yüzde sıfır düzeyinde tutmanın önümüzdeki dönemde ekonomik faaliyetlerde ve fiyatlarda büyük dalgalanmalara sebep olabileceği endişesiyle, 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).

2005 yılında artan şirket kârları, ihracat ve yatırımlardaki artışa paralel olarak Çin ekonomisi yüzde 10 düzeyinde büyüme kaydetmiştir. Aynı eğilimlerin 2006 yılı boyunca sürmesi ve Çin ekonomisinin cari yılda yüzde 10'a yakın bir düzeyde büyümesi beklenmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, 2006 yılının ilk çeyreğinde yıllık yüzde 10,2 oranında büyüyen Çin ekonomisi, aynı yılın ikinci çeyreğinde yıllık yüzde 10,9 oranında büyüme kaydetmiştir. Büyümeye katkı sağlayan en önemli unsur olan ihracat 2005 yılında hızlı artış göstermiş, bunun sonucu olarak, Çin'in cari fazlasının GSYİH'sına oranı, 2004 yılına göre yaklaşık iki kat artarak yüzde 6,3 düzeyine ulaşmıştır. Ancak, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren Çin para birimi yuanın ABD doları karşısında değerlenmeye başlaması ve bu değerlenmenin 2006 yılının ilk çeyreğinden itibaren hızlanarak devam etmesi, cari fazlanın 2007 yılından itibaren azalabileceği beklentisini doğurmaktadır.

2.2. Uluslararası Piyasalar

2.2.a. Mali Piyasalar

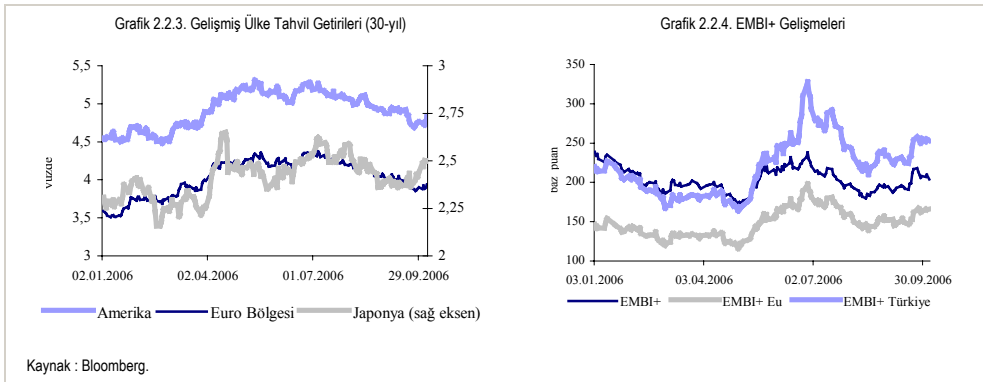
2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan çalkantılar, uluslararası piyasalarda 2003 yılından itibaren gözlenen eğilimlerin kesintiye uğramasına neden olmuştur. Temmuz ayından itibaren mali piyasalarda yeniden istikrar hakim olurken, çalkantı öncesi dönemden farklı olarak, gelişmiş ülkelere ait varlıklar daha olumlu performans göstermektedir. Küresel risk iştahında gözlenen azalışla birlikte uluslararası yatırımcıların daha istikrarlı, piyasa ve likidite risklerinin düşük olduğu gelişmiş ülkelere ait yatırım araçlarına yöneldikleri gözlenmektedir.



ABD, Euro bölgesi ve Japonya'nın nominal GSYİH büyümesini aşan parasal taban genişlemesinin söz konusu ülkelerin GSYİH'leri ile ağırlıklandırılarak 1999=100 olacak şekilde hesaplandığı "Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi'nin" 2006 yılı ilk çeyreğinde zirveye ulaştığı, ancak BoJ'un Mart ayı toplantısında almış olduğu para politikasını sıkılaştırma kararı neticesinde bu tarihten itibaren gerilemekte olduğu gözlenmektedir. Nisan ve Mayıs aylarında parasal tabanını sert bir şekilde daraltan BoJ, oldukça yavaşlayarak da olsa, politikasını takip eden aylarda da devam ettirmiştir (Grafik 2.2.1).

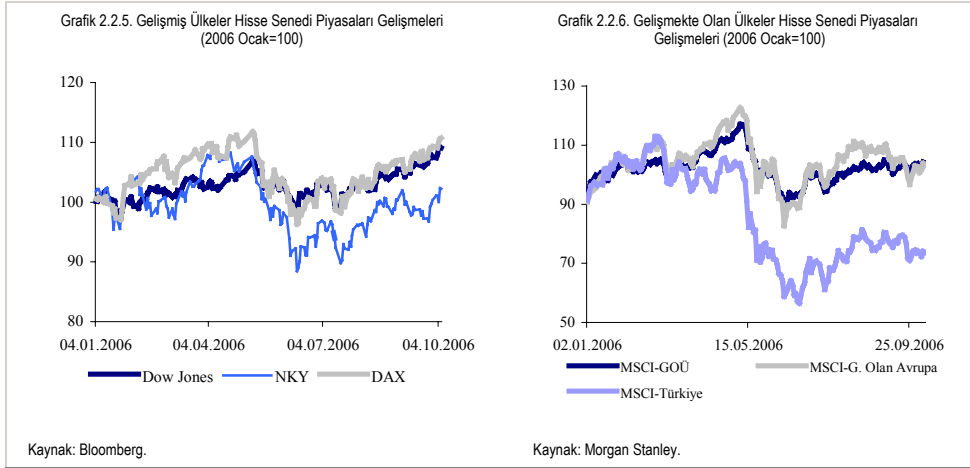
Önemli küresel risk iştahı göstergelerinden birisi olan Credit Suisse Risk İştahı Endeksi (CSRA), Mayıs ayında yaşanan gelişmelerin ardından önemli ölçüde gerileyerek 25 yıllık ortalaması olan 0,97'nin altında kalmıştır. Endeks ortalamasına 1,5 standart sapmanın eklenip çıkarılmasıyla elde edilen sınırlar dikkate alındığında ise, endeksin 2005 yılı Kasım ayından itibaren "aşırı iyimserlik" olarak tanımlanan üst sınırın üzerinde değer aldığı, ancak Mayıs ayı gelişmelerini takiben önemli ölçüde gerilediği gözlenmektedir. Endeksin düşük seviyesi, uluslararası yatırımcıların portföylerinde gelişmiş ülkelere ait güvenli varlıklara daha fazla ağırlık verdiklerine işaret etmektedir (Grafik 2.2.2).

Gelişmiş ülkelere ait faiz gelişmeleri incelendiğinde, ABD ve Euro bölgesinde enflasyon baskılarının hafiflemesi neticesinde politika faizlerinde artışların sona ermekte olduğu görüşünün hakim olması ve uluslararası yatırımcıların güvenli varlıklara yönelik taleplerinin artmasıyla, uzun vadeli tahvillerde oluşan getiri oranlarının ılımlı bir şekilde gerilediği gözlenmektedir. Japonya'da ise getirilerdeki gerileme eğilimi, Ağustos ayı enflasyon gelişmelerinin ardından tersine dönmüş ve getiriler hızlı bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.2.3).



Gelişmekte olan ülke getirileri ise, 2006 yılı Mart ayı itibarıyla tarihi düşük seviyelere ulaşmış, Mayıs ayı ortalarında başlayan finansal dalgalanma sonucunda yükselme eğilimine girmiş ve söz konusu eğilim Haziran ayı sonlarına kadar devam etmiştir. Bu tarihten itibaren getirilerde azalışlar gözlenmesine rağmen, çalkantı öncesi döneme kıyasla daha yüksek bir seviyede istikrar kazanmıştır. Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI+) ve bu endeksin gelişmekte olan Avrupa ile Türkiye alt endekslerinin benzer şekilde hareket ettiği, dönüş noktalarının aynı olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye alt endeksi ise, iki yıllık bir aranın ardından Mayıs ayında EMBI+ endeksinin üzerinde değer almaya başlamış, takip eden aylarda iki seri arasındaki fark pozitif olmaya devam etmiştir (Grafik 2.2.4).

Gelişmiş ülkelere ait hisse senedi piyasalarında Mayıs ayıyla beraber kesintiye uğrayan yükseliş eğilimi Haziran ayı ortalarından itibaren yeniden güç kazanmış, özellikle Dow Jones yüksek performans göstermiştir (Grafik 2.2.5). Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise, Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye alt endekslerinin finansal çalkantılar sonucunda önemli ölçüde gerilediği, Temmuz ayından itibaren bir miktar yükseliş sergilemekle birlikte, çalkantı öncesi değerlerine ulaşamadığı gözlenmektedir (Grafik 2.2.6).



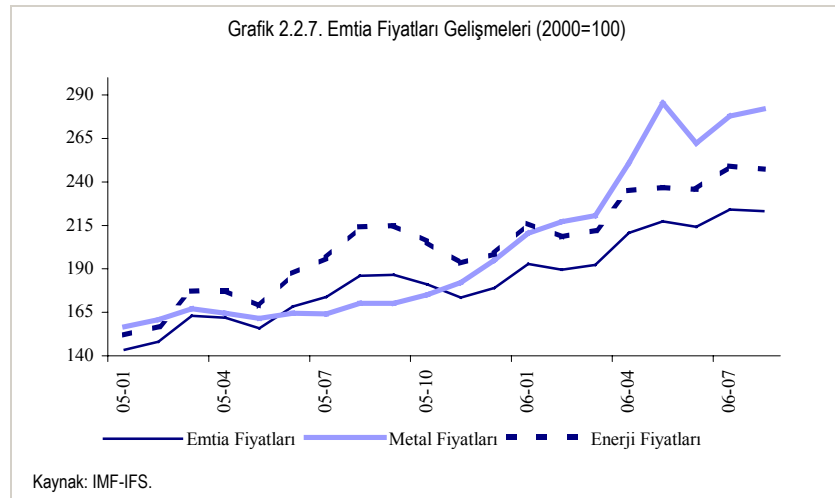
Temmuz ayından itibaren uluslararası piyasalar görece istikrarlı bir yapı arz etmekle beraber önemli risk unsurları mevcuttur. ABD’de emlak piyasasında yaşanan gerilemenin ülke büyümesinde hızlı bir şekilde gerilemeye neden olması ve bu gelişmenin küresel büyümeyi sekteye uğratması, risk iştahının daha da gerilemesine neden olabilecektir. Uluslararası kuruluşlar da küresel dengesizliklere dikkat çekmekte ve önümüzdeki dönem için bir risk

unsuru olarak değerlendirmektedir. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelere ait temel para birimlerinde gerçekleşebilecek önemli değer değişiklikleri uluslararası yatırımcıların portföylerini yeniden uyarlamalarını beraberinde getirebilecektir. Rezerv yönetiminde ve para politikasını uygulamada giderek daha çok zorlanan Çin'in uluslararası kuruluşların uyarılarına paralel olarak para birimini revalüe etmesi ya da rezerv biriktirme eğilimini değiştirecek uygulamalara gitmesi bir diğer risk unsuru olarak öne çıkmaktadır.

21 Eylül 2006 tarihinde Fed Philadelphia tarafından açıklanan ve ABD'nin resesyona girebileceği beklentilerini güçlendiren anket sonuçlarının finansal piyasalarda yarattığı olumsuz etki dikkate alındığında, açıklanan her yeni verinin, özellikle risk iştahının düşük olduğu bir ortamda, yatırımcıların portföy kararlarını etkileyebileceği dikkate alınmalıdır. Bu gelişmeler ışığında önümüzdeki dönemde uluslararası koşulların, 2006 yılı Mayıs ayı öncesinde gerçekleştiği gibi elverişli olma ihtimali zayıf görünmektedir.

2.2.b. Emtia Piyasaları

Son yıllarda dünya ekonomisinde gerçekleşen güçlü büyüme eğilimi, emtia piyasalarında sert talep ve fiyat artışları görülmesine neden olmuştur (Kutu 2.2). Ancak son aylarda emtia fiyatlarının artış hızı yavaşlamış ve 2006 yılının Ağustos ayında, Haziran ayının aksine, geçen yılın aynı dönemine göre hesaplanan yıllık büyüme hızları azalmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından hazırlanan Emtia Fiyatları ve Enerji Fiyatları Endeksleri Ağustos ayında geçen aya kıyasla sırasıyla yüzde 0,4 ve 0,7 azalmıştır (Grafik 2.2.7). Öte yandan, IMF Metal Fiyatları'ndaki aylık artış, diğer iki endeksin aksine, azalarak da olsa devam etmektedir.



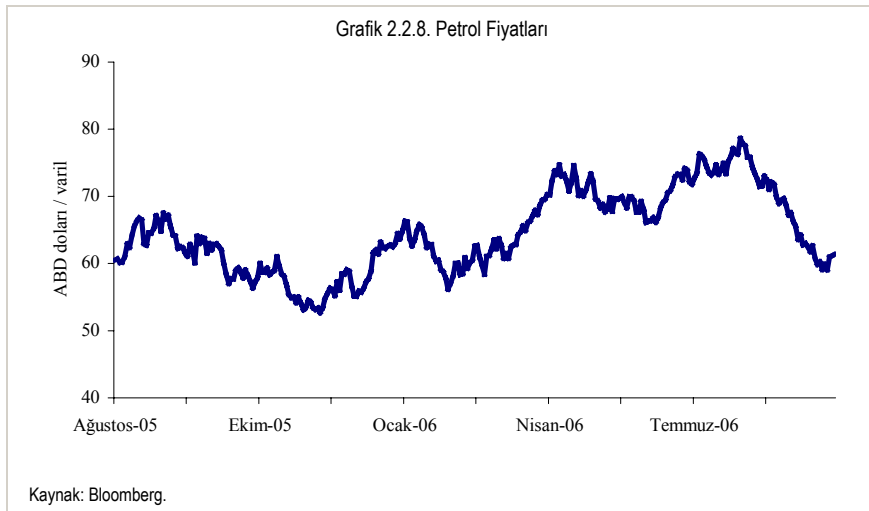
Londra Metal Borsası (LME)'nda işlem gören altı ana metalin basit ortalama fiyatı 2006 yılının üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğine kıyasla artış göstermiştir. Özellikle yıllık bazda incelendiğinde, 2006 yılının Eylül ayında bir önceki yılın aynı dönemine nazaran daha yüksek artışlar gözlenmiştir (Tablo 2.2.1). Yılın üçüncü çeyreği ise, bir önceki çeyreğe kıyasla alüminyum hariç diğer metallerde artışlara işaret etmektedir.

Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası Gelişmeleri

ABD Doları	2006		Değişim (Yüzde)				Ağustos/ Eylül
	Ç2	Ç3	Ağustos	Eylül	06Ç3 / 05Ç3	06Ç3 / 06Ç2	
Alüminyum	2.681,1	2.481,7	2.461,6	2.471,8	36,9	-8,0	0,4
Bakır	7.142,3	7.672,1	7.690,3	7.599,3	115,4	6,9	-1,2
Kurşun	1.121,0	1.191,1	1.179,3	1.340,6	37,6	5,9	12,0
Nikel	19.625,5	28.919,6	30.468,9	30.104,1	84,7	32,1	-1,2
Kalay	8.551,9	8.605,3	8.436,7	9.022,9	23,4	0,6	6,5
Çinko	3.248,2	3.354,1	3.340,0	3.401,5	155,4	3,2	1,8

Kaynak : Londra Metal Borsası.

IMF kaynaklı Enerji Fiyatları ve Emtia Fiyatları Endeksleri yıllık artış oranları Haziran ayında yaşanan yıllık artış oranlarının aksine Eylül ayında yarı yarıya azalarak sırasıyla yüzde 19,9 ve 15,5 olarak gerçekleşmiştir. IMF Metal Fiyatları Endeksi ise yüzde 76,8 olan Haziran ayı yıllık artış değerinden yüzde 65,6 değerine gerilemiştir (Grafik 2.2.7). Uluslararası piyasalarda ise Eylül ayı Brent petrol fiyatı ortalaması 62,8 ABD doları/varil olarak gerçekleşmiş ve geçen Temmuz ayına oranla yüzde 14,7 oranında azalmıştır (Grafik 2.2.8). Futures piyasasında işlem gören Aralık 2006 kontratı ise, son dönemlerdeki düşüşlerle 60,08 ABD doları/varil seviyesine gerilemiştir.



Son yıllarda yaşanan güçlü küresel büyüme eğilimi, ham petrol piyasalarında fiyatlar üzerinde baskı yaratmıştır. Ancak, Eylül ayı ile birlikte özellikle ham petrol tüketimindeki artış oranlarındaki yavaşlama ile birlikte gerçekleşen üretim artışları fiyatları azaltmıştır. Öte yandan, ham petrol “futures” piyasasında Eylül ayında yaşanan çıkışlar da, bu dönemdeki düşüşün önemli sebeplerinden biridir. Buna ek olarak, ABD ham petrol rezervinin beklenenden yüksek çıkması ve Orta Doğu’da yaşanan görece istikrarlı durum ham petrol fiyatlarındaki azalışı destekleyen diğer önemli unsurlardır. Ancak, mevsimsel olarak kış aylarında talebin canlı olması ve Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu (OPEC)’nin son iki açıklamasında vurguladığı kota düşürme ihtimali gelecekte ham petrol fiyatlarının aşağı doğru hareketini tersine çevirebilecek önemli risk unsurlarıdır.

KUTU 2.1. TÜRKİYE'YE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN UNSURLAR: YAPISAL VAR ANALİZİNDEN SONUÇLAR

Gelişmekte olan ülkelere ve yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımları, 1990'lı yılların başından itibaren belirgin bir şekilde artış göstermiştir. Yüksek miktarlara ulaşan sermaye akımları, sermaye çeken ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Sermaye girişlerinin, temel olarak tüketim ve yatırım harcamalarını artırarak ekonomik büyümeye katkı yaptığı gözlenmektedir. Ancak bu olgu, bir yandan da, sermaye çeken ülke ekonomilerinde toplam iç talep artışı nedeniyle enflasyonist baskıya ve cari açıkların artmasına yol açabilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtların neredeyse tamamen ortadan kalktığı ve giderek hızlanan bir şekilde küreselleşen bir dünyada, sermaye çıkışları da girişler kadar hızlı olmaktadır. Sermaye hareketlerinin, enflasyon, döviz kuru, kredi hacmi ve cari dış denge üzerinde yarattığı etkilerin, firmalar ve özellikle de bankacılık kesimlerinde yeterli düzeyde düzenleyici ve denetleyici bir yapının oluşturulmadığı ülke ekonomilerinde önemli ölçüde kırılganlıkların oluşmasına ve dolayısıyla istikrarsızlığa neden olduğu bilinmektedir. 1994 yılında Meksika ve Türkiye'de, 1997 yılında Güneydoğu Asya'da, 1998 yılında Rusya'da ve son olarak da 2001 yılında Arjantin ve Türkiye'de yaşanan krizler, ani sermaye çıkışlarının ne denli büyük sorunlar yaratabileceğine örnek oluşturmaktadır. Bu nedenle, sermaye akımlarının hangi unsurlar tarafından belirlendiğinin bilinmesi, sermaye hareketlerinde ortaya çıkabilecek ani değişikliklere karşı gerekli önlemlerin zamanında alınarak maliyetlerin en aza indirilmesinde kritik önem taşımaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının belirleyicileri, iktisat yazınında geniş ve detaylı bir şekilde analiz edilen konuların başlıcaları arasında yer almaktadır. Bu konu, iktisat yazınında, daha çok 'iten-çeken' faktörler yaklaşımı çerçevesinde ele alınmaktadır. İten faktörler, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının belirlenmesinde, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları ve ekonomik aktivite gibi dış belirleyicileri ifade etmektedir. Çeken faktörler ise, sermaye akımlarının yöneldiği bir gelişmekte olan veya yükselen piyasa ekonomisindeki faiz oranları, döviz kuru rejimi, menkul kıymetler borsasındaki fiyat gelişmeleri, enflasyon, makroekonomik istikrar, kredi düzeyi ve sanayi üretimi gibi ekonomik değişkenleri kapsamaktadır. Sermaye akımlarını belirleyen iten ve çeken faktörlerin göreceli öneminin bilinmesi, sermaye çeken ülkelerdeki politika yapıcıların gerçekleştirecekleri tepkiler açısından önem taşımaktadır. Sermaye hareketleri iten faktörler tarafından belirleniyorsa, politika yapıcıların sermaye akımlarını kontrol etmedeki manevra alanı daha kısıtlı olmaktadır. Diğer taraftan, sermaye hareketlerinin belirlenmesinde çeken faktörlerin ağırlığı daha fazlaysa, politika yapıcılar güçlü ve etkin makroekonomik politikalar geliştirmek yoluyla sermaye akımları üzerinde daha fazla kontrole sahip olmaktadır.

Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını belirleyen faktörlerin göreceli önemlerinin araştırılması için, iten-çeken faktörler yaklaşımı çerçevesinde oluşturulan yapısal VAR (vector autoregression) modeli ile etki-tepki fonksiyonları türetilmiş ve varyans ayrıştırma analizi yapılmıştır¹. Analiz, hem tüm örneklem dönemini (1992:01-2005:12), hem de 2001 krizi öncesi ve sonrası olmak üzere ayrı ayrı iki alt-dönemi (1992:01-2001:12 ve 2002:01-2005:12) kapsamaktadır. Modelde, iten faktörler, ABD'nin üç aylık hazine bonusu faiz oranı ve ABD'nin sanayi üretim endeksi, çeken faktörler ise, Türkiye Hazine kağıtlarının ağırlıklı ortalama reel bileşik faiz oranı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası fiyat endeksi, bütçe dengesi ve cari işlemler dengesi olarak tanımlanmıştır. Sermaye hareketleri, ödemeler dengesi bilançosundan portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplamı olarak hesaplanmıştır.

Yapısal VAR modeliyle türetilen etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen bulgular, iten ve çeken faktörler açısından şu şekilde özetlenebilir:

İten Faktörler

1992:01-2005:12 dönemini kapsayan etki-tepki analizi sonuçları, Türkiye'ye sermaye girişi ile ABD faiz oranı arasında beklenmedik bir ilişkiye işaret etmektedir. Sonuçlara göre, ABD faizlerine artış yönünde gelen bir şok sonrasında Türkiye'ye sermaye girişi artmaktadır. Ancak bu durum, bir nedensellik ilişkisinden ziyade, temel olarak, Türkiye'de Rusya krizinin etkilerinin yaşandığı 1998 yılı ve 2001 ekonomik kriz dönemlerinin (ki aynı zamanda yüklü sermaye çıkışlarının olduğu dönemler) ABD faiz indirimleriyle aynı zamana denk düşmesi ile açıklanabilir. Nitekim aynı analiz, 1992:01-2001:12 ve 2002:01-2005:12 alt-dönemleri için yapıldığında, farklı bir görünüm ortaya çıkmaktadır. Birinci alt-dönemde de (1992:01-2001:12) ABD faiz oranındaki bir artışın, Türkiye'ye yönelik sermaye akımları üzerinde ilk dört aylık dönemde pozitif yönde bir etki yarattığı, ancak beşinci aydan itibaren sermaye çıkışına neden olduğu gözlenmektedir. İkinci alt-dönemde ise (2002:01-2005:12), ABD faiz oranındaki bir artış, teoriyle tutarlı bir şekilde, Türkiye'den sermaye çıkışına yol açmaktadır. Bu gelişmeyi, Türkiye ekonomisinin 2001 krizi sonrası dönemde 'normalleşme'² sürecine girmiş olmasıyla açıklamak mümkün görünmektedir.

Tüm örneklem dönemi (1992:01-2005:12) için yapılan analizde, ABD sanayi üretim endeksine gelen artış yönlü bir şokun, başlangıçta Türkiye'den sermaye çıkışına neden olduğu gözlenmektedir. Bu olgu, ABD sanayi üretim endeksindeki artışla birlikte ekonomik faaliyetin hızlanmasının yol açabileceği enflasyonist baskı sonucunda ABD'de faiz artırımını beklentisinin ortaya çıkmasına, bu gelişmenin de uluslararası sermaye akımlarını ABD'ye yönlendirmesine atfedilebilir. Ancak, ABD sanayi üretim endeksindeki artışın, ilk aydan sonra Türkiye'ye sermaye girişine yol açtığı görülmektedir. İki alt-dönem için yapılan analizde de, ABD sanayi üretim endeksindeki artış ile Türkiye'ye sermaye girişi arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu gözlenmektedir. Buradan hareketle, genel olarak, gelişmiş ülkelerin ekonomik aktivitesindeki hızlanmanın Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını artırdığı sonucuna varmak mümkün görünmektedir.

¹ ÇULHA, Ali (2006), "A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No: 06/05.

² Normalleşme kavramı burada, kapsamlı yapısal reformlarla birlikte sıkı para ve maliye politikalarının uygulanmasıyla sağlanan makroekonomik istikrar ortamında, yüksek büyüme eşliğinde enflasyonun tek haneli rakamlara gerilediği bir ekonomik tabloyu ifade etmektedir.

Çeken Faktörler

Tüm örneklem dönemi ve birinci alt-dönem için yapılan etki-tepki analizine göre, Türkiye’de reel faizdeki artış yönlü bir şok Türkiye’den sermaye çıkışına neden olmaktadır. Bu beklenmedik ilişkinin ardında yatan temel neden, Türkiye’de reel faizlerin içerdiği risk primidir. Ekonomik veya siyasal istikrarsızlık dönemlerinde artan risk primi, hızla faizlere yansımaktadır, ve buna yüklü miktarlarda sermaye çıkışları eşlik etmektedir. Ancak, ikinci alt-dönemi kapsayan analiz, Türkiye’deki reel faiz oranlarında ortaya çıkan artışın, ülkeye sermaye girişini artırdığını göstermektedir. Teori ile uyumlu olan bu sonuç, Türkiye’nin 2001 yılında yaşadığı ekonomik krizi izleyen süreçte gerçekleşen ‘normalleşme’ye bir kez daha işaret etmektedir.

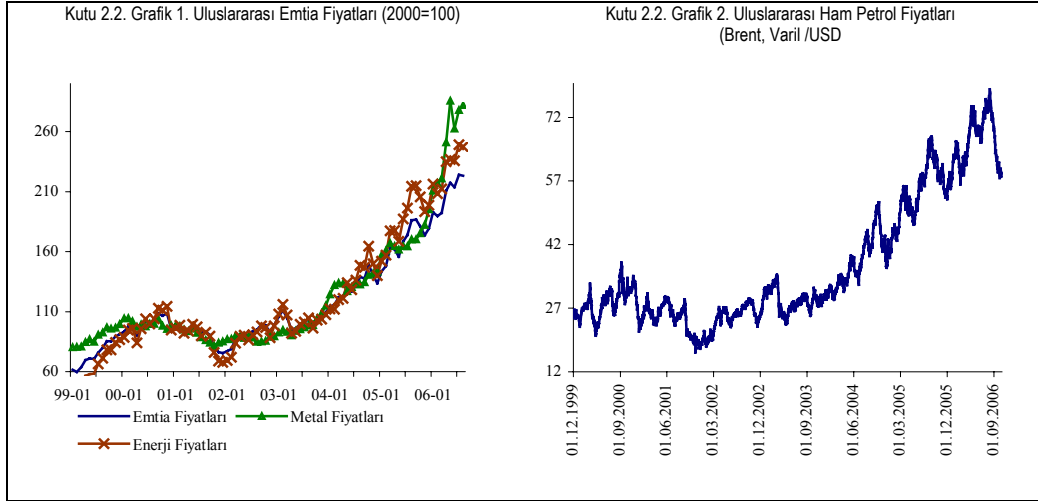
Menkul kıymetler borsasındaki fiyat artışları, bir yandan yatırımın getirisinin arttığını gösterirken, bir yandan da, daha çok Türkiye’ye özgü olmak üzere, ekonomik temellerdeki iyileşmeyi yansıtmaktadır. Yapılan analiz, teoriyle tutarlı bir şekilde, Türkiye’de menkul kıymetler borsasındaki fiyat artışları ile sermaye girişleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Alt-dönemler için yapılan analizde de benzer sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye açısından bu bulgu, yatırımın getirisindeki artışın yanı sıra, ekonomik temellerdeki iyileşmenin de sermaye girişinde önemli bir etken olduğunu göstermektedir.

Yapılan etki-tepki analizinde, hem bütçe açığındaki, hem de cari açığındaki artışların Türkiye’den sermaye çıkışlarına neden olduğu bulunmuştur. Bu bulgu, yabancı yatırımcılar açısından, bütçe açığının kamu kesimi kırılganlığının, cari açığın da dış denge kırılganlığının birer göstergesi olarak algılandığını ortaya koymaktadır. Kamu kesimi dengesi ve dış dengede ortaya çıkan bozulma, ekonomik temellere ilişkin risk algılamasını artırmakta, bu da sermaye çıkışına yol açmaktadır.

Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının belirlenmesinde iten ve çeken faktörlerin göreceli ağırlığını bulmaya yönelik olarak yapılan varyans ayrıştırma analizinden elde edilen sonuçlar ise kısaca şöyledir: Sermaye akımları üzerindeki etkileri bakımından, hem tüm örneklem döneminde (1992:01-2005:12), hem de iki alt-dönemde (1992:01-2001:12 ve 2002:01-2005:12), çeken faktörler, iten faktörlere göre daha büyük ağırlığa sahiptir. Sermaye hareketlerinin belirlenmesinde, tüm örneklem döneminde, iten faktörlerden ABD faiz oranı daha yüksek ağırlığa sahipken, çeken faktörler arasında en yüksek paya yurt içi reel faiz oranı sahiptir. Birinci alt-dönemde sermaye akımlarındaki değişimin açıklanmasında en yüksek pay yurt içi reel faiz oranlarına aittken, ikinci alt-dönemde menkul kıymetler borsası fiyat endeksi en yüksek paya sahip olmaktadır. İkinci alt-dönemde gözlenen bu gelişme, büyük ölçüde, Türkiye’nin ekonomik temellerindeki hızlı iyileşmenin sermaye hareketleri üzerindeki olumlu etkisini yansıtmaktadır. Bu bulgu da, esas olarak, Türkiye’de 2001 yılındaki ekonomik kriz sonrasında yaşanan ‘normalleşme’ sürecine işaret etmektedir. Yine ikinci alt-döneme ait analizden elde edilen önemli bulgulardan biri de, çeken faktörler arasında yer alan cari açığın sermaye hareketlerindeki değişimi açıklamadaki ağırlığının, birinci alt-döneme göre belirgin bir şekilde arttığı yönündedir.

KUTU 2.2. EMTİA PİYASALARI

1999 yılı Ocak ayından itibaren gözlenen emtia fiyatlarındaki artış eğilimi, özellikle 2002 yılının ilk ayları ile birlikte ivmelenerek devam etmiştir. 2002 yılı Ocak ayı başından 2006 yılının Ağustos ayına kadar IMF'nin Metal Fiyatları, Enerji Fiyatları ve Emtia Fiyatları Endeksleri, sırasıyla, yüzde 224,3, yüzde 256,7 ve yüzde 190,1 oranlarında artış göstermişlerdir (Kutu 2.2. Grafik 1). Enerji Fiyatları Endeksi'nin en önemli alt kalemi olan uluslararası ham petrol fiyatları da aynı dönemler arasında yüzde 241 oranında yükselmiştir (Kutu 2.2. Grafik 2). 2000-2004 yılları arasında, dünya ticaretinin ortalama yüzde 22'sini oluşturan emtia piyasasındaki fiyat artışları, bu metalleri ithal eden ülkelerin cari işlemler kalemlerinde bozulmaları ve enflasyon oranlarında artışları beraberinde getirmiştir (IMF World Economic Outlook, Eylül 2006). Bu bağlamda, bu Kutu ile uluslararası emtia piyasasındaki son dönem gelişmelerinin incelenmesi ve yukarıda söz edilen fiyat artış eğiliminin sebeplerinin değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.



Son dönemlerde emtia fiyatlarında yaşanan hızlı artış eğilimini açıklamak için ortaya atılan bir çok farklı görüşten iki tanesi öne çıkmaktadır: Birinci görüşe göre, emtia fiyatlarında yaşanan yüksek artışlar aslında uzun dönem fiyat eğilimlerinde bir kırılmaya işaret etmektedir. Bir başka deyişle, başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisine eklenmesi ile birlikte oluşan talep artışı, dünya emtia talebinde önemli bir sıçrama yaratmıştır (Kutu 2.2. Tablo 1). 1993 ile 2002 yılları arasında halihazırda var olan Çin'in yüksek ana metal tüketim payı artış oranları, 2002 ile 2005 yılları arasında, özellikle kurşun, nikel, kalay ve çinkoda yüzde 80'ler seviyesini geçmiştir. 2002 sonrası, başta ABD olmak üzere, diğer gelişmiş ülkelerin de katkısı ile fiyatlarda bir kırılma yaratmıştır (Kutu 2.2. Tablo 1).

Öte yandan, kimi iktisatçılar da son dönemde gerek enerji dışı meta fiyatlarında gerekse enerji fiyatlarında yaşanan artışları Hedge Fund'ların ve yatırım bankalarının özellikle 'futures' ve 'forward' piyasalardaki artan ağırlığı ile açıklamaktadırlar. Bu bağlamda, son yıllarda yatırım fonlarının emtia piyasalarındaki ağırlığının artması fiyatların yukarı doğru tırmanmasındaki ikinci önemli sebep olarak gösterilmektedir. Yatırım bankaları ve yatırım fonlarının, emtialara da portföylerinde yer vermelerinin en önemli sebebi, portföylerini çeşitlendirerek riski minimize etme güdüsüdür. Idorek (2006)³ ve Greer (2000)⁴, yatırımcı portföylerine çeşitli metalar dahil edildiğinde, portföyün birim risk başına daha fazla getiri elde ettiğini göstermişlerdir. Metaların, hisse senedi ve bonoların bulunduğu portföylere girmesinin bir diğer sebebi de son 10 yıllık dönemde genelde hisse senetlerinden daha fazla pozitif getiri sağlamalarıdır⁵. Örneğin deprem, jeopolitik belirsizlik gibi küresel krizler özellikle metal ve enerji fiyatlarını yükseltirken, hisse senetlerinin değerlerinde azalmaya yol açabilmektedir. Son olarak, özellikle beklenmeyen enflasyon ile negatif korelasyona sahip olan emtia fiyatlarının, bono ve hisse senetlerinin aksine, yatırımcı portföyünde daha iyi performans göstermesi,⁶ böylece portföyde oluşacak zararların kısıtlanması beklenmektedir.

	Kutu 2.2. Tablo 1. Petrol ve Ana Metal Tüketimleri ¹					
	1993-2002			2002-2005		
	Dünya metal tüketimi artışı	Artıştaki payları		Dünya metal tüketimi artışı	Artıştaki payları	
Çin		Diğer gelişmekte olan ülkeler ²	Çin		Diğer gelişmekte olan ülkeler ²	
Metal						
Alüminyum	3.8	38	9	7.6	48	9
Bakır	3.5	43	15	3.8	51	41
Kurşun	3	42	15	4.3	110	-7
Nikel	4.4	12	-11	3.6	87	-11
Demir	3.4	38	11	9.2	54	8
Kalay	1.3	34	16	8.1	86	2
Çinko	3.4	42	10	3.8	113	7
Petrol	1.5	21	18	2.2	30	7

Kaynak: IMF World Economic Outlook Eylül 2006.

Sonuç olarak, özellikle Çin, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerin sürüklediği hızlı dünya ekonomik büyümesi ile Hedge Fund'ların spekülasyon amaçlı yatırımları, emtia fiyatlarını talep yönlü arttıran en önemli unsurlar arasında gösterilmektedir. Söz konusu gelişmelerin devam etme olasılığı, gelecekte de fiyat artışlarının sürebileceğine işaret etmekte ve gerek dünya enflasyon oranlarına gerekse ithalatçı ülkelerin cari işlemler hesabına ilişkin önemli bir risk unsuru oluşturmaktadır.

¹ Tüketim büyüklüğü reel yıllık yüzde değişim, tüketim artışındaki paylar ise büyümeye yüzde katkı olarak verilmiştir.

² Brezilya, Hindistan, Meksika ve Rusya. Ancak 2005 yılındaki eksik veri sebebiyle Rusya petrol kısmına eklenmemiştir.

³ Idorek T. (2006), "Strategic Asset Allocation and Commodities", May 2006, Chicago: Ibbotson Associates, (Available via the internet: <http://www.pimco.com/LeftNav/Viewpoints/2006/Ibbotson+Commodity+Study.htm>).

⁴ Greer, Robert J. (2000), "The Nature of Commodity Index Returns." Journal of Alternative Investments, Summer 2000, 45-53.

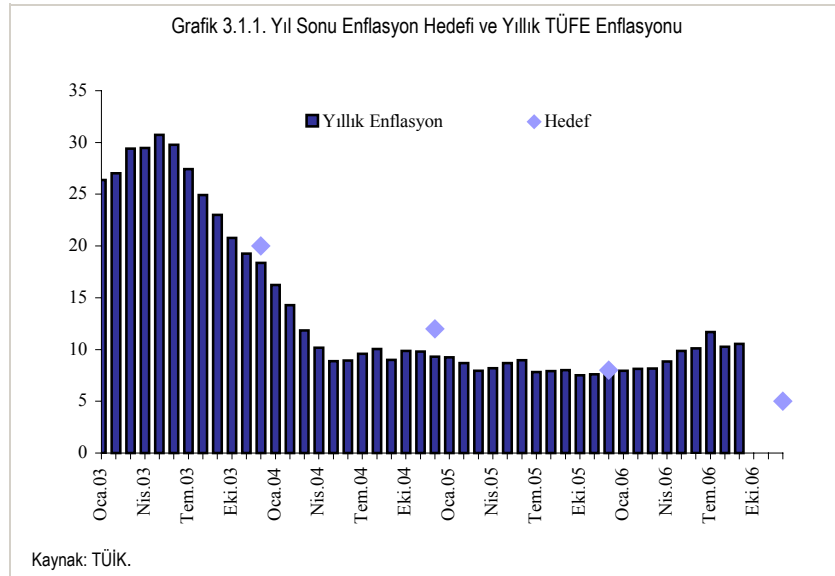
⁵ International Monetary Fund (2006a), Global Financial Stability Report, Market Reforms and Issues, September 2006, Washington.

⁶ Froot K. (1995), "Hedging Portfolios with Real Assets", Journal of Portfolio Management, Vol.21 No.4 (Summer), pp.60-77.

3. Enflasyon Gelişmeleri

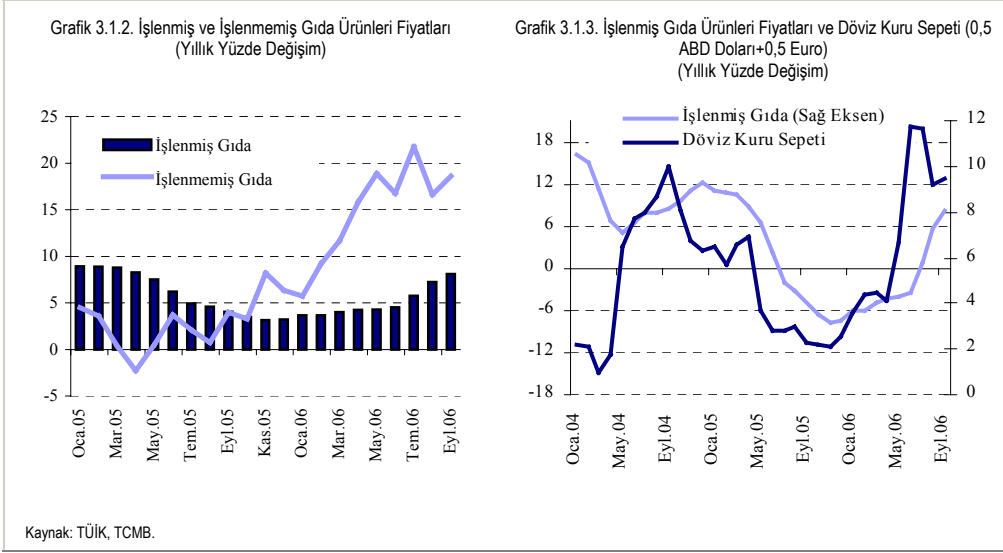
3.1. Enflasyon

2006 yılının üçüncü çeyreği sonunda tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 10,55 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1). Yılın ikinci çeyreğinde hızlanan yıllık TÜFE enflasyonu üçüncü çeyrekte de yüksek seyretmiş, Eylül ayı sonu itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. Enflasyonun yükselmesine neden olan temel unsurlar, yılın ikinci çeyreğinde Yeni Türk lirasında uluslararası likidite koşullarına bağlı olarak yaşanan değer kaybının fiyatlar üzerindeki gecikmeli etkileri ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artış eğilimidir. Bunun yanında hizmet grubu fiyatlarının yüksek yıllık artışını sürdürmesi enflasyonu olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Uluslararası piyasalarda petrol ve altın fiyatlarında gözlenen gerilemeler ise bu dönemde ortaya çıkan olumlu gelişmeler olarak değerlendirilebilir.



Gıda ve alkolsüz içecekler grubu, son bir yıllık dönemde tüketici enflasyonunun yükselmesinde önemli rol oynayan grupların başında gelmiştir. Söz konusu harcama grubu, işlenmiş ve işlenmemiş gıda ayırımında incelendiğinde, yılın üçüncü çeyreğinde işlenmemiş gıda ürünleri grubu fiyatlarının yükseliş eğilimini yavaşlayarak da olsa sürdürdüğü ve yıllık bazdaki yüksek seyrini koruduğu, yılın ilk yarısında görece sınırlı düzeyde

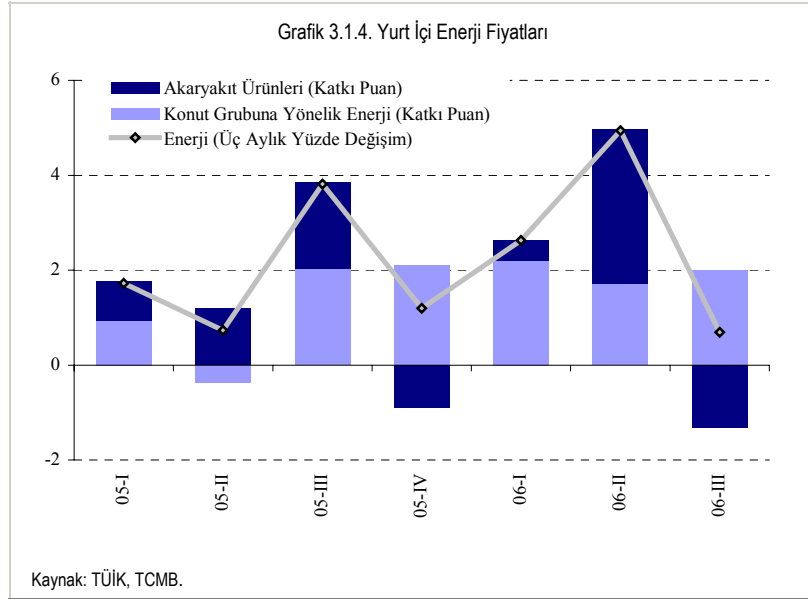
gerçekleşen işlenmiş gıda ürünleri grubu fiyat artışının ise belirgin bir biçimde hızlandığı görülmektedir (Grafik 3.1.2).



İşlenmemiş gıda ürünleri grubunda devam eden yüksek oranlı fiyat artışlarının, taze meyve ve sebze grubundaki fiyat gelişmeleri neticesinde, büyük ölçüde arz yönlü unsurlardan kaynaklandığı saptaması önceki raporlarımızda dile getirilmiştir. Söz konusu grupta özellikle 2005 yılının ilk dokuz ayında birikimli olarak yüzde 12,9 oranında gerileyen taze meyve fiyatlarının, 2006 yılının aynı döneminde yüzde 35,2 oranında artış göstermesi dikkat çekici bir gelişme olarak belirmektedir. Taze meyve ve sebze dışında kalan diğer işlenmemiş gıda ürünlerinin artış hızı ise üçüncü çeyrekte bir miktar yükselmekle birlikte, bu grupta yıllık enflasyon mevcut seviyesi itibarıyla olumsuz bir görünüm arz etmemektedir. Öte yandan, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde bu grupta kuş gribi kaynaklı fiyat hareketlerinin yaşanmış olması sebebiyle, önümüzdeki aylarda grup fiyatlarının yıllık artışında geçici dalgalanmalar gözlenebileceği de not edilmelidir.

Yılın üçüncü çeyreğinde işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarında gözlenen belirgin hızlanmada ise temelde döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkileri hissedilmektedir (Grafik 3.1.3). Yapılan değerlendirmeler döviz kuru gelişmelerinin işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarına yaklaşık iki-üç aylık bir gecikme ile yansıtıldığına işaret etmektedir. Ayrıca, söz konusu gecikmeli etkilere ek olarak Ramazan ayı ile birlikte işlenmiş gıda ürünlerine olan talepte yaşanan artışların da grup fiyatları üzerinde artırıcı yönde bir etkide bulunduğu tahmin edilmektedir.

Enerji fiyatları 2006 yılının ilk altı ayında bir önceki yıla kıyasla daha yüksek oranda artış gösterirken, üçüncü çeyrek artışı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha sınırlı bir oranda gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.1). Uluslararası enerji fiyatlarındaki gelişmelerin tüketici fiyatlarına doğrudan yansımaları akaryakıt ve doğalgaz fiyatları kanalıyla olmakta, petrol fiyatlarındaki gelişmeler belirli bir gecikme ile doğalgaz fiyatlarına yansımaktadır. Temmuz ayında yükselme gösteren uluslararası petrol fiyatları, Ağustos ayının ortasından itibaren de önemli ölçüde gerilemiştir. Söz konusu gelişme ve YTL'nin değer kazanmasıyla birlikte akaryakıt fiyatları Ağustos-Eylül döneminde gerilemiş, böylece ulaştırma grubu içinde yer alan enerji kalemlerinin fiyatı yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 4,7 oranında gerileme kaydetmiştir (Grafik 3.1.4). Öte yandan, konut grubuna yönelik enerji kalemi, doğalgaz ve şebeke suyu fiyatlarındaki artışlar neticesinde, üçüncü çeyrekte yüzde 2,9 oranında artmıştır.



Özetle üçüncü çeyrek mal grubu fiyat gelişmelerinde, enerji grubu fiyat artışının bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yavaşladığı, işlenmemiş gıda ürünleri grubu fiyat artışının ise belirtilen dönemde bir önceki yıla kıyasla yaklaşık 1,5 puan yükseldiği gözlenmektedir (Tablo 3.1.1). İşlenmemiş gıda ve enerji dışında kalan mallarda fiyatların artışı, YTL'de yaşanan reel değer kaybıyla yılın ikinci çeyreğinde hızlanmış, görece fiyat ayarlamalarının önemli bir bölümünün tamamlanmasıyla birlikte üçüncü çeyrekte yavaşlama göstermiştir (Tablo 3.1.1).

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

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

Kaynak: TÜİK,TCMB.

YTL'deki değer kaybının tüketici enflasyonu üzerindeki doğrudan etkileri, genel olarak akaryakıt, altın ve ithal ya da ithal içeriği yüksek dayanıklı tüketim malları kanalıyla gözlenmektedir. Bu çerçevede, Mayıs ve Haziran aylarında gözlenen YTL değer kaybıyla birlikte yılın ikinci çeyreğinde dayanıklı tüketim mallarında yüksek oranlı fiyat artışları görülmüştür. Değer kaybının dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki gecikmeli etkilerinin, üçüncü çeyrekte alt gruplar bazında farklılıklar gösterdiği ve yavaşlayarak da olsa devam ettiği görülmektedir. Benzer eğilim, dayanıklı tüketim mallarının üretici fiyatlarında da gözlenmektedir. Alt gruplar bazında yapılan incelemelerde, üçüncü çeyrek itibarıyla elektrikli ve elektriksiz aletler ile otomobil fiyatları üzerindeki döviz kuru kaynaklı artış yönlü etkilerin büyük ölçüde tamamlandığı ve fiyatların YTL'de yaşanan reel değer kazancının da etkisiyle gerilemeler gösterdiği¹, öte yandan mobilya grubu ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışların bir önceki çeyreğe kıyasla hızlanarak sürdüğü görülmektedir (Tablo 3.1.2). Talepteki yavaşlamayla beraber mobilya fiyatlarındaki artışın da azalacağı tahmin edilmektedir.

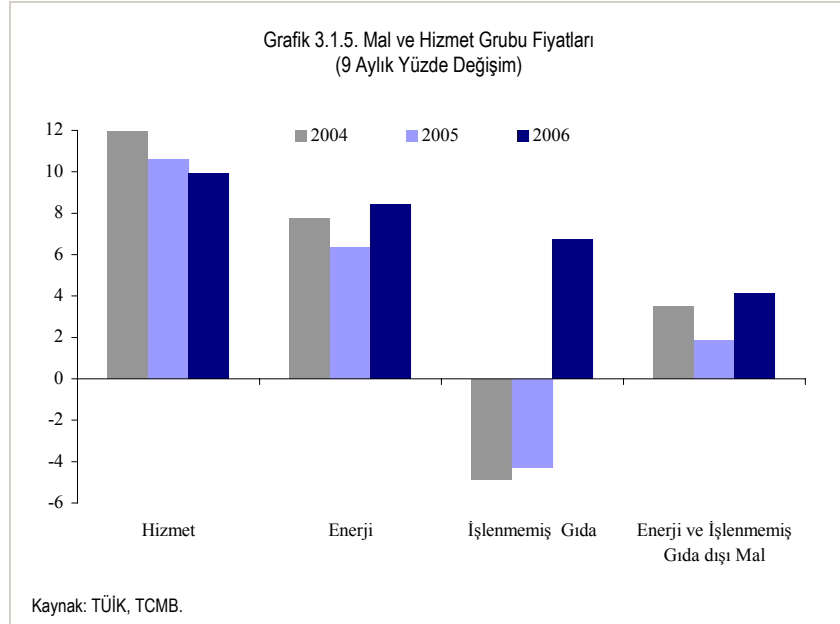
Tablo 3.1.2. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

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

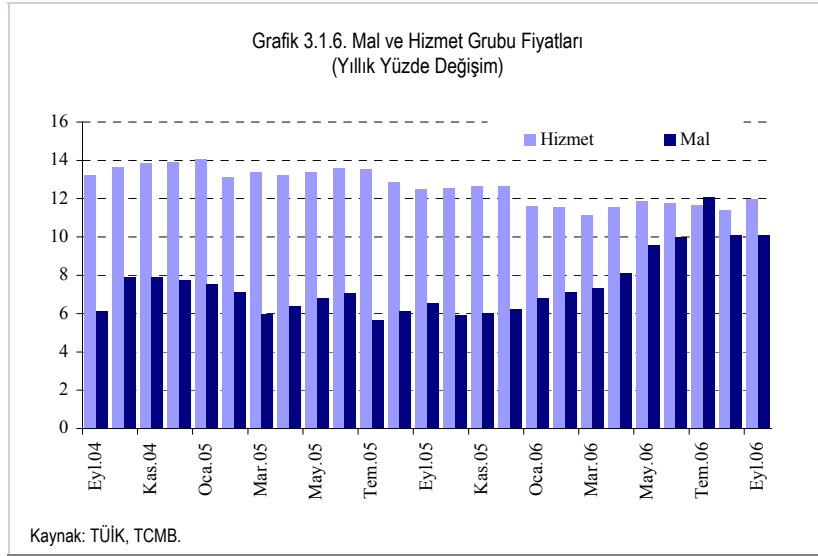
Kaynak: TÜİK,TCMB.

¹ Elektrikli ve elektriksiz aletler grubu fiyatları Ağustos ve Eylül aylarında, otomobil fiyatları ise Eylül ayında aylık bazda gerileme göstermiştir.

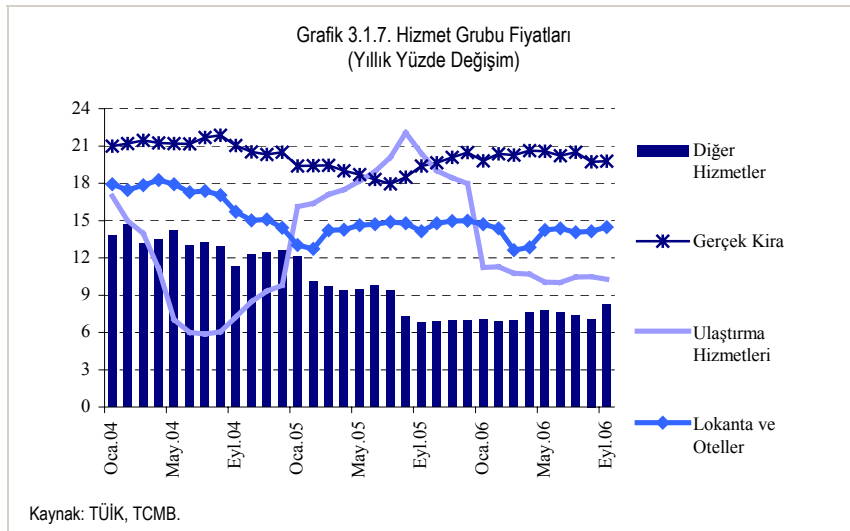
2006 yılının ilk dokuz ayındaki gelişmeler önceki yıllarla kıyaslandığında, yıllık enflasyonun yükselmesinin ardında yatan sebepler daha net ortaya çıkmaktadır (Grafik 3.1.5). İşlenmemiş gıda fiyatlarının ilk dokuz aylık artışının geçmiş yıllara kıyasla oldukça yüksek olması, yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişte söz konusu grubun belirgin katkısına dikkat çekmektedir. Bunun yanında, son dönemde döviz kurundaki artışın etkilerinin en belirgin görüldüğü grup olan enerji ve işlenmemiş gıda dışındaki malların dokuz aylık fiyat artışı, enflasyondaki yükselişin bir diğer önemli bileşenidir. Ayrıca, hizmet grubu fiyat artışı, geçmiş yıllara kıyasla gerilemiş de olsa, yüksek seyretmeye devam etmektedir.



Mal grubu fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 0,88 oranında artarken, hizmet grubu fiyatları aynı dönemde yüzde 3,83 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Hizmet grubunda yıllık enflasyonun önceki yılın aynı dönemine kıyasla sınırlı bir gerileme gösterdiği, mal grubu yıllık enflasyonunun ise döviz kuru etkisiyle önceki yılın belirgin olarak üzerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 3.1.6).

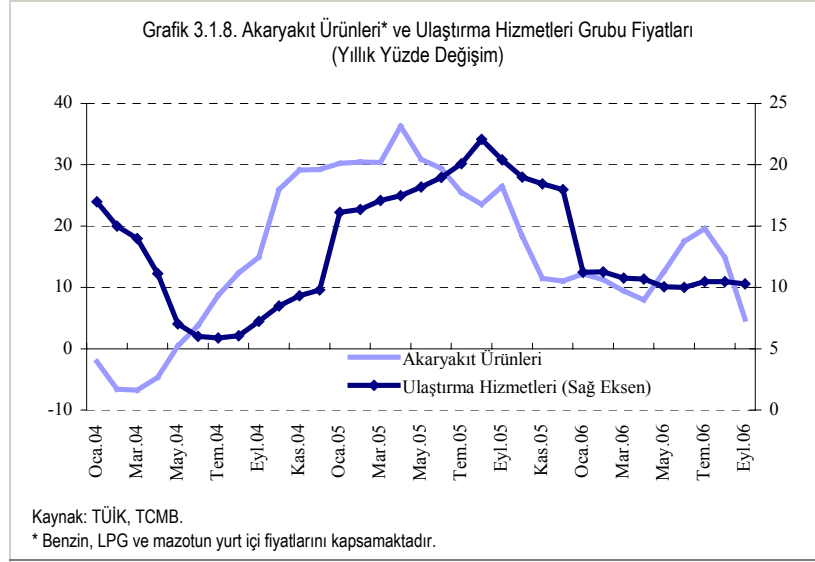


Konut grubu içinde yer alan kira kalemindeki yıllık fiyat artışı yüzde 20 oranıyla bir önceki yıla yakın seyrederek yüksek seviyesini korumaktadır (Grafik 3.1.7). Lokanta ve otel grubu fiyatlarında ise son iki çeyrekteki artışların bir önceki yıla kıyasla yüksek gerçekleştiği görülmektedir. Söz konusu alt grubun alt kalemlerine bakıldığında, dokuz aylık enflasyonun yiyecek hizmetlerinde geçen yılın aynı dönemine kıyasla sınırlı bir oranda da olsa gerilediği, ancak konaklama hizmetlerinde bir önceki yıla kıyasla bir miktar hızlandığı gözlenmektedir.



Ulaştırma hizmetleri fiyatları son bir yıllık dönemde, hizmet fiyatları enflasyonundaki kısmi iyileşmenin temel belirleyicisi olmuştur. Ulaştırma hizmetleri fiyatlarının büyük ölçüde akaryakıt fiyat gelişmelerine duyarlı

olduğu bilinmektedir (Grafik 3.1.8). Petrol fiyatlarındaki hızlı yükseliş ile birlikte 2005 yılında yüzde 20'nin üzerine çıkan ulaştırma hizmetleri yıllık enflasyonu, 2006 yılı Eylül ayı itibarıyla yüzde 10 düzeyine gerilemiştir. Petrol fiyatlarının uluslararası piyasalarda gerilemesi kalıcı olduğu takdirde, bu grupta yıllık enflasyonun önümüzdeki dönemde yavaşlaması beklenmektedir.



Kira, lokanta-otel ve ulaştırma hizmetleri dışında kalan hizmetlerin (diğer hizmetler kalemi) fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 2,32 ile geçen yılın üzerinde bir artış göstermiştir (Tablo 3.1.1). Bu gelişmede temelde eğitim, ev ile ilgili hizmetler ve paket tur fiyatlarının etkisi görülmektedir. İç talebin yavaşlama hızına bağlı olarak önümüzdeki dönemde hizmet grubu yıllık fiyat artışının yavaşlayacağı tahmin edilse de, hizmet fiyatları orta vadeli enflasyon hedefleri üzerinde önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, işlenmemiş gıda fiyatları ile döviz kurundaki artışlar özel kapsamlı göstergelerin gelişimi üzerinde önemli rol oynamıştır. Özellikle, döviz kurundaki artışın gecikmeli etkileri, özel kapsamlı göstergelerin tamamında kapsanan işlenmiş gıda, dayanıklı tüketim malları, ilaç, ev eşyası gibi kalemlerdeki fiyat artışları kanalıyla, ilgili göstergelerdeki fiyat artışlarında etkili olmuştur. Böylelikle tüm özel kapsamlı göstergelerin üçüncü çeyrekteki artışı bir önceki yılın üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.3).

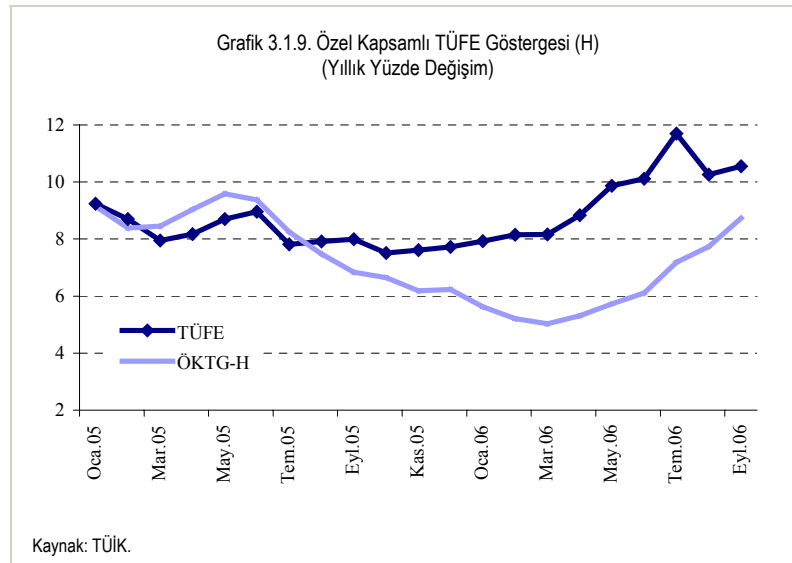
Tablo 3.1.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2005					2006		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72	1,25	3,58	1,69
A. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE	2,06	1,84	2,75	1,48	8,39	2,31	2,79	3,23
B. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,37	2,95	1,58	2,68	7,78	0,12	4,79	1,67
C. Enerji hariç TÜFE	0,67	1,94	0,89	4,07	7,75	1,01	3,38	1,86
D. İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE	0,09	3,44	1,14	2,98	7,84	-0,38	4,77	1,86
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
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
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
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

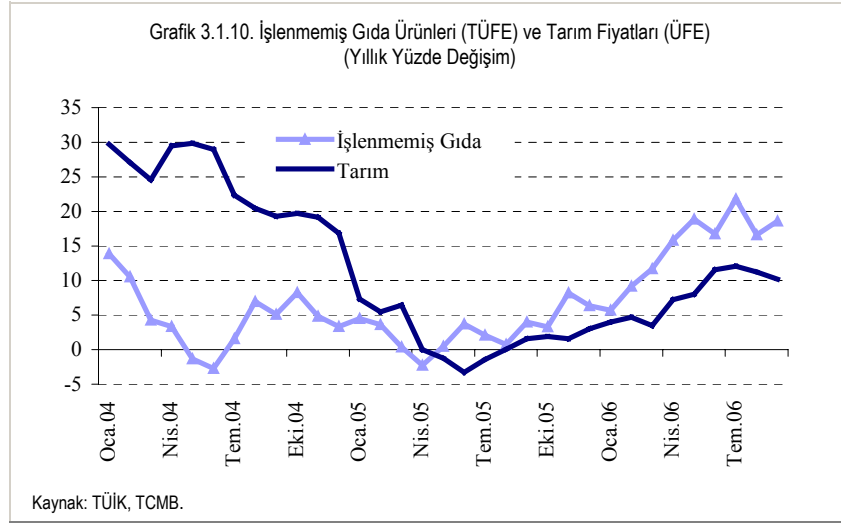
* TCMB tarafından hesaplanan enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ve altın hariç TÜFE göstergesi (ÖKTG-D*), Eylül ayından itibaren TÜİK tarafından ÖKTG-H adıyla yayımlanmaya başlamıştır.

Kaynak: TÜİK.

Eylül ayından itibaren Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından ÖKTG-H adıyla yayımlanmaya başlayan enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ile altın fiyatları dışlanarak hesaplanan Özel Kapsamlı TÜFE göstergesinin yıllık artışı yılın üçüncü çeyreğinde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 3.1.9). ÖKTG-H'nin artışında döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli yansımaları önemli rol oynamıştır. Maliyet unsurlarının iyileşmesi ve iç talepteki yavaşlamayla beraber, önümüzdeki aylarda söz konusu göstergenin aylık artışlarının yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. Yıllık artışlar ise bir süre daha yüksek seyredebilecektir. Öte yandan, ÖKTG-H'nin Ekim ve Kasım aylarında izleyeceği seyir üzerinde giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarındaki yeni sezon artışlarının ne ölçüde şekilleneceği önemli bir rol oynayacaktır.



Üretici fiyatları yıllık artışı ise döviz kuru hareketlerinin etkisiyle Mayıs ayından itibaren hızla artmaya başlamış ve Nisan ayındaki yüzde 4,96 seviyesinden Temmuz ayında yüzde 14,34 seviyesine kadar yükselmiştir. Söz konusu hızlanmada özellikle imalat sanayi fiyatları etkili olmuştur (Grafik 3.1.11). Ağustos ve Eylül aylarında ise özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşlerin etkisi ile sanayi sektörü fiyatlarındaki artış belirgin olarak yavaşlamıştır. Son bir yıllık dönemde hızlanan tarım fiyatları yıllık enflasyonu da üçüncü çeyrekte gerileme göstermiştir (Grafik 3.1.10).



Üçüncü çeyrekte, gıda mamulleri, giyim eşyası, deri mamulleri ve basım-yayım sektörlerinde fiyat artışlarının hızlandığı görülmektedir. Söz konusu hızlanmada Ramazan ayı, giyim sektöründe yeni sezonun başlaması, okulların açılması ve döviz kurunun gecikmeli yansımaları etkili olmuştur.

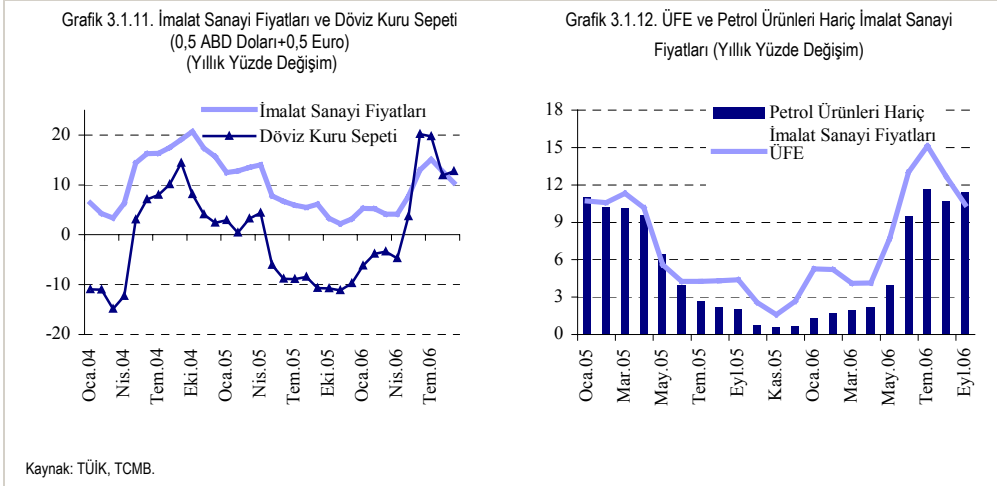
Tablo 3.1.4. ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: TÜİK.

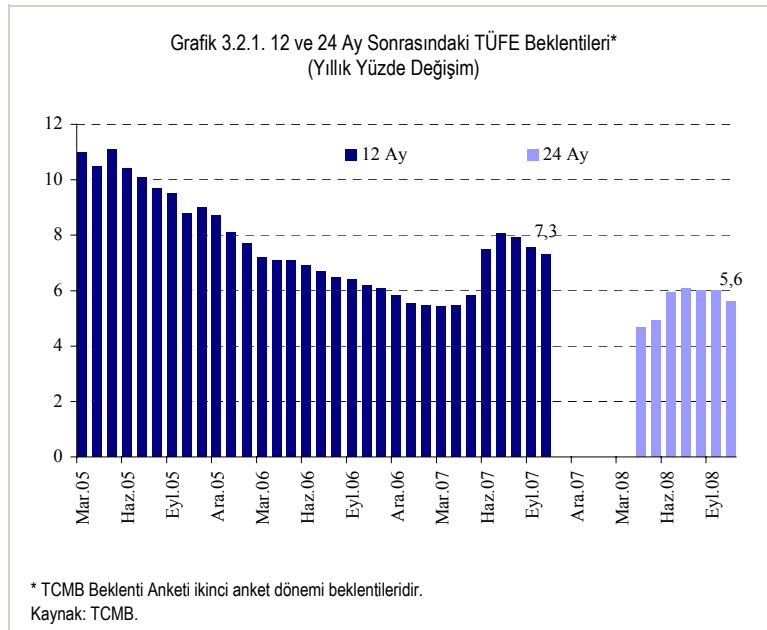
Petrol ürünlerinin etkisi dışlandığında, imalat sanayi fiyatlarının yıllık artış hızının üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yükseldiği görülmektedir (Grafik 3.1.12). Uluslararası piyasalardaki emtia fiyatları gelişmelerine ve YTL'deki değerlenmeye paralel olarak, üçüncü çeyrekte ana metal sanayi fiyatlarının yüzde 3,66, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri

fiyatlarının ise yüzde 13,53 oranında gerilediği gözlenmiştir. Bu gelişmenin, maliyetler üzerinde yarattığı olumlu etki, doğalgaz fiyatlarının yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 10,26 oranında artması ile sınırlı kalmıştır.



3.2. Beklentiler

2006 yılı ikinci çeyreğinde ekonomide yaşanan dalgalanmalarla bozulmaya başlayan enflasyon beklentileri, TCMB'nin Haziran ayında verdiği güçlü politika tepkisinin de etkisiyle, Ağustos ayı ile birlikte gerilemeye başlamıştır. Ancak, mevcut durumda orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflerin üzerinde olduğu görülmektedir.



Haziran ayında keskin bir artış kaydeden yıl sonu enflasyon beklentisi, Ağustos ayında iyileşme göstererek son anket dönemi itibarıyla yüzde 9,88 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yaşanan dalgalanmanın yıl sonu enflasyon beklentisi üzerinde, dalgalanma öncesine kıyasla, yaklaşık 4,1 puanlık bir artış yarattığı gözlenmektedir. Daha uzun vadeye yönelik olarak sorulan gelecek on iki ve yirmi dört aylık enflasyon beklentileri Ekim ayının ikinci anket dönemi itibarıyla sırasıyla yüzde 7,31 ve 5,60 olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik birimler, enflasyondaki düşüş sürecinin orta vadede kademeli olarak devam edeceğini düşünmektedir.

Gelecek on iki aylık döneme ilişkin değişim katsayısının² Eylül ayı ikinci döneminde Nisan ayındaki seviyesine gerilemesi, enflasyon beklentilerindeki düzelmeyi destekler niteliktedir. Öte yandan, Haziran ayındaki belirgin artışlardan sonra yüzde 5,60 düzeyine gerileyen gelecek yirmi dört aylık enflasyon beklentilerinin değişim katsayısında, daha uzun vadeye ilişkin belirsizliğin de etkisiyle, henüz belirgin bir iyileşme gözlenmemektedir (Tablo 3.2.1).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, para politikası, enflasyon bekleyişlerinin orta vadeli hedeflerle tutarlı olmasını esas almaktadır. Bu çerçevede, düzelmeye sürecine girmesine rağmen, hem gelecek on iki aylık hem de gelecek yirmi dört aylık enflasyon beklentilerinin seviye olarak halen hedeflerin üzerinde olması, ücret ve fiyat belirlemede bir risk unsuru olarak ortaya çıkmakta ve ihtiyat gerektirmektedir.

Tablo 3.2.1. Yıllık TÜFE Enflasyon Beklentisi

Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu	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

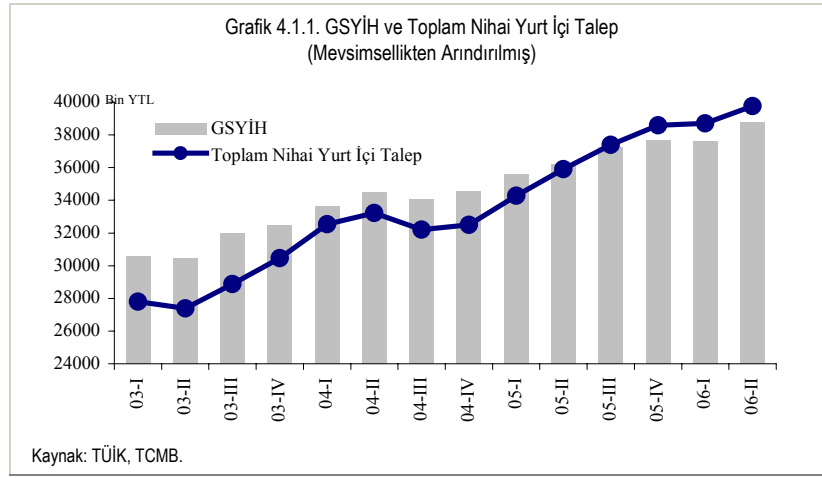
*Tablodaki ortalama beklenti değerleri, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalamanın uç değerler analizi ile karşılaştırılması sonucunda seçilen uygun ortalamadır.
Kaynak: TCMB.

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

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

4.1. Arz-Talep Dengesi

GSYİH 2006 yılının ikinci üç aylık döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 7,5 oranında artış göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre ise, GSYİH bir önceki döneme göre yüzde 3,1 oranında artmıştır. Böylelikle, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan öncü göstergelerle tutarlı olarak, ekonomik faaliyetlerde hızlanma görülmüştür (Grafik 4.1.1).



Ekonominin büyümesi üretim yönünden incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde önemli ölçüde yavaşlayan sanayi sektörü katma değeri, yılın ikinci çeyreğinde yüksek oranda artarak büyümeye en yüksek katkıyı sağlamıştır. Sanayi üretimindeki canlanmaya karşılık tarım sektörü katma değeri gerilemiş, hizmetler sektörünün büyümeye katkısı ise yılın ilk çeyreğine oranla azalmıştır. Hizmetler sektörünün büyümeye katkısının azalmasında inşaat sektöründeki yavaşlama etkili olmuştur. İnşaat sektörü katma değerindeki büyümenin gerilemesinde ise kamu inşaat yatırımlarının gerilemesi belirleyici olmuştur.

Talep bileşenleri açısından incelendiğinde, 2006 yılının ikinci çeyreğinde tüketim harcamalarının artış oranı yılın ilk çeyreğine göre yükselirken yatırım harcamalarının artış oranı gerilemiştir (Tablo 4.1.1). Tüketim harcamalarının alt kalemlerine bakıldığında, gerek kamu gerekse özel tüketimin arttığı görülmektedir. Yatırım harcamalarının artışındaki yavaşlamada ise kamu sektörü yatırımlarının azalmasının yanı sıra özel sektör makine-teçhizat yatırımları artış oranının düşmesi etkili olmuştur. Tüketim harcamaları yıllık artış oranı yükselirken yatırım harcamaları yıllık artış oranı hızla gerilemiştir.

Bu gelişme sonucu, toplam nihai yurt içi talebin yıllık artış oranı yılın ilk çeyreğindeki yıllık artış oranının altında kalmıştır (Tablo 4.1.1). Üç aylık dönemler itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış verilerle incelendiğinde ise, toplam nihai yurt içi talebin bir önceki çeyreğe göre, GSYİH büyümesinin bir miktar altında, yüzde 2,7 oranında büyüdüğü görülmektedir (Grafik 4.1.1).

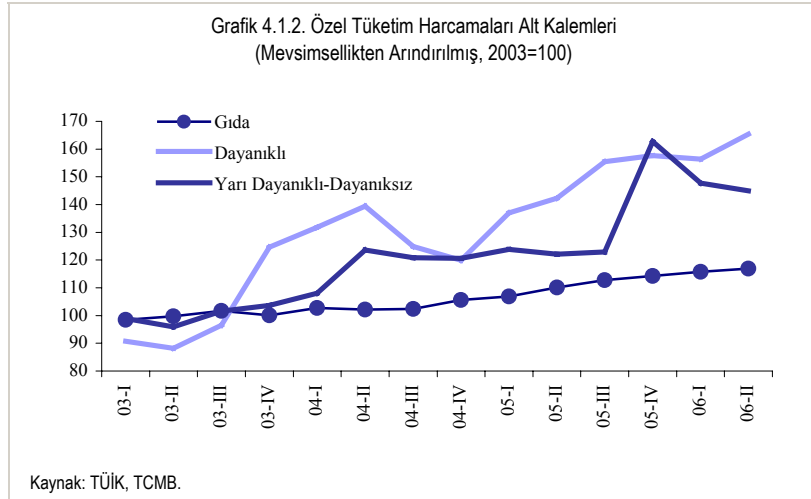
Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri
(Sabit Fiyatlarla, Yıllık Yüzde Değişim)

	2004					2005			
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	Altı aylık
1-Tüketim Harcamaları	9,0	4,1	3,9	9,8	14,1	8,1	8,6	10,8	9,7
Kamu	0,5	4,4	4,0	3,2	0,0	2,4	8,1	18,0	13,5
Özel	10,1	4,1	3,9	10,4	16,7	8,8	8,6	10,1	9,4
Dayanıklı Tük. Malları	29,7	3,2	2,9	26,0	31,3	15,0	13,4	15,9	14,6
Gıda	2,8	3,3	8,6	10,8	8,7	8,2	7,5	6,2	6,8
Yarı Day. ve Dayanaksız	18,8	9,0	3,0	3,7	39,6	12,9	12,7	21,6	16,8
2-Sabit Sermaye Yatırımları	32,4	10,3	20,0	30,6	33,0	24,0	30,7	10,9	19,0
Kamu	-4,7	30,7	30,2	38,2	17,1	25,9	34,5	-11,3	1,0
Özel	45,5	8,8	18,4	29,0	41,6	23,6	30,4	14,8	21,5
Makine-Teçhizat	60,3	5,1	15,4	26,8	43,5	21,4	32,7	11,0	20,2
İnşaat	15,3	20,8	28,8	33,2	35,9	29,9	23,8	26,3	25,2
3-Stok Değişimi*	1,1	0,6	-0,7	-3,0	-6,3	-2,5	-4,4	0,3	-1,9
4-Mal ve Hizmet İhracatı	12,5	14,0	6,7	3,9	10,9	8,5	3,5	4,3	3,9
5-Mal ve Hizmet İthalatı	24,7	10,6	9,1	11,2	15,3	11,5	8,2	10,0	9,2
6-Toplam Yurt İçi Talep	14,1	5,6	6,8	10,9	11,6	8,8	8,6	10,0	9,4
7-Toplam Nihai Yurt İçi Talep	14,1	5,5	8,4	14,5	19,1	12,1	14,0	10,8	12,3
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	9,0	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4	6,5	7,5	7,0

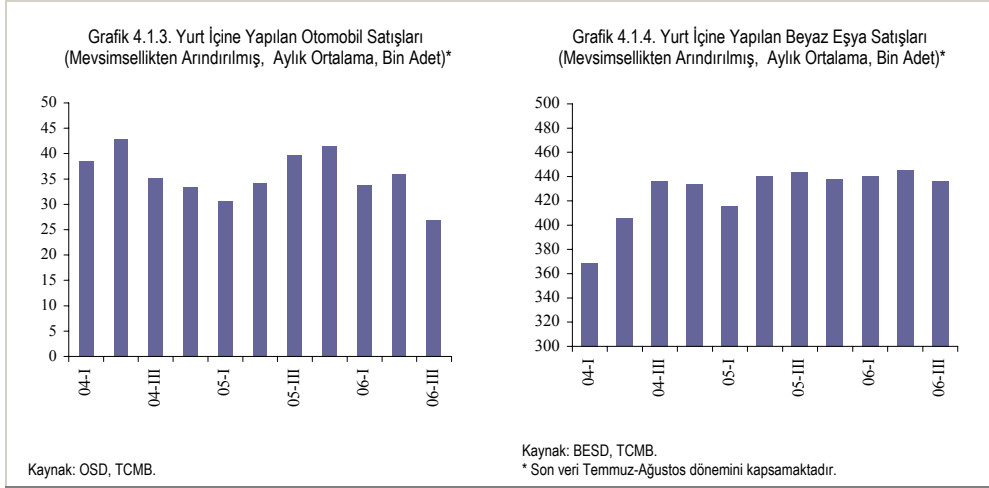
Kaynak: TÜİK.

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde.

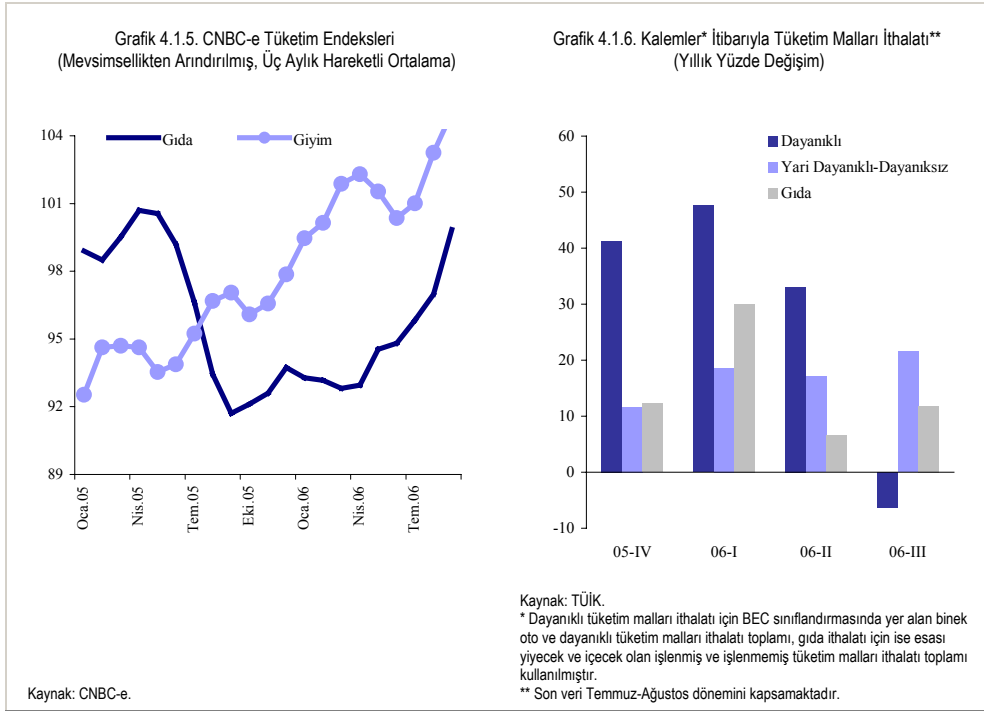
Yılın ilk çeyreğinde yavaşlayan özel tüketim harcamaları, ikinci çeyrekte tekrar hızlanmıştır. Söz konusu hızlanmada, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, bir önceki döneme göre yüzde 5,7 oranında büyüyen dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar etkili olmuştur. Diğer yandan, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, gıda harcamalarındaki istikrarlı büyüme sürerken, yarı dayanıklı ve dayanaksız mallar grubuna yönelik harcamalarda 2005 yılının son çeyreğinde görülen yüksek artıştan sonra gerileme devam etmiştir (Grafik 4.1.2).



YTL’de değer kaybıyla sonuçlanan Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan finansal dalgalanmanın olumsuz etkisinin yılın ikinci yarısında, kur ve kredi gelişmelerine duyarlılığı en yüksek olan dayanıklı tüketim malları talebinde görülmesi beklenmektedir. Nitekim, mevsimsellikten arındırılmış veriler, yurt içi otomobil satışlarında üçüncü çeyrekte sert bir düşüşe işaret etmektedir (Grafik 4.1.3). Temmuz-Ağustos dönemi itibarıyla, beyaz eşya satışlarında da hafif bir gerileme görülmektedir (Grafik 4.1.4). Taşıt kredilerinin reel olarak Eylül ayı itibarıyla gerilemeye devam etmesi, otomobil satışlarındaki gerilemenin devam ettiğine işaret etmektedir. 2005 yılının ikinci yarısında görülen yüksek oranlı yıllık artışların yarattığı baz etkisi de dikkate alındığında, yılın geri kalan döneminde, dayanıklı tüketim malları harcamalarının yıllık olarak gerileyebileceği düşünülmektedir.

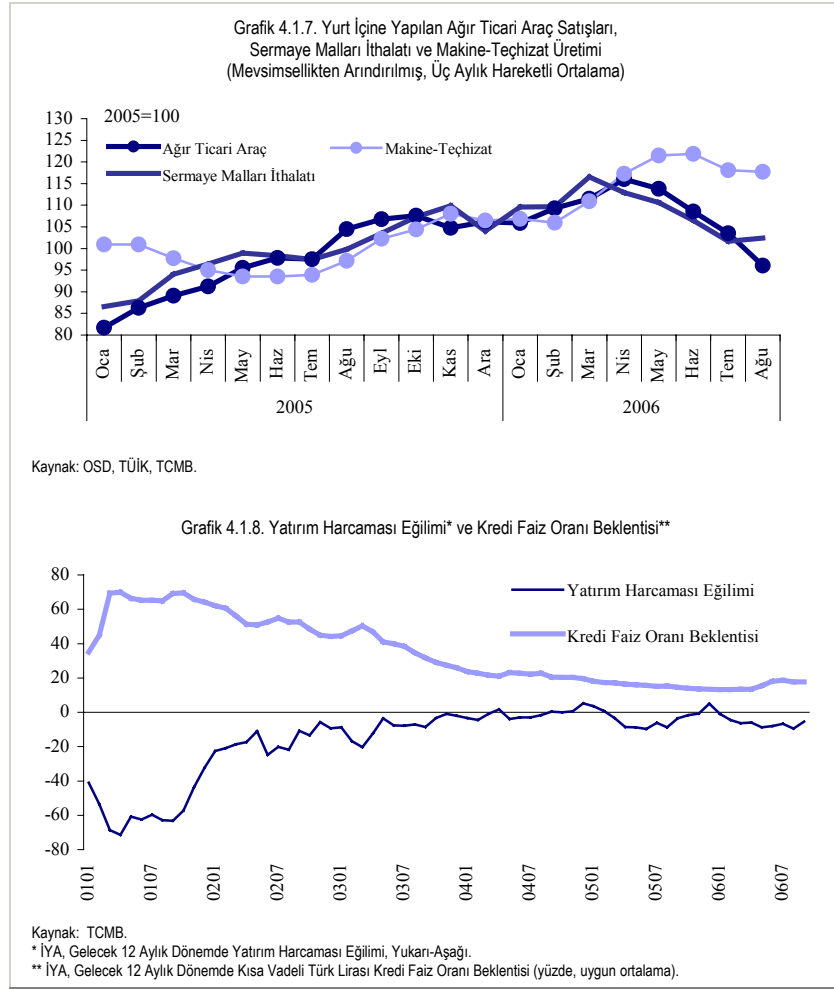


Mayıs ve Haziran aylarındaki finansal dalgalanmanın, kur ve kredi gelişmelerine duyarlılığı düşük olan tüketim kalemlerine yönelik talebi önemli oranda etkilemediği düşünülmektedir. CNBC-e tarafından oluşturulan mevsimsellikten arındırılmış tüketim endeksleri, Eylül ayı itibarıyla, gıda ve giyim harcamalarında gerileme olmadığını göstermektedir (Grafik 4.1.5). Tüketim malları ithalatının yıllık değişimine bakıldığında da, Temmuz-Ağustos döneminde, dayanıklı tüketim malları ithalatının gerilediği, buna karşın yarı dayanıklı ve dayanıksız ile gıda harcama gruplarında ithalatın artmaya devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.1.6). Sonuç olarak, Mayıs ve Haziran aylarındaki finansal dalgalanmanın yılın ikinci yarısında özel tüketim harcamalarının artış oranını yılın ilk yarısına göre düşürmekle birlikte, tüketim talebindeki yavaşlamanın dayanıklı mallarda diğer alt kalemlere kıyasla daha belirgin olacağı düşünülmektedir.



Yatırım talebine ilişkin göstergeler, makine-teçhizat yatırımlarında, YTL'deki değer kaybı ve finansman koşullarındaki olumsuzlukların da etkisiyle, gerilemenin sürdüğüne işaret etmektedir. Sermaye malları ithalatının Ocak ayındaki tarihsel zirveden sonra başlayan ve fiyat artışlarıyla desteklenen gerileme eğilimi Ağustos ayında durmasına karşın, mevsimsellikten arındırılmış veriler Temmuz-Ağustos dönemi itibarıyla yılın ilk iki çeyreğinin altında bir seviyeye işaret etmektedir (Grafik 4.1.7). Otomobil satışlarına benzer şekilde, ağır ticari araç satışları kurlardaki değişime en sert tepkiyi veren yatırım harcaması göstergesi olmuştur. Sonuç olarak, makine-teçhizat yatırımlarının, yılın ikinci yarısında, 2005 yılı ikinci yarısındaki gözlenen yüksek oranlı artışların yarattığı baz etkisi de dikkate alındığında, düşük oranda artması beklenmektedir.

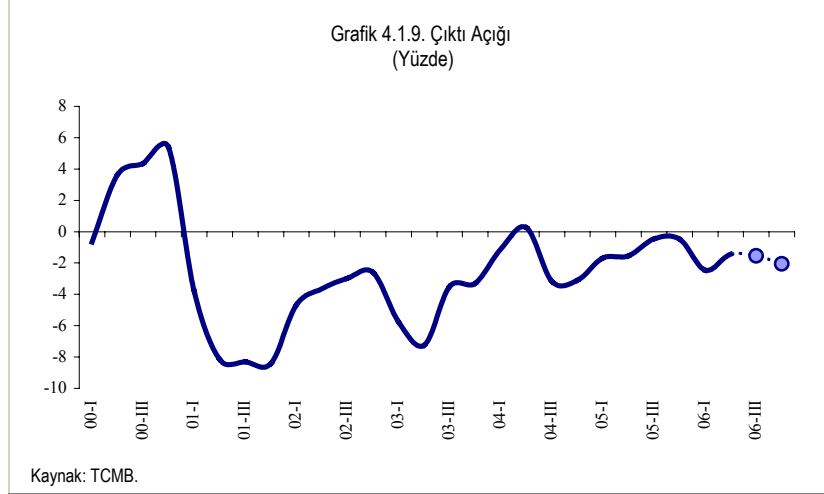
Bununla birlikte, İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergelerinden gelecek 12 aylık döneme ilişkin yatırım harcaması eğiliminin finansal dalgalanma sonucunda sert düşüş göstermemesi yatırımcı güveninin devam ettiğine ve orta vadede yatırım harcamalarının devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.8). Bu durum, verimlilik artışlarının ve enflasyonist olmayan yüksek büyüme oranlarının sürdürülebilir olması açısından önem arz etmektedir.



Sonuç olarak, talebe ilişkin öncü göstergeler, toplam yurt içi nihai talebin, finansman koşullarına (kur ve kredi faizlerine) göreli olarak daha duyarlı sektörlerin etkisiyle, yılın ikinci yarısında yavaşlayacağına işaret etmektedir. Toplam sanayi ve imalat sanayi üretimlerinin Temmuz ve Ağustos aylarında mevsimsellikten arındırılmış verilerle gerileme eğilimine girmesi, Eylül ayı itibarıyla imalat sanayi üretim beklentilerinin üçüncü çeyrekte ikinci çeyreğe göre daha düşük yıllık artış oranına işaret etmesi, bu beklentiyi desteklemektedir. Ancak, yılın ikinci yarısında, net dış talebin büyümeye olan katkısının yılın ilk yarısına kıyasla artması, böylelikle iç talep kaynaklı yavaşlamayı bir miktar sınırlaması beklenmektedir.

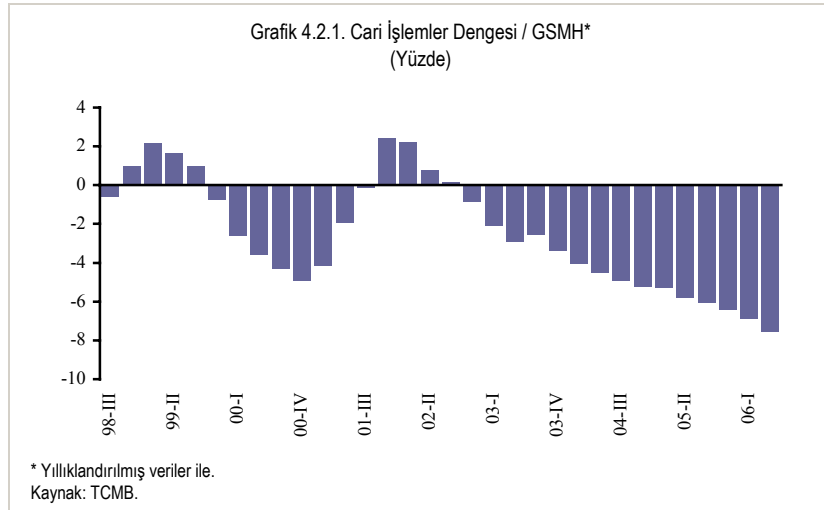
Önümüzdeki dönemde talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının artması beklenmektedir. Bu doğrultuda, yılın ikinci yarısında çıktı açığının daha da derinleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.9). Haziran ayındaki parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle reel faiz oranlarında ortaya çıkan

artış ve tüketici kredilerindeki yavaşlamanın önümüzdeki dönemde yurt içi talebi kısıtlayıcı yönde etkilemesi beklenmektedir.

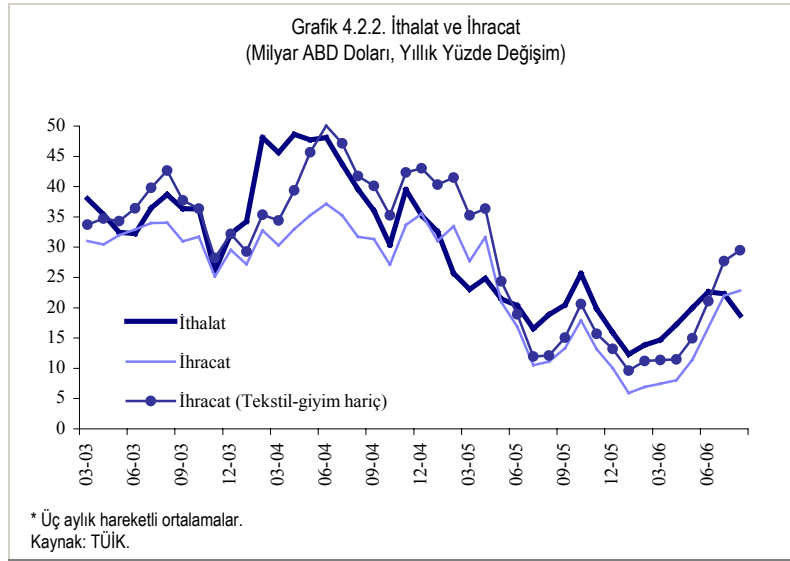


4.2. Dış Talep

2006 yılının ilk yarısında yüksek seyreden iç ve dış talep, ihracat ve ithalat büyümesini desteklemiştir. Artan petrol fiyatları ve canlı iç talep ithalatın ihracattan daha hızlı artmasına neden olmuştur. Ancak, Temmuz-Ağustos döneminde iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak ithalattaki yıllık artış ihracat yıllık artışının gerisinde kalmıştır. Sonuç olarak, 2005 yılının ilk sekiz ayında 15,5 milyar ABD doları olan cari işlemler açığı, 2006 yılının aynı döneminde 22,4 milyar ABD doları düzeyinde çıkmıştır. 2006 yılının ilk yarısı itibarıyla yıllık bazda cari işlemler açığı Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'nin yüzde 7,5'i düzeyine ulaşmıştır (Grafik 4.2.1).

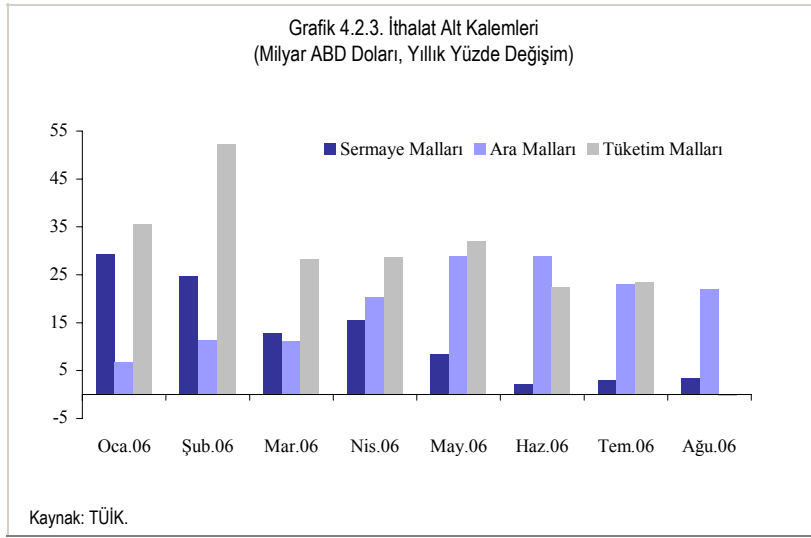


İhracat ve ithalatın 2006 yılı Ocak-Ağustos dönemindeki performansları değerlendirildiğinde, bir önceki yıla göre artış hızlarının sırasıyla yüzde 14,1 ve yüzde 18,5 oranında olduğu gözlenmiştir (Grafik 4.2.2). Söz konusu artış hızları 2005 yılının aynı dönemindeki artışlara kıyasla daha düşük gerçekleşmiştir. Ancak, ihracat artışındaki gerileme, sınırlı düzeyde de olsa, ithalat artışındaki gerilemeden daha düşük oranda gerçekleşmiştir. Uzak Doğu ülkelerindeki ucuz iş gücü maliyetleriyle rekabet güçlüğü çeken ve ihracat performansı toplam ihracat performansının altında gerçekleşen tekstil ve giyim sektörü, Mayıs ve Haziran aylarında YTL’de gözlenen değer kaybından sınırlı da olsa olumlu etkilenmiştir. Bununla birlikte, Mayıs-Ağustos döneminde söz konusu sektörlerin ihracat artışı toplam ihracattaki hızlanmanın gerisinde kalmıştır. Tekstil ve giyim sektörleri hariç tutulduğunda, ihracattaki artışın son aylarda ithalat artış hızının oldukça üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Taşıt araçları, makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihazlar, haberleşme cihazları gibi sermaye yoğun sektörler toplam ihracat performansında önemli ölçüde etkili olmuştur.



İthalatın bileşenleri incelendiğinde, ara malları ithalatındaki artışın toplam ithalat artışına en yüksek katkıyı yaptığı görülmektedir. Sanayi üretiminin yüksek oranda büyümesinin yanında artan petrol fiyatları da ara malları ithalatının hızla yükselmesine neden olmuştur. Petrol fiyatlarında gözlenen düşüş ve ekonomik büyüme oranının yavaşlaması, yılın geri kalan döneminde ara mallarının toplam ithalata katkısının daha sınırlı olmasını beraberinde getirebilecektir.

2005 yılı genelinde hızlı büyüme sergileyen sermaye malı ithalatı, 2006 yılı Nisan ayından itibaren yavaşlama eğilimi göstermiştir (Grafik 4.2.3). Diğer taraftan, tüketim malı ithalatındaki hızlı artış Temmuz ayına kadar sürmüştür, ancak, özellikle binek otomobil ithalatındaki gerileme ve dayanıklı tüketim malı ithalatındaki yavaşlama neticesinde Ağustos ayında yıllık bazda gerilemiştir. Yılın geri kalanında, iç talepteki yavaşlamaya paralel olarak, 2005 yılının son aylarındaki yüksek baz etkisi dikkate alındığında tüketim ve yatırım malı ithalatının yıllık olarak düşük oranda artması beklenmektedir.



Petrol başta olmak üzere enerji fiyatlarının gerileme göstermesi, iç talebin yavaşlaması ve canlı dış talebin de etkisiyle özellikle sermaye yoğun sektörlerde ihracatın güçlü seyrine devam etmesi, önümüzdeki dönemde dış ticaret açığındaki genişlemenin yavaşlayacağına işaret etmektedir. Ancak, cari işlemler açığının GSMH'ye oranının 2006 yılında 2005 yılının üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Dış finansman ihtiyacının daha çok doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli kredilerle karşılanması, söz konusu açığın ekonomi üzerinde yarattığı kırılganlığı kısa vadede azaltmaktadır. Bununla birlikte, ihracatta son dönemde gözlenen yüksek oranlı artışların önümüzdeki dönemde de sürmesi ve ithalat artışlarının üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Ancak, petrol fiyatlarında olabilecek yüksek artışlar dış ticaret açığı ve dolayısıyla cari işlemler açığı üzerinde risk unsuru oluşturabilecektir. Öte yandan, önceki raporlarımızda da vurgulandığı üzere, orta ve uzun vadede cari işlemler açığının sürdürülebilirliği ihracatın güçlü seyrine bağlı olacaktır. Bu konuda, yapısal iyileştirmeler önem kazanmaktadır.

4.3. Birim İşgücü Maliyetleri

TÜİK tarafından açıklanan “İmalat Sanayinde Çalışanlar, Üretimde Çalışılan Saat ve Kısmi Verimlilik Endeksi” sonuçlarına göre 2006 yılının ikinci üç aylık döneminde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,1 oranında azalmıştır (Tablo 4.3.1). İkinci çeyrekte çalışılan saat başına işgücü verimlilik endeksi bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,9 oranında artmıştır. Bu dönemde, işgücü verimliliği artışına hem kamu hem de özel sektör yüksek oranda katkı yapmıştır. Diğer yandan, çalışılan saat başına reel ücretler toplam imalat sanayinde yüzde 0,5 ve özel imalat sanayinde yüzde 1,3 oranında artarken, kamu imalat sanayinde yüzde 2,3 oranında gerilemiştir.

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

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

Kaynak: TÜİK.

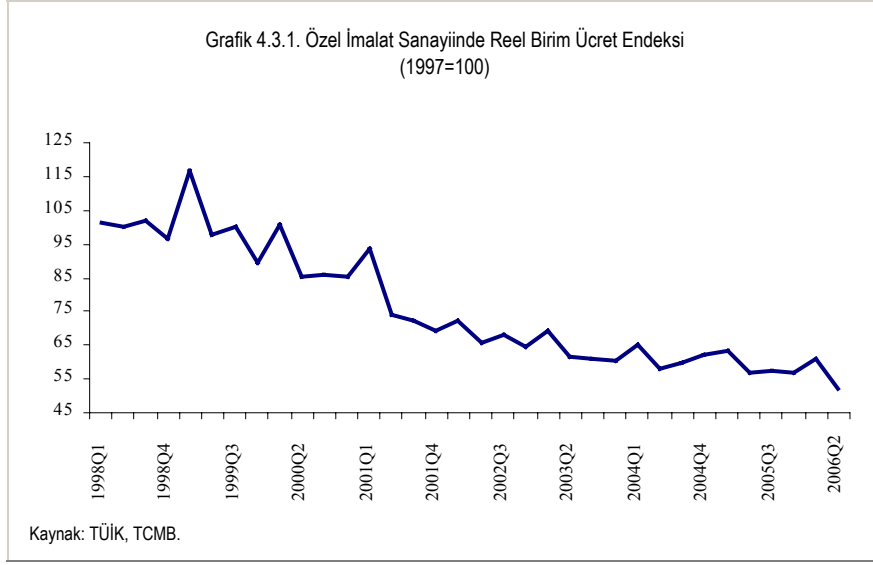
(1) İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.

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

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

(4) Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

Özel imalat sanayinde, verimlilik artışlarının devam etmesi ve ücretlerdeki artışın sınırlı kalması sonucu, reel birim ücretlerdeki gerileme sürmüştü ve bu dönemde reel birim ücretler bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,1 oranında gerilemiştir (Grafik 4.3.1). Reel birim ücretlerin düşük seviyesi fiyatlar üzerindeki maliyet baskısını azaltırken, ihracat performansına rekabet avantajı yoluyla olumlu katkı yapmaktadır. Önümüzdeki dönemde, ekonomik faaliyetlerde beklenen yavaşlama ile birlikte verimlilik artış hızının azalması ve reel ücretlerdeki olası artışlar sonucu reel birim ücretlerdeki gerilemenin önceki dönemlere kıyasla daha düşük düzeyde kalması öngörülmektedir.



2007 yılı için memur maaş zamları, 2006 yılına ilişkin enflasyon farklarının ödenmesi ve her iki altı ay için düşük maaş alan memurlara yüzde 4, yüksek maaş alan memurlara yüzde 3 zam olarak öngörülmüştür. Ücretler gerek maliyet gerek talep kanallarından fiyatları etkilemektedir. Bu nedenle ücret ayarlamalarının enflasyon hedefiyle uyumlu belirlenmesi önemlidir. Zira, TÜİK tarafından açıklanan cari fiyatlarla gelir yönünden milli gelir istatistiklerine göre işgücü ödemelerinin yaklaşık yarısı kamu kesiminden gelmektedir. Bunun yanında, kamu ücret ayarlamaları enflasyon beklentilerini etkileyebilmekte ve özel sektör ücret ayarlamalarında referans alınabilmektedir. Dolayısıyla, 2007 yılı için öngörülen enflasyon hedefinin üzerinde belirlenen memur maaş zamları çerçevesinde, gelirler politikasının özellikle hizmetler sektörü enflasyonundaki düşüşü geciktirebileceği düşünülmektedir.

5. Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Mali Piyasalar

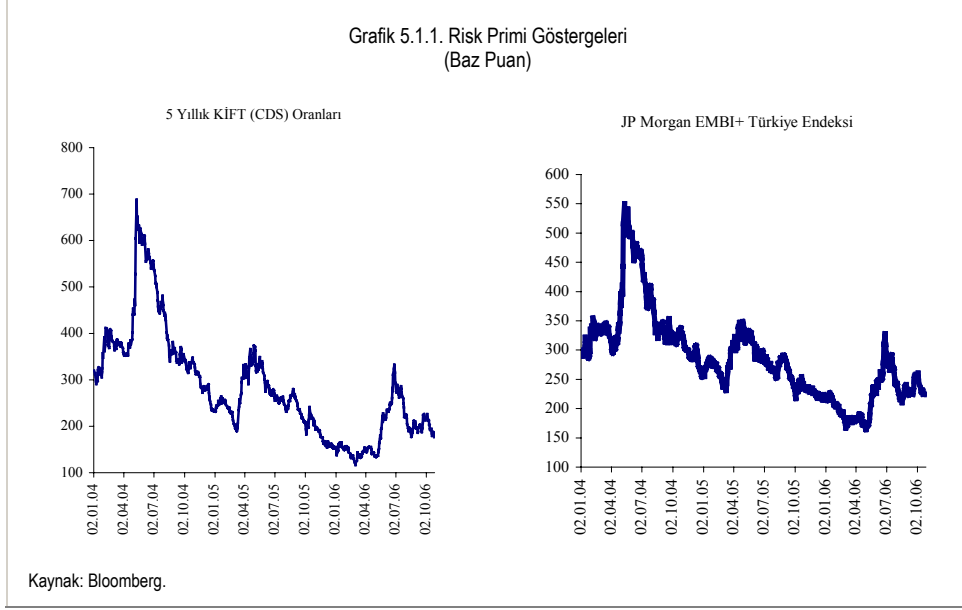
2006 yılının üçüncü çeyreğinde, mali piyasalardaki gelişmeler enflasyon görünümünün iyileşmesine katkıda bulunmuştur. Temmuz-Ağustos döneminde uluslararası likidite koşullarındaki bozulma durmuş ve global risk iştahı gelişmekte olan ülkelerin lehine hareket etmeye başlamıştır (Grafik 2.2.2). Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanmaların ardından alınan para politikası tedbirleri, yurt içi piyasalardaki güven ortamının oluşmasına katkıda bulunmuştur. Temmuz-Ağustos döneminde piyasadaki likidite fazlasını azaltmak için kullanılan bir ve iki haftalık ihalelerde çekilen tutar kademeli olarak düşürülmüş, aynı zamanda ihalelerde oluşan faizler gecelik faiz oranlarına yakınsamıştır. Likidite miktarındaki azalmanın sonucunda depo alım ihalelerine Ağustos ayında son verilmiştir.

Temmuz ayının birinci yarısı itibarıyla, hampetrol fiyatlarının yüksek seviyelerde dalgalanması ile orta vadeli enflasyon beklentilerinde belirgin bir düzelme görülmemesi, enflasyon görünümüne ilişkin temkinli olma gereğini devam ettirmiştir. Bu doğrultuda, Para Politikası Kurulu orta vadeli hedeflere ulaşılabilmesini teminen politika faizlerinin 25 baz puan artırılmasına karar vermiştir.

Ağustos ayında orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuş ve yerini sınırlı oranda iyileşmeye bırakmıştır. Toplam talepte yavaşlama sinyallerinin ortaya çıkması ve enflasyon görünümündeki kısmi iyileşme politika faizlerinin sabit tutulmasında etkili olmuştur. Diğer taraftan, emtia fiyatlarının yüksek seyretmesi ve uluslararası likidite koşullarına ilişkin belirsizliklerin sürmesi temkinli duruşun devam etmesinin temel gerekçelerini oluşturmuştur. Eylül ayında veri setinde önemli bir değişiklik gözlenmemesi ve enflasyon görünümündeki kısmi iyileşmenin devam etmesiyle politika faizleri değiştirilmemiştir.

Kurul toplantısını takip eden günlerde ABD'nin ekonomik büyümesindeki yavaşlamanın beklenenden sert olabileceği endişeleri ve bazı gelişmekte olan ülkelerdeki olumsuz şoklar, Türkiye'nin de dahil olduğu ülke gruplarına karşı risk iştahını azaltmıştır (Grafik 2.2.2).

Diğer taraftan, Ekim ayında uluslararası likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler, Kredi İflas Takası (KİFT) ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endekslerinde gözlemlenen düşüşün ana belirleyicisi olmuştur (Grafik 5.1.1).



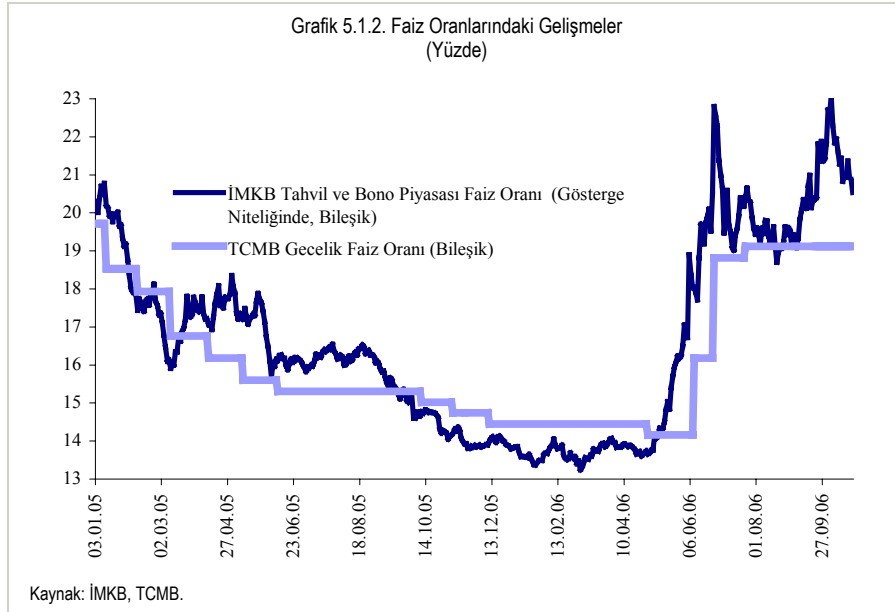
Para Politikası Kurulu, kamu harcama kalemlerindeki artışlar ve gelirler politikasının enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu risklere dikkat çekerek, Ekim ayında da faizlerin değiştirilmemesine karar vermiş ve para politikasının sıkı duruşunu korumuştur. Kurul, orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, hizmet fiyatlarına ilişkin yeni risklerin ortaya çıkmış olması ve küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi gibi unsurların orta vadeli perspektifte ihtiyatlı olma gereğini de beraberinde getirdiği değerlendirmesini yapmıştır.

ABD ekonomisine ilişkin mevcut sinyaller sert bir yavaşlama tezini desteklememekle birlikte, tedrici bir yavaşlamanın varlığına işaret etmektedir. Bu yönde oluşan beklentiler, petrol fiyatlarındaki düşüşe katkıda bulunmaktadır. Petrol fiyatlarındaki gerileme, net ithalatçı konumunda olan ekonomimiz için özellikle cari denge açısından olumlu bir gelişmedir. Diğer taraftan, ABD ekonomisinde görülebilecek beklenenden sert bir yavaşlamanın geçici olarak risk iştahını bozabileceği de dikkate alınmalıdır.

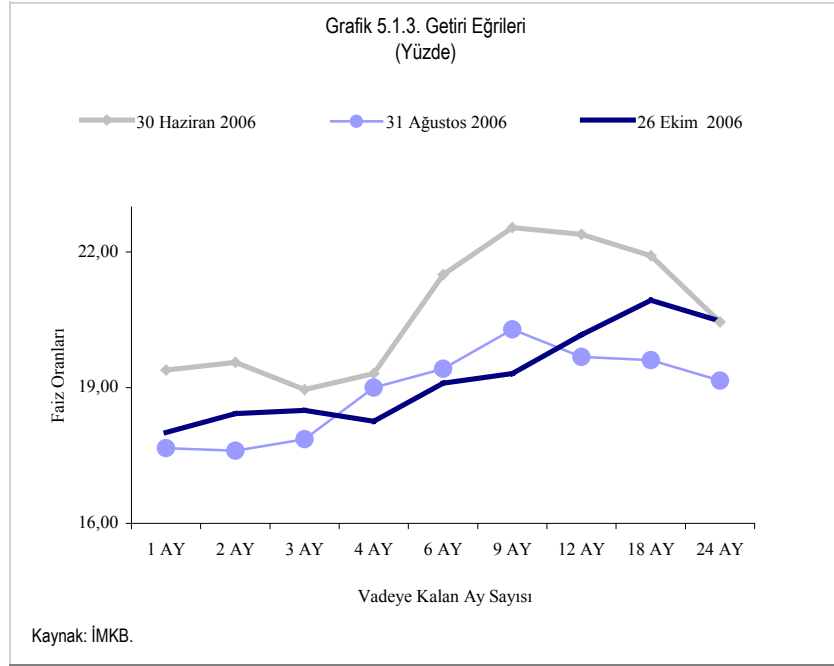
Eylül ayında Merkez Bankası, kısa vadeli faizlere ilişkin belirsizliği azaltmak amacıyla, Kurul toplantısının ardından önümüzdeki dönemde politika faizinin TCMB borçlanma faizi olmaya devam edeceği öngörüsünü kamuoyu

ile paylaşmıştır. Diğer taraftan, azalan likiditenin kredi genişleme hızındaki yavaşlamaya katkı sağlaması olasıdır.

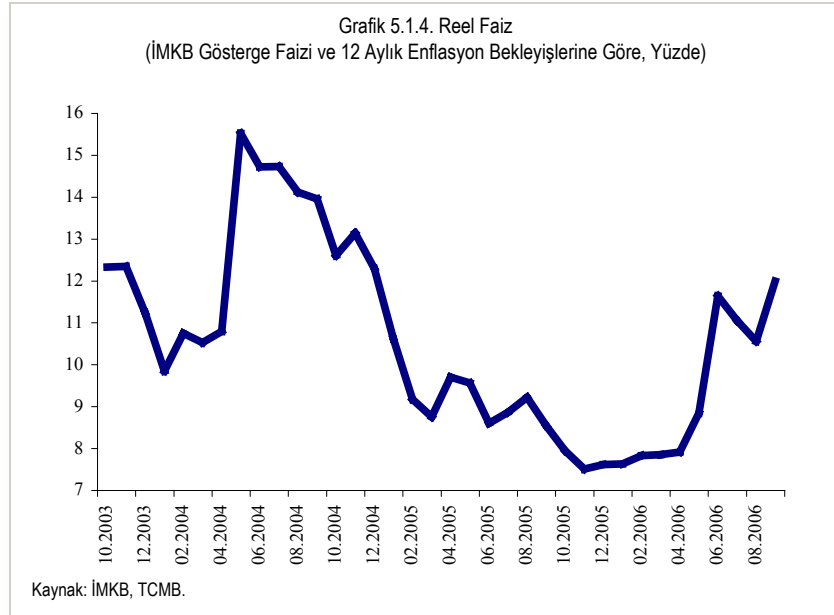
Eylül ayında oluşan risk algılamalarındaki bozulma ve likidite miktarındaki azalış, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranının artmasında rol oynayan önemli unsurlardır. Ekim ayında risk primi göstergelerindeki olumlu gelişmeler, gösterge faizin TCMB borçlanma faizine yaklaşmasında önemli rol oynamıştır (Grafik 5.1.2).



Getiri eğrisinin uzun ucu, TCMB tarafından alınan tedbirler sonrasında enflasyonla mücadeledeki kararlılığın görülmesi ile birlikte Haziran ayı sonunda aşağı yönlü hareket göstermiştir. Ağustos 2006 sonunda ise, getiriler Haziran ayı sonuna göre her vadede azalmıştır. Bu gelişmede, olumlu enflasyon verileri ve risk primindeki düşüş etkili olmuştur (Grafik 5.1.3). Eylül ayı enflasyonunun beklentilerden yüksek gelmesi, ay içinde risk algılamalarında gözlenen bozulma eğilimi ve likidite daralması sonrasında getirilerde artış gözlemlenmiştir. Ekim ayında getirilerde bir önceki aya göre bir miktar azalış olmakla birlikte, 26 Ekim 2006 tarihli verim eğrisinin on iki aydan daha uzun vadelerde 31 Ağustos 2006 tarihine göre daha yukarıda olduğu görülmektedir.

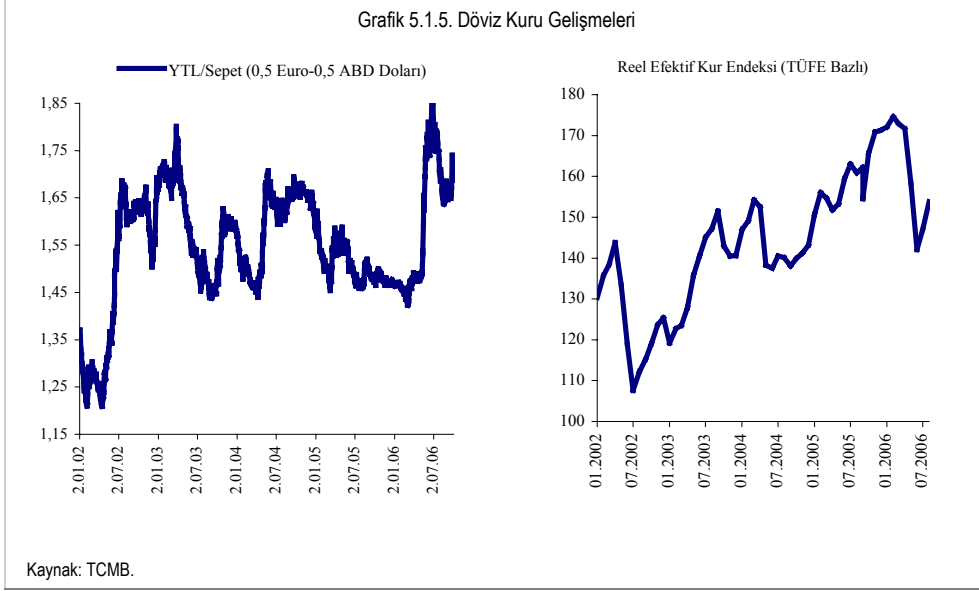


Yukarıdaki gelişmeler sonrasında gösterge kıymet faizleri ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 aylık enflasyon beklendişlerinden hesaplanan reel faizler Eylül ayında artış eğilimi göstermiştir (Grafik 5.1.4).

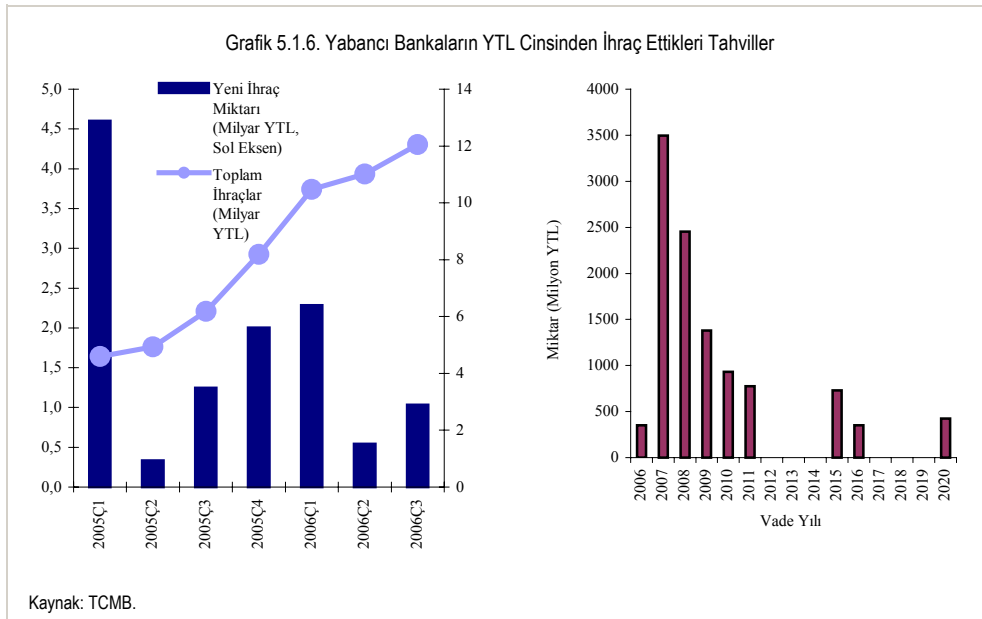


Temmuz ve Ağustos aylarında nominal döviz kurlarında gözlenen değerlenme, Eylül ayında yurt dışında yerleşik yatırımcıların portföy

tercihlerini değiştirmeleri ile birlikte yerini geçici bir değer kaybına bırakmıştır (Grafik 5.1.5). Nitekim, Ekim ayında döviz kurlarında değerlenme eğilimi yeniden gözlemlenmeye başlamıştır.



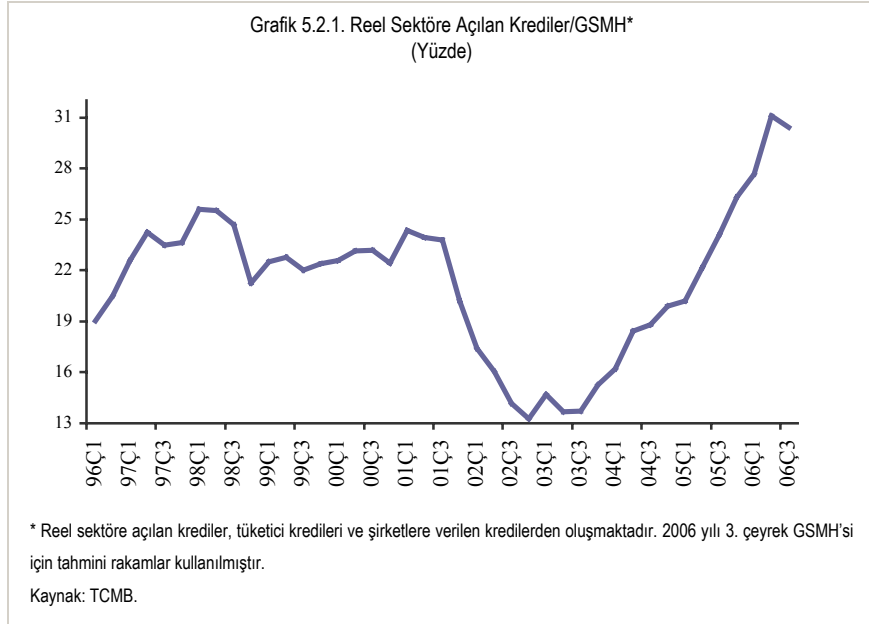
Yurt dışında Yeni Türk lirasına olan talebin göstergesi olan yabancı bankaların Yeni Türk lirası cinsinden gerçekleştirdiği tahvil ihraçları, 2006 yılının üçüncü çeyreğinde geçtiğimiz üç aylık döneme göre artış göstermiştir (Grafik 5.1.6). Bu gelişmede mevsimsel etkiler ile beraber risk algılamalarının ikinci çeyreğe kıyasla daha olumlu olmasının ön plana çıktığı düşünülmektedir.



5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Bir önceki çeyrekte yaşanan dalgalanma, finansal sistemde ve kredi gelişmelerinde önemli değişikliklere yol açmış, aracılık faaliyetlerinde yavaşlamaya neden olmuştur. Bankaların özellikle hane halkına sundukları kredilerdeki hızlı büyüme, faizlerdeki yükselişe bağlı olarak belirgin bir şekilde yavaşlamıştır.

Kredi büyüklükleri son çeyrekte de artışa devam etmiş, ancak artış hızı oldukça yavaşlamıştır (Grafik 5.2.1). Bazı kredi türlerinde ise genişleme durma noktasına gelmiştir. Önceki çeyreklerdeki kredi artış oranları dikkate alındığında yavaşlamanın boyutu daha da belirgin hale gelmektedir (Tablo 5.2.1). Özellikle kredi genişlemesinde başı çeken ve nihai tüketimle yakından ilişkili olan tüketici kredileri son çeyrekte ivmesini kaybetmiştir. Konut kredileri ve kredi kartları sınırlı oranda artarken, taşıt kredileri azalmıştır. Toplam tüketici kredilerindeki artış, büyük ölçüde vadesi konut ve taşıt kredilerine göre daha kısa, faizi ise daha yüksek olan ve düşük miktarlarda kullanılan ihtiyaç kredilerinden kaynaklanmıştır.



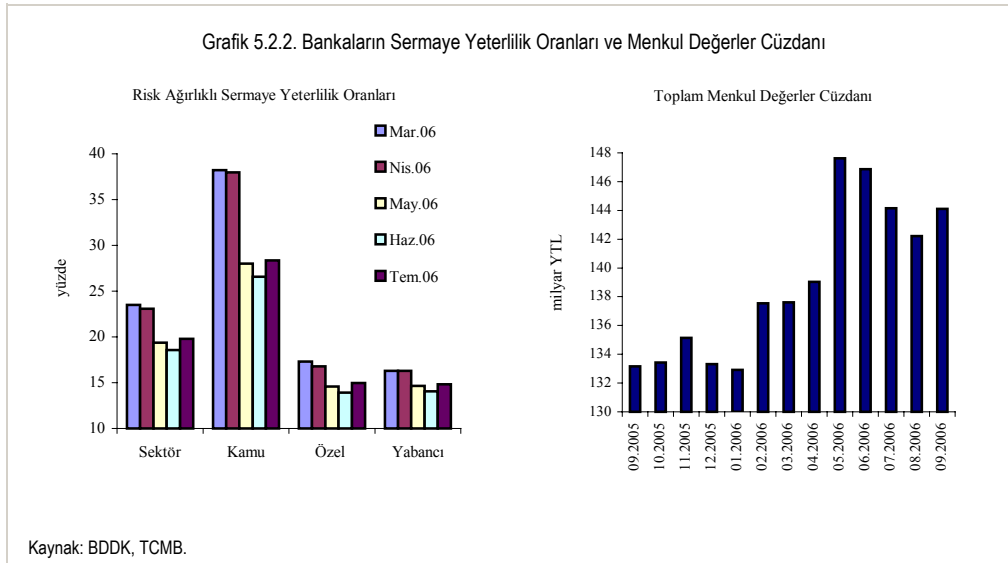
Bundan sonraki süreçte de kredi gelişmeleri, bir taraftan bankaların kullanılabilecekleri fonlardan oluşan kredi arzı, diğer yandan da ekonomik birimlerin faiz düzeyi ve harcanabilir gelirleriyle ilişkili olan kredi talebi tarafından belirlenecektir.

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

	2005Ç2	2005Ç3	2005Ç4	2006Ç1	2006Ç2	2006Ç3
Tüketici Kredileri	23,4	23,3	18,6	18,7	24,3	3,2
Konut Kredileri	61,9	50,6	38,1	30,8	27,2	2,6
Taşıt Kredileri	11,7	11,4	9,9	3,2	8,9	-4,8
Diğer Krediler	11,7	11,3	5,3	13,1	28,7	7,8
Kredi Kartları	8,4	6,3	6,0	3,2	10,6	3,8

Kaynak: TCMB.

Bankaların kredi arzı; faiz patikasının yönüne dair beklentileri, likidite durumları, portföy tercihleri ve sermaye yapılarıyla birebir ilişkilidir. Bankalar, özellikle Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanmalar sonrasında kredi faiz oranlarını artırarak sundukları kredi imkânlarını azaltmışlardır. Buna eş zamanlı olarak, portföylerinde yer alan borçlanma senetlerinin miktarını da artırmışlardır. Sonuç olarak, artan faizlerin etkisiyle ortaya çıkan zarar için ayrılan karşılıklar bankaların özkaynaklarını azaltmış, dolayısıyla bankacılık sisteminin sermaye yeterlilik oranlarında düşüşe yol açmıştır (Grafik 5.2.2). Her ne kadar dalgalanmadan sonra sermaye yeterlilik oranlarında bir toparlanma görülse de, faizlerin henüz düşme eğilimine girmemesi ve likiditenin düşük seviyesini koruması kredi arzını sınırlandırabilecek unsurlardır. Buna karşın, finansal sistemin sermaye yeterlilik oranı hala öngörülen yüzde 8 seviyesinin çok üstündedir. Ayrıca, yakın dönemde bankaların tuttukları kamu kâğıtlarının miktarında sınırlı da olsa bir azalma eğilimi görülmektedir. Bu gelişmeler bankaların ilerleyen dönemlerde de kredi genişlemesine destek verecek güçlü bir sermaye yapısına sahip olduğu bilgisini içermektedir.



Son yıllarda finansal derinleşme ve toplam kredi hacminin yükselmesiyle, parasal aktarım mekanizmasında kredi kanalının etkinliğinin artmaya başladığı düşünülmektedir.

Kredi talebinin en önemli belirleyicisi olan kredi faiz oranları mevcut durumda 2006 yılının ilk yarısına göre yüksek seviyelerdedir. Bu durumun önümüzdeki dönemde bireylerin ve firmaların kredi talebini sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankası, toplam talebe ve finansal sistemin sağlığına dair içerdiği bilgiler dolayısıyla bankacılık ve kredi gelişmelerini yakından izlemeye devam edecektir.

6. Kamu Maliyesi

Yılın ilk yarısı için TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, mevsimsellikten arındırılmış kamu kesimi harcamalarında üç aylık dönemler itibariyle yüksek oranda artışlar gözlenmiştir. 2006 yılı bütçe hedefleri çerçevesinde kamu harcamalarındaki artışın yılın ikinci yarısında yavaşlaması gerekmektedir. Ancak, merkezi bütçe dışı kamu harcamalarına ait veriler oldukça gecikmeli yayınlandığından dolayı bu kesimdeki gelişmeleri güncel olarak değerlendirme imkanı bulunmamaktadır. Hedefin üzerinde gerçekleşeceği öngörülen kamu gelirlerinin yeni harcamalardan ziyade borç stokunu düşürmeye yönelik olarak kullanılması, kamu maliyesindeki iyileştirmeyi kalıcı hale getirecek ve maliye politikasının enflasyonu düşürücü yöndeki desteğini güçlendirecektir.

Bunun yanısıra, yüksek seyreden cari işlemler açığı, 2007 yılında özelleştirme gelirlerinde önemli ölçüde gerileme beklenmesi ve 2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucu yükselen reel faiz oranlarının borçlanma maliyetini artırması, kamu harcamalarındaki disipline gösterilen özenin artırılarak devamını gerektirmektedir.

Ocak-Eylül döneminde, etkin kamu borç yönetimi stratejisi çerçevesinde, makul risk seviyelerinde bir borçlanma stratejisi benimsenmiş, bunun sonucunda kısa dönemde borç stokunun çevrilebilirliğine, orta ve uzun dönemde ise sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar asgari düzeye inmiştir. Ancak, sıkı maliye politikasından elde edilen kazanımların kalıcı hale gelebilmesi ve kamu borç stokunun daha düşük düzeylere düşürülmesi için öncelikle sosyal güvenlik ve vergi alanlarındaki yapısal reformların etkin bir şekilde uygulanmaya başlanması önemini korumaktadır. Söz konusu yapısal reformlar, bir yandan kamu maliyesini daha sağlıklı temellere kavuştururken diğer yandan ekonomide rekabetçi bir yapının yerleşmesi ve dolayısıyla bazı sektörlerde ortaya çıkan enflasyon katılıklarının ortadan kalkması açısından hayati öneme sahiptir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

2006 yılı Ocak-Eylül dönemi merkezi yönetim bütçesi faiz dışı denge açısından güçlü performans sergilemiştir. Eylül ayı itibarıyla, faiz dışı bütçe fazlası, başta ithalden alınan Katma Değer Vergisi (KDV) ve dahilinde alınan mal ve hizmet vergileri olmak üzere, genel vergi gelirleri ve vergi dışı gelirlerin yüksek seviyede gerçekleşmesinin de etkisiyle yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.1). Belirtilmelidir ki, Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan finansal dalgalanmada sağlanan yüksek bütçe performansı risk algılamalarını sınırlayan en önemli etkenlerden biri olmuştur.

2006 yılı Ocak-Eylül döneminde faiz dışı bütçe dengesinin işaret ettiği yüksek performansa karşın; personel, mahalli idarelere yapılan transferlerden kaynaklı sermaye transferleri, sağlık harcamaları, tarımsal destekleme ve sosyal güvenlik kurumlarına yapılan Hazine yardımları gerçekleşmeleri yıl sonu bütçe öngörülerine kıyasla oldukça yüksek seviyededir. Özellikle sağlık hizmetleri kapsamında hayata geçirilen yeşil kart uygulaması, tarımsal destekleme ve sermaye transferleri için bütçeden ayrılan ödenek yılın ilk dokuz ayında aşılmıştır. Diğer taraftan, bütçeden yeşil kart için Ağustos ve Eylül aylarında oldukça düşük düzeyde bir ödeme yapılmış olması, bu aylarda yapılması gereken bazı ödemelerin daha sonra yapılmak üzere ertelenmiş olabileceğini düşündürmektedir.

2006 yılı bütçesi sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin GSMH'ye oranının düşeceği öngörüsü altında hazırlanmıştır. Bu çerçevede, sağlık harcamalarının kontrol altına alınması ve prim tahsilatlarının iyileştirilmesine yönelik önlemler getirilmiştir.¹ Prim tahsilatlarının iyileştirilmesine ilişkin yasa Mart ayında yürürlüğe girmiştir. Bu uygulamanın ilk sonuçları Mayıs-Ağustos döneminde, Bağ-Kur'da elde edilen yüksek miktardaki prim tahsilatı nedeniyle ilgili kuruma bütçeden transfer yapılmamasıyla etkisini göstermiştir. Bu gelişme, son dört aylık bütçe performansının olumlu seyretmesinde etkili olmuştur. Bağ-Kur prim tahsilatlarının Eylül ayında son bulmasıyla bu kuruma bütçeden yeniden transfer yapılmaya başlanmıştır. Sosyal güvenlik reformunun uygulamaya

¹ Prim tahsilatlarının iyileştirilmesine ilişkin uygulamaların kanuni çerçevesini oluşturan "Sosyal Güvenlik Prim Alacaklarının Yapılandırılması ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" 04.03.2006 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanun ile borçluların düzenli prim ödemelerinin teşvik edilmesi ve borcun ödenebilir seviyeye getirilmesi amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, kurumların birikmiş alacaklarının yeniden yapılandırılarak tahsil edilmesi, yeni borç birikimlerinin önüne geçilmesi ve sosyal güvenlik prim alacaklarının tahsilinde kurumların daha etkin takip yapabilmelerine imkan tanınması hedeflenmektedir.

konması orta dönemde sosyal güvenlik için yapılacak transferlerin makul düzeylerde seyretmesine katkı sağlayacaktır. Ancak, bu reformla yürürlüğe giren genel sağlık sigortası uygulamasının bütçe üzerinde harcamaları artırıcı etkisinin olması beklenebilir.

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar YTL)

	Ocak-Eylül 2005	Ocak-Eylül 2006	Artış Oranı(%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)	2006 Bütçe Hedefi	(GSMH içindeki pay) ¹
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE GİDERLERİ (A+B)	113,0	129,4	14,5	74,3	174,3	32,2
A) Faiz Giderleri	35,2	37,6	6,8	81,3	46,3	8,5
B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri	77,8	91,8	18,0	71,7	128,1	23,7
1. Personel ve Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	28,2	31,8	12,7	77,5	41	7,6
2. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	7,9	11,1	40,7	62,8	17,7	3,3
a) Savunma-Güvenlik	2,7	3,6	31,4	45,8	7,8	1,4
b) Sağlık Harcamaları	2,6	4,1	59,9	99,6	4,1	0,7
Genel İlaç Giderleri	0,6	0,6	-7,4	47,0	1,2	0,2
Genel Tedavi ve Sağlık Malzemesi Giderleri	0,8	1,1	47,8	85,9	1,3	0,2
Yeşil Kart Sağlık Hizmetleri	1,2	2,4	102,0	150,2	1,6	0,3
c) Diğer Mal ve Hizmet Alım Giderleri	2,6	3,4	28,9	59,4	5,7	1,1
3. Cari Transferler	33,8	37,8	12,0	77,0	49,1	9,1
a) Sosyal Güvenlik Kuruluşlarına Hazine Yardımları	17,7	14,2	-19,7	73,0	19,5	3,6
Emekli Sandığı	7,1	4,4	-38,4	79,6	5,5	1,0
Bağ-Kur	4,9	2,8	-42,9	41,3	6,8	1,2
SSK	5,7	6,6	15,0	98,2	6,7	1,2
b) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	3,0	4,4	46,7	109,4	4,0	0,7
c) Yurtdışına Yapılan Transferler	0,3	0,5	86,8	80,7	0,6	0,1
d) Gelirden Ayrılan Paylar	8,4	10,2	22,5	72,2	14,2	2,6
4. Sermaye Giderleri	5,3	6,0	13,9	48,3	12,5	2,3
5. Sermaye Transferleri	0,8	2,0	150,8	112,1	1,8	0,3
6. Borç Verme	1,8	3,1	65,2	71,1	4,3	0,8
7. Yedek Ödenekler	0,0	0,0	-	0,0	1,7	0,3
MERKEZİ YÖNETİM GELİRLERİ (A+B+C)²	95,5	128,0	34,0	79,9	160,3	29,6
A) Genel Bütçe Gelirleri (I+II+III+IV)	93,9	124,8	32,9	79,9	156,2	28,8
I-Vergi Gelirleri	77,8	102,0	31,1	77,2	132,2	24,4
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	21,6	28,7	32,8	73,6	39,0	7,2
a) Gelir Vergisi	14,6	20,6	41,1	78,8	26,1	4,8
b) Kurumlar Vergisi	7,0	8,1	15,7	63,1	12,9	2,4
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	1,3	2,8	110,2	90,8	3,1	0,6
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	37,5	44,8	19,7	75,5	59,4	11,0
a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	9,4	12,3	31,4	75,5	16,3	3,0
b) Özel Tüketim Vergisi	23,6	27,6	17,0	74,1	37,3	6,9
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	13,8	20,3	47,6	83,7	24,3	4,5
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	12,8	18,8	47,1	83,7	22,4	4,1
II-Vergi Dışı Gelirler	15,0	22,0	46,9	103,0	21,4	3,9
III-Sermaye Gelirleri	0,2	0,3	44,6	11,0	2,3	0,4
IV-Özel Gelirler ile Alınan Bağışlar ve Yardımlar	0,9	0,5	-42,1	134,9	0,4	0,1
B) Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	-	2,2	-	72,0	3,0	0,5
C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri	-	1,0	-	95,2	1,1	0,2
Bütçe Dengesi³	-	-1,4	-	9,9	-14,0	-2,6
Faiz Dışı Dengesi³	-	36,2	-	112,2	32,3	5,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

¹2006 yılı için GSMH artış oranı, 2006 yılı DPT Programı'ndan alınmıştır.²Kapsam değişikliğinden dolayı karşılaştırılabilir değildir.³2005 yılı için bütçe dengesi ve faiz dışı denge hesaplanırken genel bütçe gelirleri kullanılmıştır.⁴Bütçede harcama olarak kaydedilmeyen mahalli idare ve fon payları faiz dışı bütçe dengesinden çıkartılarak hesaplanmıştır.

Önümüzdeki dönem bütçe performansında, 2006 yılının ilk yarısında getirilen vergi düzenlemeleri ile artan harcamalar karşısında alınması öngörülen bütçe tedbirleri belirleyici olacaktır. Gelirler tarafında, Mayıs ayında yasalaşan yeni kurumlar vergisi kanunu çerçevesinde vergi oranlarının indirilmesi ve yılın

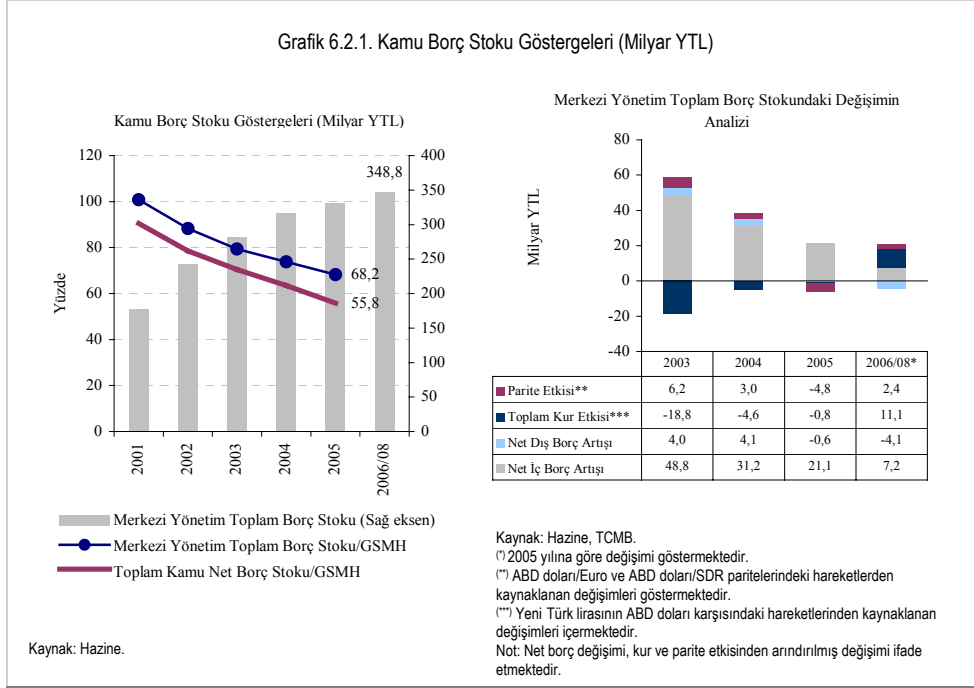
son çeyreğinde genel ekonomik faaliyet düzeyinde ortaya çıkabilecek bir yavaşlama önümüzdeki dönemde gelir kayıplarına neden olabilecek gelişmeler olarak göze çarpmaktadır. Harcamalar tarafında ise, sağlık harcamaları, tarımsal destekleme ve sermaye transferleri ilk dokuz ayda bütçe hedeflerini aşmıştır. Ayrıca, sosyal güvenlik kurumları ile personel giderlerinin cari dönemde bulunduğu seviye, söz konusu harcama kalemlerinin yıl sonu hedeflerinin üzerinde gerçekleşme olasılığını artırmaktadır. Diğer yandan, 2006 yılında oluşan enflasyon farkları ve 2007 yılına ait maaş artışlarının kümülatif olarak yüzde 12,2 düzeyine ulaşması gerek bütçe performansı gerekse enflasyon hedefi açısından dikkatle izlenmesi gereken bir gelişmedir.

Bütçe gelişmelerini olumsuz yönde etkileyebilecek söz konusu gelişmelere karşın, başta ithalden alınan KDV ile dahilde alınan mal ve hizmet vergileri gibi bütçe gelirlerinin yıl sonu hedefini aşma olasılığının yüksek olması, diğer taraftan sağlık harcamalarının kontrol altına alınması ve bazı harcama kalemlerinde tasarrufa gidilmesi yönündeki bütçe tedbirleri faiz dışı fazla hedefine ulaşılacağı yönündeki beklentileri güçlendirmektedir. Bununla birlikte, olası açıkların dolaylı vergiler yoluyla kapatılması halinde enflasyon beklentilerini düşürmek açısından önemli olan yıl sonu tek haneli enflasyon oranının gerçekleşmesi güçleşecektir.

6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku 2006 yılı Ağustos ayı sonu itibarıyla, 2005 yılı sonuna göre yüzde 5,2 oranında artış göstermiştir (Grafik 6.2.1). Yüksek faiz dışı fazla ve elde edilen özelleştirme gelirleri borç stokunun artış hızını sınırlandırırken, YTL'nin Mayıs ve Haziran aylarındaki dalgalanmanın ardından değer kaybetmesi borç stokunu artıran bir gelişme olmuştur (Grafik 6.2.1). Ancak, döviz kurundan kaynaklı bu artış muhasebeleştirmeyle ilgili olup, borç ödemesi gerçekleştikçe gerçek maliyetin ortaya çıkacağı göz önüne alınmalıdır. Dolayısıyla, bugünkü artıştan daha çok döviz cinsi borç ödemelerinin yapılacağı tarihlerdeki döviz kurunun alacağı değer borç stoku üzerinde etkili olacaktır. Nitekim, merkezi yönetim borç stoku, Mayıs ve Haziran aylarında YTL'deki aşınmadan kaynaklı olarak artmış, ancak takip eden aylarda YTL'nin tekrar güçlenmesiyle borç stokundaki artış sınırlı kalmıştır. Bununla birlikte, mevcut döviz cinsi borç stokunun nispeten uzun

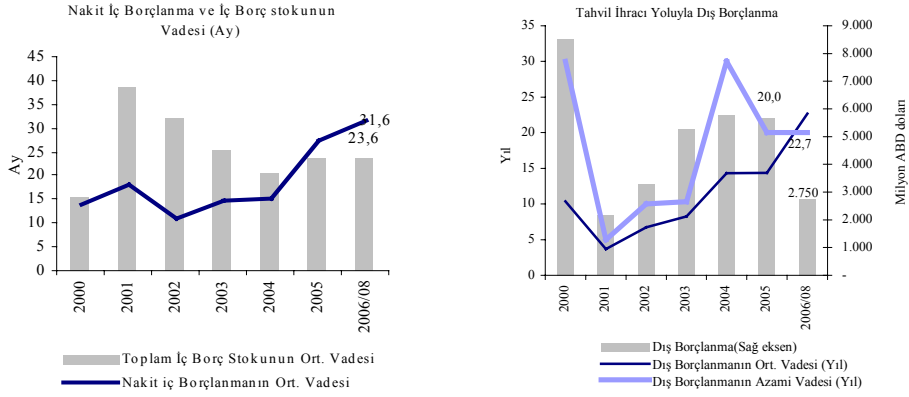
vadeli olması, Hazine'nin yüksek miktarda döviz mevduatı bulundurması kurdaki oynaklıktan kaynaklanan riskleri kamu kesimi açısından sınırlamaktadır.



Stratejik ölçüt uygulaması² çerçevesinde belirlenen finansman stratejisine paralel olarak, 2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde borç stokunun vadesini şekillendiren nakit borçlanmanın vadesi önemli ölçüde artış göstermiştir. İç borçlanmanın vadesinde gözlenen artış, ağırlıklı olarak vadesi 5 yıl olan kuponlu sabit ve değişken faizli senetlerin ihraç edilmesi ile sağlanmıştır. Mayıs ayında başlayan ve Haziran ayında devam eden dalgalanmalar sonrasında iskontolu senetlerin borçlanma vadesinde bir değişim olmamasına karşın, uzun vadeli kupon ödemeli senetlerin vadesi 5 yıldan 3 yıla gerilemiştir. Ancak, izleyen aylarda yeniden 5 yıl vadeli sabit ve değişken faizli senet ihracına başlanması borçlanma vadesinin tekrar artmasına neden olmuştur (Grafik 6.2.2).

² Stratejik ölçüt uygulamasına göre; iç borçlanmanın vadesinin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılması, iç borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit getirili ve YTL cinsi senetler üzerinden gerçekleştirilmesi, ayrıca, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla önemli miktarda nakit rezerv bulundurulması hedeflenmektedir.

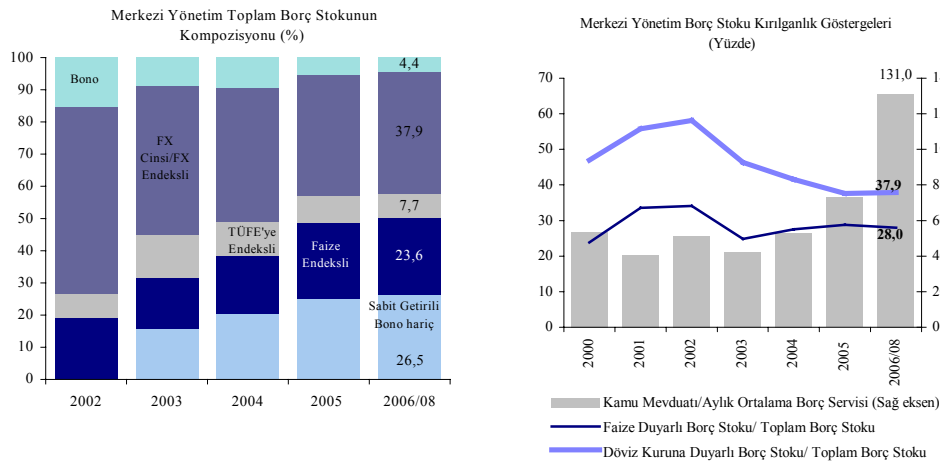
Grafik 6.2.2. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi



Kaynak: Hazine, TCMB.

2006 yılında, Ağustos ayı itibarıyla, borç stoku içerisinde sabit faizli uzun vadeli senetlerin payındaki artış eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, vadesi bir yıldan altında olan iskontolu senetler ile TÜFE'ye endeksli senetlerin borç stoku içerisindeki payı azalmıştır. Ayrıca, likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde yüzün üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.3). Bu artışta yüksek düzeyde verilen faiz dışı fazla ile artan özelleştirme gelirlerinin önemli katkısı olmuştur.

Grafik 6.2.3. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı



Kaynak: Hazine, TCMB.

- (1) Faize duyarlı borç stoku, vadesi bir yıldan kısa olan iskontolu senetleri ve değişken faizli DİBS'leri kapsamaktadır.
 (2) Döviz kuruna duyarlı borç stoku, dış borç stoku ile döviz cinsi ve döviz endeksli iç borç stokunu kapsamaktadır.

Hazine'nin, 2006 yılı borçlanma programına göre, 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. 2006 yılı Ocak-Ağustos döneminde döviz cinsi borçlanmanın kısmen azaltılmasına karşın, Mayıs ve Haziran aylarında döviz kurunda gözlenen aşınma döviz cinsi borç stokunu artırıcı yönde etkilemiştir.

Borç yükündeki düşüşün sürdürülebilmesi mali disiplinin yanı sıra, etkin bir borçlanma politikasının izlenmesini gerektirmektedir. Borçlanma maliyetleri düşerken vadelerin uzamasını öngören söz konusu çerçevede, uzun vadeli değişken faizli senetlerle borçlanmaya devam edilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Diğer taraftan, YTL'de ortaya çıkan aşınma ve faiz oranlarındaki artış borç stoku açısından risk oluşturmaktadır. Ancak, Hazine'nin yüksek miktarda döviz ve YTL cinsinden mevduat tutması bu riski sınırlamaktadır.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde, temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar özetlenmekte ve bu varsayımlar ile uyumlu olarak üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır. Para politikasının ortalama kontrol ufku olan bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, tahminler 2006 yılının son çeyreği, 2007 yılının tamamı ve 2008 yılının ilk çeyreğini içermektedir. Ayrıca, enflasyon tahminlerinin her iki yönde belirgin bir şekilde sapmasına yol açabilecek olası temel riskler irdelenmektedir.

7.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Orta vadeli görünümü ortaya koyan ve enflasyon ile çıktı açığı tahminlerine baz oluşturan varsayımlar, *yurt içi ekonomik faaliyete ilişkin* ve *dışsal faktörlere ilişkin* varsayımlar olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Bu varsayım seti Rapor'un genelinde ortaya konulan detaylı analizlerin ve uzman görüşlerinin toplulaştırılmasıyla oluşturulmuştur. Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere temel oluşturan varsayımlar geçtiğimiz üç aylık süre içerisinde bilgi setine eklenen veriler ışığında güncellenmiştir.

Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda; iç talebin yılın ikinci çeyreğinde de güçlü seyredeceği, ancak Mayıs ayı ortalarında başlayan dalgalanmaya bağlı olarak, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren ivme kaybedeceği ve büyümenin yavaşlayacağı öngörülmüştü. Eylül ayında açıklanan GSYİH verileri, bu öngörülerimiz doğrultusunda, yılın ikinci çeyreğinde ekonomik faaliyetlerde hızlanmaya ve güçlü iç talebe işaret etmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren iç talebin yavaşlayacağına dair öngörümüz ise korunmaktadır. Nitekim, geçtiğimiz üç aylık dönemde talebe ilişkin açıklanan öncü göstergeler de bu öngörümüzü destekler niteliktedir. Öte yandan, son dönemde gözlenen güçlü küresel büyüme eğilimine bağlı olarak net dış talepteki artışlar devam etmektedir. Bunun yanında kamu harcamalarındaki hızlanma da dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, toplam talebin bileşenleri olan iç talebe ilişkin göstergeler yavaşlamaya işaret ederken net dış talepteki artış toplam talepteki yavaşlamayı sınırlayan bir unsur olmaktadır. Ancak, net dış talepteki artışa rağmen, iç talepteki yavaşlamanın baskın olacağı ve büyümenin hızının geçmiş dönemlere kıyasla azalacağı öngörülmektedir. Bu bağlamda, enflasyon

tahminlerinin üretilmesinde, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkı yaptığı bir çerçeve çizilmiştir.

Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda Mayıs ayında yaşanan dalgalanmalar sonucu YTL'de meydana gelen hızlı değer kaybı ile birlikte maliyet koşullarının değiştiği ve dolayısıyla YTL'nin yabancı para birimleri karşısındaki konumunun enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin ortadan kalktığı belirtilmiştir. İçerisinde bulunduğumuz dönemde, reel kurun enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının bir önceki enflasyon raporu dönemine göre arttığı bir çerçeve çizilmektedir. Ayrıca, "parasal durum" değişkeninin bir diğer bileşeni olan reel faizlerin, Haziran ayında başlayan parasal sıkılaştırmaya bağlı olarak talep koşullarını sınırlandıracağı öngörülmektedir.

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu'nda, yılın ikinci çeyreğinde hızlanan yıllık TÜFE enflasyonunun, üçüncü çeyrekte de yüksek seyredeceği öngörülmüştü. Nitekim, işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen hızlı artış eğiliminin devam etmesi ile birlikte, Yeni Türk lirasında yılın ikinci çeyreğinde meydana gelen değer kaybının fiyatlar üzerindeki gecikmeli etkileri de yılın üçüncü çeyreğinde ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, öngörüldüğü gibi, Eylül ayı sonu itibarıyla TÜFE enflasyonu hedefle uyumlu patika etrafındaki belirsizlik aralığının dışında gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde ise 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 ancak yine de hedefle uyumlu patika etrafındaki belirsizlik aralığının dışında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

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 saptamaları, uluslararası emtia fiyatlarının ve küresel likidite koşullarının seyrine dair öngörülerini içermektedir. Euro bölgesine ilişkin varsayımlar "Consensus Forecast" sonuçlarının Eylül 2006 tarihli bülteninden derlenmiştir. Buna göre Euro bölgesi'nde büyümenin ivmelenme olmaksızın devam edeceği ve 2006 yıl sonu itibarıyla yüzde 2,5-3 aralığında; 2007 yılı boyunca ise düşerek yıl sonu itibarıyla yüzde 1,5-2 aralığında gerçekleşeceği öngörülmektedir. Euro bölgesi

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat enflasyonunun yüzde 2 hedefine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir. Euro bölgesinde faiz oranlarının uzunca bir süre düşük seviyelerde kalmış olması, enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur. Dolayısıyla, orta ve uzun vadede enflasyon hedefine yakınsamak için Avrupa Merkez Bankası'nın para politikasını kademeli olarak sıkılaştırabileceği öngörülmektedir. Euro bölgesinin yanısıra, diğer gelişmekte olan ülkelerin para politikalarına dair sinyaller de uluslararası likidite koşullarının seyrini öngörmek açısından orta vadeli tahminlerin üretilme sürecinde önemle değerlendirilmektedir.

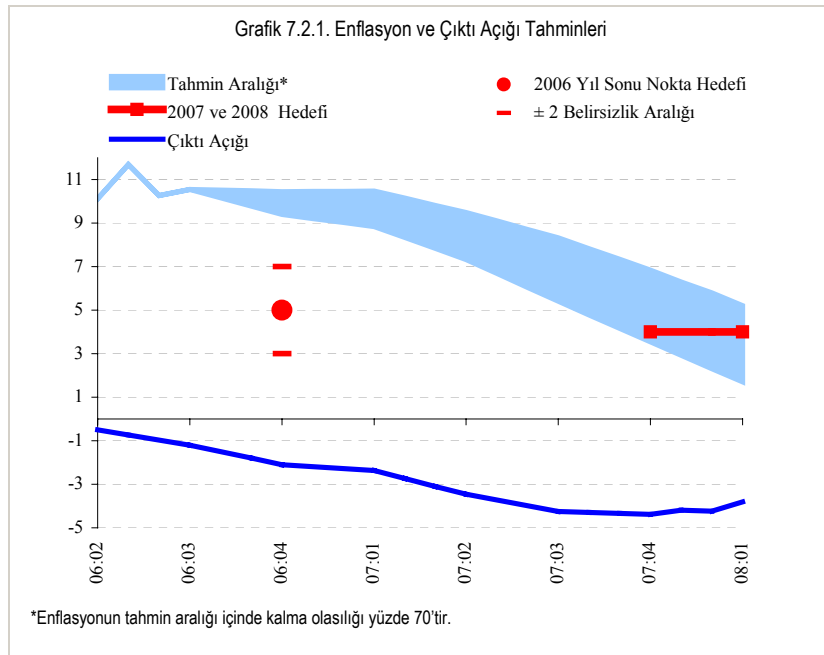
Son dönemlerde görülen güçlü küresel büyüme eğiliminin ham petrol fiyatları üzerinde yaratmış olduğu yukarı yönlü hareket Eylül ayından itibaren tersine dönmüş, ham petrol fiyatları düşme eğilimine girmiştir. Bu çerçevede uluslararası petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlarımız 70 ABD dolarından 60 ABD doları seviyesine çekilmiştir. Bu gerçekleşmenin en önemli sebebinin, eş zamanlı gerçekleşen üretim artışları ve ham petrol tüketiminde gözlenen yavaşlama olduğu düşünülmektedir. Önümüzdeki dönemde, bu aşağı yönlü hareketi tersine çevirebilecek bir takım unsurların varlığından bahsedilebilmekle beraber, bu fiyatların seyrine ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı tahminler üretilirken ham petrol fiyatlarının bugünkü seviyelerinde yatay bir seyir izleyeceği bir çerçeve çizilmiştir. Petrol fiyatlarındaki bu kısa dönemli varsayım güncellemesine rağmen, tahminlerimiz üretilirken, geçmiş dönemde gözlenen yüksek petrol fiyat artışlarının gecikmeli etkilerinin, özellikle doğalgaz ve elektrik fiyatlarındaki artışlar yoluyla, enflasyonu olumsuz etkilemeye devam edeceği dikkate alınmıştır.

Bir önceki tahmin dönemindeki bilgi seti dahilinde, Mayıs-Haziran dönemindeki finansal dalgalanmanın ekonomik faaliyetler üzerinde ani ve oldukça keskin bir daralmaya neden olacağı öngörülmüştü. Ancak, küresel likidite koşullarındaki değişimin beklenenden daha kısa süreli olması, kısa vadeli büyüme tahminlerinin bir önceki döneme kıyasla yukarı yönlü güncellenmesine yol açmıştır. Öte yandan, bu durum aynı zamanda YTL'nin güçlenmesi ve risk priminin azalmasına neden olduğundan, parasal duruşun daha da sıkılaşmasına neden olmuştur. Tahminler yapılırken, önümüzdeki dönemde risk priminin önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştır.

7.2. Tahminler

Merkez Bankası gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklandığını ve para politikası kararlarını orta vadeli bir perspektif ile oluşturduğunu her fırsatta kamuoyuna duyurmaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası için önemli olan enflasyonda meydana gelen geçici dalgalanmalar değil, enflasyonun orta vadede hedefe yakınsamasıdır. Rapor'un bu bölümünde söz konusu orta vadeli bakış açısıyla üretilen ve 2008 yılının ilk çeyreğini kapsayan enflasyon tahminleri sunulmaktadır.

Bölüm 7.1'de anlatılan varsayımlar ve kısa vadeli öngörüler çerçevesinde oluşturulan enflasyon ve çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de sunulmaktadır. Buna göre 2006 yılı sonunda enflasyonun yüzde 70 olasılıkla yüzde 9,2 ile 10,6 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Para politikasının mevcut sıkı duruşunun 2007 yılının son çeyreğinin başına kadar korunduğu ve sonrasında ölçülü bir faiz indirimine gidildiği bir senaryo altında enflasyon oranının 2008 yılının ilk çeyreği sonunda yüzde 1,7 ile yüzde 5,2 aralığında gerçekleşeceği ve böylece enflasyonun bir buçuk yıllık bir zaman diliminde hedef patikaya yakınsayacağı tahmin edilmektedir.¹ Anılan faiz patikasının mevcut bilgi setine dayanarak oluşturulan bir politika çerçevesini ifade ettiği ve yeni bilgilerin bu patikayı değiştirebileceği unutulmamalıdır.



¹ 2007 yıl sonu için öngörülen rakam ise yüzde 3,5 ile yüzde 6,8 arasındadır.

Sonuç olarak, enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği ve para politikasının ortalama kontrol ufku olan bir buçuk yıllık bir süre içinde enflasyonun orta vadeli hedeflere yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Daha önceki Enflasyon Raporlarında olduğu gibi, Grafik 7.2.1’de yukarıda özetlenen enflasyon tahminlerine baz oluşturan çıktı açığı tahminleri de yer almaktadır. Çıktı açığının 2007 boyunca bir miktar daha derinleşeceği, diğer bir ifadeyle, ekonomideki talep ve kapasite koşullarının önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

7.3. Risk Unsurları

Küresel risk iştahındaki olası değişimler ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek yeni dalgalanmalar, enflasyon görünümü konusundaki temel risk unsurlarından biri olmaya devam etmektedir. Son dönemde gelişmiş ülke ekonomilerindeki enflasyon kaygıları yerini ekonomik yavaşlama kaygısına bırakmış görünmektedir. Her iki durum da, küresel risk algılamasının artmasına yol açabilecek ve yükselen piyasa ekonomilerinde dalgalanmalara yol açarak kısa dönemde enflasyonu olumsuz etkileyebilecektir. Orta vadeli bekleyişlerin olumsuz etkilenmesi durumunda Merkez Bankası parasal sıkılaştırmaya gitmekten kaçınmayacaktır. Diğer yandan, küresel bir soğumanın, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş kanalıyla orta vadede daha olumlu bir enflasyon görünümü anlamına gelebileceği de göz önüne alınmalıdır.

Enflasyon görünümü açısından belirsizlik oluşturan bir diğer unsur ise yüksek seyreden orta vadeli enflasyon bekleyişlerinin ve hizmet grubundaki geriye dönük fiyatlamaya alışkanlıklarının yol açabileceği risklerdir. Mevcut dönemde yüzde 12 civarında seyreden hizmet enflasyonunun, yurt içi talepte beklenen yavaşlamaya paralel olarak önümüzdeki yılda bir miktar daha gerilemesi beklenmektedir. Ancak, yine de geçmişe yönelik fiyatlamaya davranışının sürmesi, 2007 yılı gelirler politikasının enflasyon hedefi ile tam olarak uyumlu olmaması ve diğer yapısal unsurlar nedeniyle hizmet fiyat enflasyonunun yüksek seyretmeye devam etmesi bir risk olarak ortaya çıkmaktadır. Gelirler politikasının 2007 yılında enflasyondaki düşüş sürecine

vereceği katkının sınırlı olacağı göz önüne alındığında, enflasyondaki atalet riski daha da belirginleşmektedir.

Faiz dışı kamu harcamalarındaki artışların 2007 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin tam olarak bilinmemesi ve parasal aktarım mekanizmasına ilişkin diğer belirsizlikler, toplam enflasyon görünümüne ilişkin çizdiğimiz çerçevenin farklılaşmasına yol açabilecek risk unsurları arasında değerlendirilmektedir. TCMB, geçtiğimiz dönemde yapılan parasal sıkılaştırmanın ekonomi üzerindeki etkilerini yakından izlemeye devam edecektir. Yukarıda sıralanan risklerin gerçekleşmesi sonucu orta vadeli enflasyon görünümündeki iyileşmenin beklenenden yavaş olması halinde TCMB para politikasını daha da sıkılaştıracaktır.

Bütün bunların dışında, orta ve uzun vadeli görünüm açısından, AB'ye 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.

KUTU 7.1. ENFLASYON HEDEFLERİ REJİMİ, HESAP VEREBİLİRLİK VE IMF ŞARTLILIĞI

Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesi hesap verebilirlik ilkesini net olarak tanımlamıştır. Buna göre, enflasyonun hedeften belirgin olarak sapması durumunda Merkez Bankası söz konusu durumun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümet'e yazılı olarak bildirmek ve kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür. 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, hesap verme mekanizmasının hayata geçirilebilmesi için, nokta hedef etrafında her iki yönde iki puan genişliğinde bir belirsizlik aralığı tanımlanmıştır. Ayrıca, 2006 yılı için yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası oluşturulmuş ve bu patika, belirsizlik aralıkları ile birlikte üç aylık olarak açıklanmıştır.

Bu patika ve belirsizlik aralıkları, aynı zamanda IMF ile yapılan program çerçevesinde, üçer aylık gözden geçirmelerde kullanılacak performans kriterlerine de temel oluşturmaktadır. Buna göre, bu aralıkların dışına çıkılması durumunda, söz konusu durum program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına geleceğinden, program esasları dahilinde alınması gereken önlemler açıklanacak ve IMF yetkilileri ile görüşmelerde bulunulacaktır. IMF ile yürütülen program çerçevesinde belirlenen sayısal performans kriterlerinin diğer ayağını ise, önceki dönemlerde olduğu gibi, Net Uluslararası Rezervler (NUR) için alt sınır oluşturmaktadır.

Hesap verebilirlik ilkesi ve performans kriterlerinin birlikte değerlendirilmesine olanak tanımak üzere Kutu 7.1. Tablo 1 oluşturulmuştur. 2006 yılı ikinci ve üçüncü üç aylık dönemine ilişkin 12 aylık TÜFE enflasyon oranları sırası ile yüzde 10,12 ve yüzde 10,55 olarak gerçekleşmiş ve hedefle uyumlu patika etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde kalmıştır. Bu çerçevede, ikinci üç aylık dönemde hedeften sapmanın nedenleri ve hedefe ne kadar sürede yakınsanacağı 14 Temmuz 2006 tarihinde Hükümet'e yazılan bir açık mektup aracılığıyla kamuoyuna açıklanmıştır. Söz konusu mektup IMF yetkililerine de iletilmiştir. Üçüncü üç aylık dönemdeki gelişmelere ilişkin mektup ise 30 Ekim tarihinde yayımlanmıştır. Bunun yanında, NUR her iki dönemde de belirlenen alt sınırların üzerinde kalmış ve program kriterleri sağlanmıştır.

Kutu 7.1. Tablo 1. IMF Program Şartlılığı ve İlk Üç Aylık Gerçekleşmeleri: Enflasyon ve NUR

	30 Haziran 2006		29 Eylül 2006	
	Kriter	Gerçekleşme	Kriter	Gerçekleşme
<i>Enflasyon</i>	4,5-8,5 ⁽¹⁾	10,12	3,8-7,8 ⁽¹⁾	10,55
<i>NUR</i>	19,9 ⁽²⁾	31,0	20,3 ⁽²⁾	31,0

(1) Hedefle tutarlı patika etrafındaki belirsizlik aralığı; yıllık (yüzde)

(2) Alt sınır, milyar ABD doları

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	6
Grafik 2.1.2. Enflasyon Oranları	6
Grafik 2.2.1. Gelişmiş Ülkeler Parasal Gelişmeler Endeksi	8
Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	8
Grafik 2.2.3. Gelişmiş Ülke Tahvil Getirileri (30-yıl)	9
Grafik 2.2.4. EMBI+ Gelişmeleri	9
Grafik 2.2.5. Gelişmiş Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	10
Grafik 2.2.6. Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	10
Grafik 2.2.7. Emtia Fiyatları Gelişmeleri	11
Grafik 2.2.8. Petrol Fiyatları	12
Kutu 2.2. Grafik 1. Uluslararası Emtia Fiyatları (2000=100)	17
Kutu 2.2. Grafik 2: Uluslararası Ham Petrol Fiyatları	17

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu	19
Grafik 3.1.2. İşlenmiş ve İşlenmemiş Gıda Ürünleri Fiyatları	20
Grafik 3.1.3. İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları ve Döviz Kuru Sepeti	20
Grafik 3.1.4. Yurt İçi Enerji Fiyatları	21
Grafik 3.1.5. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	23
Grafik 3.1.6. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	24
Grafik 3.1.7. Hizmet Grubu Fiyatları	24
Grafik 3.1.8. Akaryakıt Ürünleri ve Ulaştırma Hizmetleri Grubu Fiyatları	25
Grafik 3.1.9. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi (H)	26
Grafik 3.1.10. İşlenmemiş Gıda Ürünleri (TÜFE) ve Tarım Fiyatları (ÜFE)	27
Grafik 3.1.11. İmalat Sanayi Fiyatları ve Döviz Kuru Sepeti	28
Grafik 3.1.12. ÜFE ve Petrol Ürünleri Hariç İmalat Sanayi	28
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentisi	28

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	31
Grafik 4.1.2. Özel Tüketim Harcamaları Alt kalemleri	32
Grafik 4.1.3. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	33
Grafik 4.1.4. Yurt İçine Yapılan Beyaz Eşya Satışları	33
Grafik 4.1.5. CNBC-e Tüketim Endeksleri	34
Grafik 4.1.6. Kalemler İtibarıyla Tüketim Malları İthalatı	34
Grafik 4.1.7. Yurt İçine Yapılan Ağır Ticari Araç Satışları, Sermaye Malları İthalatı ve Makine-Teçhizat Üretimi	35
Grafik 4.1.8. Yatırım Harcaması Eğilimi ve Kredi Faiz Oranı Beklentisi	35
Grafik 4.1.9. Çıktı Açığı	36
Grafik 4.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	36
Grafik 4.2.2. İthalat ve İhracat	37
Grafik 4.2.3. İthalat Alt Kalemleri	38
Grafik 4.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Reel Birim Ücret Endeksi	40

5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	42
Grafik 5.1.2. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	43
Grafik 5.1.3. Getiri Eğrileri	44
Grafik 5.1.4. Reel Faiz	44
Grafik 5.1.5. Döviz Kuru Gelişmeleri	45
Grafik 5.1.6. Yabancı Bankaların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	45
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler/GSMH	46
Grafik 5.2.2. Bankaların Sermaye Yeterlilik Oranları ve Menkul Değerler Cüzdanı	47

6. KAMU MALİYESİ

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

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

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

TABLolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları	5
Tablo 2.2.1. Londra Metal Borsası Gelişmeleri	12
Kutu 2.2. Tablo 1. Petrol ve Ana Metal Tüketimleri	18

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	22
Tablo 3.1.2. Dayanıklı Mal Grubu Fiyatları	22
Tablo 3.1.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	26
Tablo 3.1.4. ÜFE ve Alt Kalemler	27
Tablo 3.2.1. Yıllık TÜFE Enflasyon Beklentisi	29

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	32
Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	39

5. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar	47
---	----

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	51
---	----

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Kutu 7.1. Tablo 1. IMF Program Şartlılığı ve İlk Üç Aylık Gerçekleşmeleri: Enflasyon ve NUR	63
--	----

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BESD	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
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
EUROSTAT	Avrupa Birliği İstatistik Ofisi
Fed	Amerika Merkez Bankası
FOMC	Federal Open Markets Committee
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	Gayrî Safi Millî Hasıla
GSYİH	Gayrî Safi Yurt İçi Hasıla
HICP	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
IFS	Uluslararası Finansal İstatistikler
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KİFT	Kredi İflas Takası
LME	Londra Metal Borsası
MSCI	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
NUR	Net Uluslararası Rezervler
ÖKTG	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
PPK	Para Politikası Kurulu
SSK	Sosyal Sigortalar Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
YTL	Yeni Türk lirası