



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

2009-I



## İÇİNDEKİLER

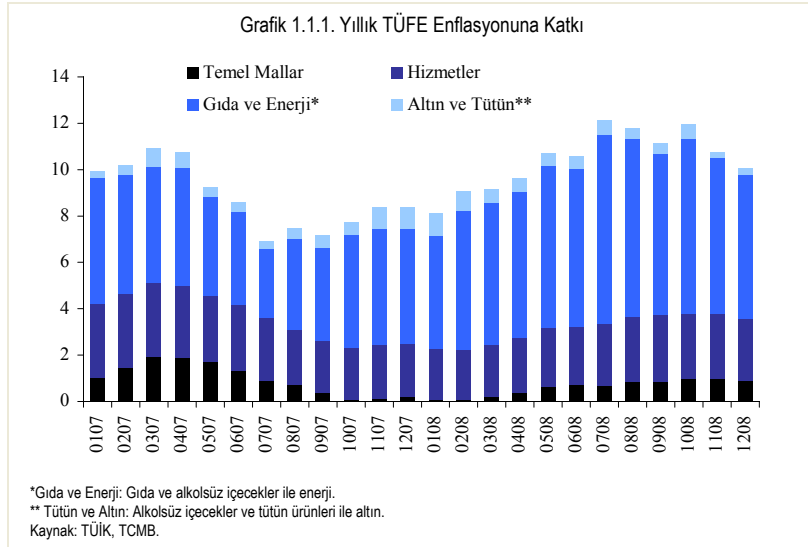
<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Para Politikası	4
1.3. Enflasyon Görünümü	4
1.4. Riskler	7
1.5. Sonuç	9
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>11</b>
2.1. Küresel Büyüme	12
2.2. Emtia Fiyatları	14
2.3. Küresel Enflasyon	16
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	17
2.5. Küresel Risk Göstergeleri	18
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>21</b>
3.1. Enflasyon	21
3.2. Beklentiler	29
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>31</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	31
4.2. Dış Talep	36
4.3. Çıktı Açığı	39
4.4. İş Gücü Maliyetleri	40
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>47</b>
5.1. Finansal Piyasalar	47
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	53
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>57</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	58
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	65
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>69</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	69
7.2. Orta Vadeli Görünüm	72
7.3. Sonuç	76



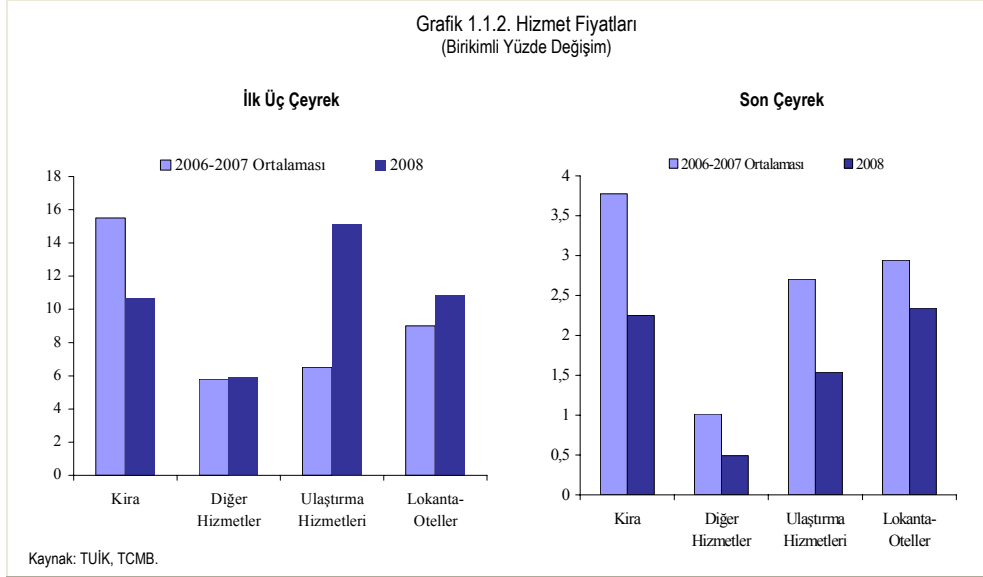
# 1. Genel Değerlendirme

## 1.1. Enflasyon Gelişmeleri

2008 yılı boyunca yurt içi enflasyonun seyri üzerinde daha çok küresel ekonomideki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın ilk üç çeyreğinde enerji ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen sert artışlar, son çeyrekte küresel finans krizinin derinleşmesiyle ve dünya ekonomisinde gözlenen belirgin yavaşlamayla yerini keskin bir düşüşe bırakmıştır. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinde yurt içi enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarının artış hızında kayda değer bir gerileme gözlenmiştir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarında geçmiş dönemde gözlenen yüksek artışların birikimli etkileri enflasyonu görece olarak yüksek düzeylerde tutmaya devam etmiştir. Nitekim, 2008 yılı sonunda yüzde 10,1 düzeyinde gerçekleşen enflasyonun yaklaşık 6,2 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır (Grafik 1.1.1.).

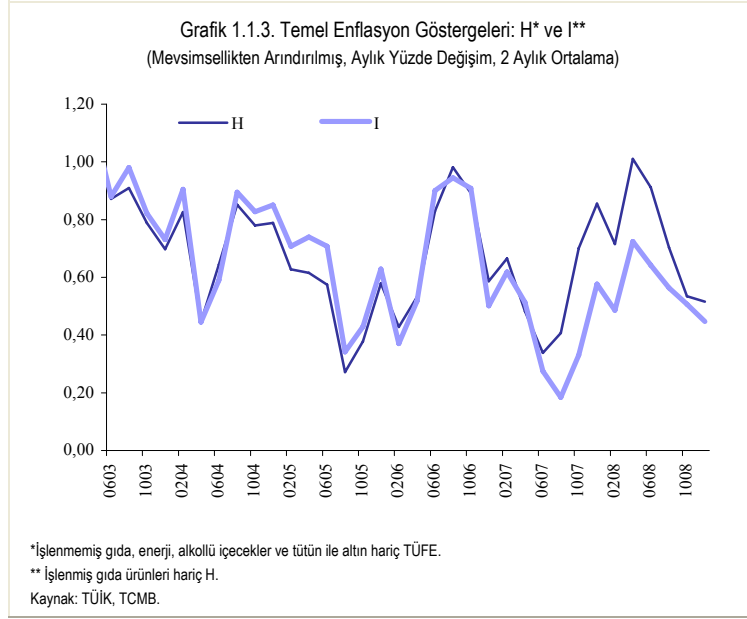


Yılın ilk üç çeyreğinde gıda ve enerji fiyatlarının ikincil etkileriyle hizmet fiyatlarının artış hızı yüksek seviyelerde seyretmiştir. Bu etki özellikle yemek ve ulaştırma hizmetlerinde kendini göstermiştir. Son çeyrekte toplam talepteki keskin yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki sert düşüş sonrasında, hizmet fiyatlarının artış hızında da belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir (Grafik 1.1.2). Kira enflasyonu ise 2008 yılı boyunca gerilemeye devam etmiştir. Arz yönlü şokların etkisini kaybetmesi ve iç talebin zayıf seyriyle hizmet fiyatlarının 2009 yılında da yavaşlamaya devam etmesi beklenmektedir.

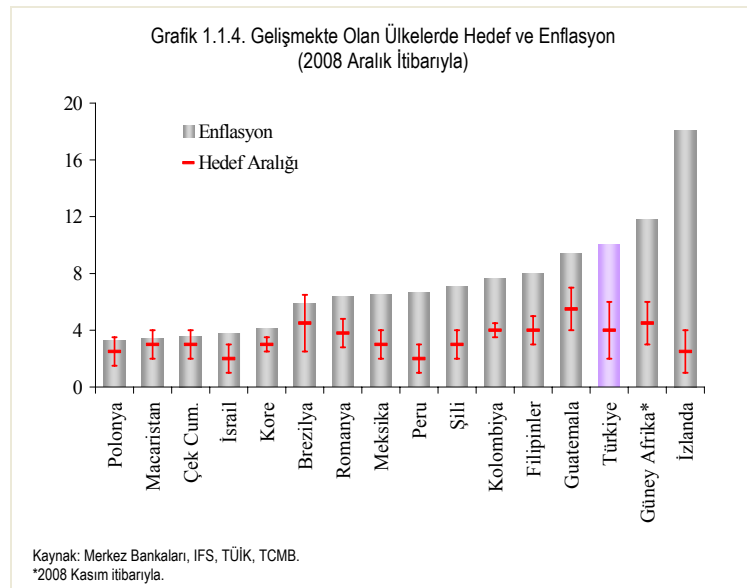


Eylül ve Ekim aylarında küresel finans krizinin derinleşmesiyle artan belirsizlik algılaması ve finansal sistemin küçülme eğilimi, Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerin kredi riskini olumsuz etkilemiş ve döviz kurlarında belirgin değer kayıplarına yol açmıştır. Ekim Enflasyon Raporu'nda, iç talepteki yavaşlamanın döviz kurundan enflasyona geçiş etkisini büyük ölçüde sınırlayacağını ve bu nedenle döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin tarihsel ortalamalara kıyasla daha sınırlı kalacağı ifade edilmişti. 2008 yılının son çeyreğinde döviz kuru hareketlerinin fiyatlar üzerindeki etkisi, ithalat fiyatlarındaki keskin gerilemenin katkısıyla, tahminlerimizden de düşük gerçekleşmiştir.

Gıda, enerji, tütün ve altın fiyatlarını dışlayan temel fiyat endeksinin (I) yıllık artış hızı son çeyrekte yüzde 7,3'ten yüzde 7'ye gerilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış temel enflasyon göstergeleri de enflasyonun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 1.1.3.). Yılın son çeyreğindeki döviz kuru hareketleri göz önüne alındığında bu dönemde temel enflasyon göstergelerinin gerilemeye devam etmesi kayda değer bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.



Diğer ülkelerin enflasyon verileri de 2008 yılında enflasyonun büyük ölçüde küresel gelişmeler tarafından belirlendiğini teyid etmektedir. Yılın ilk üç çeyreğinde emtia fiyatlarındaki hızlı artış bütün dünyada enflasyon baskılarını artırmıştır. Son çeyrekte küresel enflasyondaki eğilimlerin tersine dönmesine rağmen, enflasyon hedeflemesi uygulamakta olan gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunda 2008 yılı sonunda enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır (Grafik 1.1.4.)



### ***1.2. Para Politikası***

2008 yılının son çeyreğinde küresel ekonomideki sorunların derinleşmesiyle hem iç talep hem de dış talep belirgin olarak yavaşlamıştır. Toplam talepteki bu yavaşlamaya rağmen küresel finans ve emtia piyasalarındaki belirsizlikler ve bunların enflasyon üzerindeki yansımalarına ilişkin riskler para politikasının temkinli davranmasını gerektirmiştir. Bu çerçevede Kurul, Eylül ve Ekim aylarında politika faizlerini değiştirmemiştir. Takip eden dönemde açıklanan veriler, kurdan fiyatlara geçiş etkisinin geçmiş dönemlere kıyasla sınırlı kalacağına ve toplam talepteki belirgin yavaşlama ile emtia fiyatlarındaki hızlı gerilemenin enflasyonda sert bir düşüşe yol açacağına işaret etmiştir. Bu çerçevede Kurul, politika faizlerinde Kasım ayında 50 baz puan, Aralık ayında ise 125 baz puan indirmeye gitmiştir.

Zaman içinde açıklanan verilerin Merkez Bankası'nın faiz indirimlerini haklı çıkarması beklentileri olumlu etkilemiş, özellikle Ocak ayında orta vadeli enflasyon beklentilerinde kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir. Bu gelişmeler para politikasının beklentileri daha etkin yönetebilmesine olanak tanımıştır. Bu çerçevede, küresel piyasaların kısmen yatışmasının da etkisiyle, gösterge bono faizlerinde belirgin bir düşüş gözlenmiştir.

Son dönemde, uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların önceki tahminlere göre daha uzun bir süre etkili olacağına ilişkin görüşler güçlenmektedir. Büyüme öngörülerinin aşağı yönlü güncellenmesi ve emtia fiyatlarındaki sert düşüşler enflasyonun orta vadeli hedeflerin altında kalma ihtimalini artırmıştır. Bu çerçevede Kurul, önümüzdeki aylarda yapılması öngörülen faiz indirimlerinin önemli bir kısmını erkene alarak Ocak ayında kısa vadeli faizlerin 200 baz puan daha indirilmesine karar vermiştir.

### ***1.3. Enflasyon Görünümü***

2008 yılının son çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetteki sert yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki keskin düşüşlerle enflasyon görünümünü etkileyen unsurlarda belirgin bir aşağı yönlü hareket gözlenmiştir. İthalat fiyatlarındaki düşüş ve toplam talepteki zayıflama, Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan varsayımlara kıyasla daha belirgin olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 2008 yılında enflasyon yüzde 10,1 olarak gerçekleşmiş ve yüzde 11,1 olan yıl sonu

tahminimizin altında kalmıştır. Dolayısıyla, orta vadeli tahminlerimize temel oluşturan başlangıç noktası 1 puan aşağı çekilmiştir.

Son yıllarda dayanıklı tüketim ve sermaye mallarının payının giderek artması nedeniyle, ihracatımız küresel konjonktürdeki değişimlere karşı geçmiş dönemlere kıyasla daha duyarlı bir yapı sergilemektedir. Ana ticaret ortaklarımızın ekonomilerinde gözlenen sert yavaşlama ve buna bağlı olarak ihracatın hızla daralması, 2008 yılının son çeyreğinde toplam talebin keskin bir şekilde yavaşlamasının temel nedenlerinden biri olmuştur.

Son aylarda, dış talebin yanında iç talepte de belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Üçüncü çeyrek Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri iç talebin arka arkaya üç çeyrek daraldığını göstermektedir. Son çeyreğe ilişkin göstergeler ise iç talepteki daralmanın daha da belirginleştiğine işaret etmektedir.

Küresel krizin derinleşmesinin ardından kredi koşullarında belirgin bir sıkılaşma ve kredi faizlerinde sert bir yükseliş gözlenmiştir. 2008 yılının son çeyreğinde tüketici kredilerinin uzunca bir süredir ilk defa daralması, finansal koşulların sıkılığını teyid etmektedir. Son dönemde yapılan faiz indirimleri finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı kısmen bertaraf etmiştir. Nitekim, tüketici kredilerinin faizlerinde belirgin bir düşüş gözlenmektedir. Bununla birlikte, ticari kredi faizleri yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde, azalan risk iştahının ve küresel kredi piyasalarındaki sıkılaşmanın kredi genişlemesini sınırlayacağı tahmin edilmektedir.

Küresel krizin başladığı tarih olan Eylül 2007'den bugüne dünya ekonomileri arasındaki etkileşim daha da belirgin bir hale gelmiştir. Önümüzdeki dönemde ülkemizde enflasyon ve para politikası görünümünün büyük ölçüde küresel ekonomideki gelişmeler tarafından şekilleneceği düşünülmektedir. Bu nedenle, küresel ekonomiye ilişkin varsayımlar ayrı bir önem arz etmektedir. Orta vadeli tahminlerimiz üretilirken, çeşitli uluslararası kuruluşların tahminlerinin toplulaştırılmasıyla oluşturulan Consensus Forecasts bülteni esas alınarak, küresel ekonomide 2010 yılının başından itibaren kademeli bir toparlanma olacağı varsayılmıştır.

Bu çerçevede, küresel ekonomide derinleşen sorunların ve sıkılaşan kredi koşullarının iç talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği düşünülmektedir. Yapılan faiz indirimlerinin de etkisiyle yurt içi talepte yılın



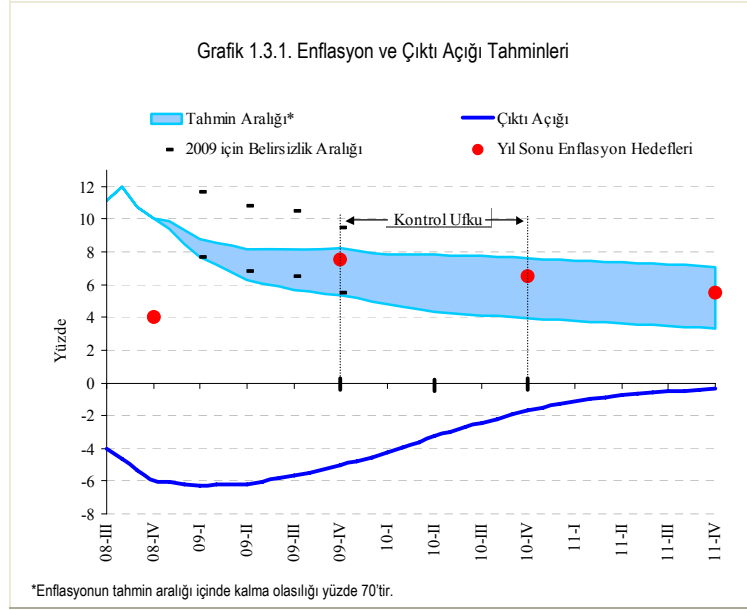
ikinci yarısında kısmi bir toparlanma görülebilecektir. Bununla birlikte, böylesine büyük çaplı bir krizin ardından iktisadi birimlerin güveninin normale dönmesinin zaman alacağı göz önüne alındığında, toparlanmanın yavaş ve kademeli olması beklenmektedir.

Sonuç olarak, iktisadi faaliyetin uzunca bir süre zayıf seyretme olasılığı bulunmaktadır. Bu nedenle, tahminlerimiz üretilirken, toplam talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin önceki dönemlere kıyasla belirgin olarak arttığı bir çerçeve esas alınmıştır. Söz konusu güncelleme enflasyon ve para politikası görünümünün değişmesine neden olan başlıca unsur olmuştur.

Petrol fiyatlarındaki düşüş, 2009 yıl sonu enflasyon tahminlerimizi aşağı çeken diğer bir temel unsur olmuştur. Ekim Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda tahmin ufku boyunca petrol fiyatlarının 80 ABD doları düzeyinde seyredeceğini varsaymıştık. Ancak, 2008 yılının son çeyreğinde petrol fiyatları 56 ABD doları civarında gerçekleşmiştir. Önümüzdeki 1-2 yıl için oluşan vadeli fiyatlar da göz önünde bulundurularak, petrol fiyatlarının 55 ABD doları düzeyinde seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

Son çeyrekte işlenmiş gıda fiyatlarının artış hızı tahminimizden hızlı düşerken, işlenmemiş gıda fiyat enflasyonu öngördüğümüzden yüksek gerçekleşmiştir. Ortalama gıda fiyatları ise Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan öngörülerimizle büyük ölçüde paralellik arz etmiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyat enflasyonuna ilişkin varsayımlarımız 2009 yıl sonu için yüzde 7,5, sonraki yıllar için ise yüzde 6 olarak korunmuştur.

Bu çerçevede, yılın ilk aylarında faiz indirimlerinin yavaşlayarak sürdüğü varsayımına göre; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 5,4 ile 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,8), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4 ile 7,6 aralığında (orta noktası yüzde 5,8) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılı sonunda ise enflasyonun yüzde 5,2 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1.).



Özetle, enerji fiyatlarındaki düşüş ve toplam talebin zayıf seyri nedeniyle orta vadeli enflasyon tahminlerinde aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Tahminlerimiz, son dönemde gerçekleşen faiz indirimlerine rağmen yıl sonunda enflasyonun hedefin altında kalma olasılığının arttığına işaret etmektedir.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikasının duruşunu değiştirmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

#### 1.4. Riskler

Ekim Enflasyon Raporu'ndan bugüne geçen süre zarfında küresel piyasalardaki sıkıntıların kısmen azaldığı gözlenmektedir. Bununla birlikte, ortaya çıkan güven kaybı, varlık fiyatlarındaki çöküş ve özellikle firmalar kesimi için sıkılaştıran kredi koşulları küresel ekonomide ani bir yavaşlamaya neden olmuştur. Tahminlerimiz güncellenirken, dünya ekonomisine ilişkin varsayımlar için uluslararası kuruluşların son dönemde açıkladığı öngörüler temel alınmıştır. Bu çerçevede, 2010 yılının başlarından itibaren küresel ekonomide kademeli bir toparlanmanın başlayacağı varsayılmıştır. Küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler halen yüksek seviyelerde seyretmektedir. İçinde

bulduğumuz dönemde, enflasyon ve para politikası görünümünün büyük ölçüde küresel ekonomideki gelişmelere duyarlı olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, para politikasının öngörülebilirliğine katkıda bulunmak amacıyla Rapor'un son bölümünde küresel ekonomideki toparlanmanın zamanlamasına ve hızına göre ana senaryoya ek olarak iki alternatif senaryo oluşturulmuştur. Bu senaryolar dış ticaret, portföy akımları, emtia fiyatları ve kredi kanalı olmak üzere dört ayrı kanaldan enflasyon tahminlerine yansıtılmıştır.

Birinci senaryo dünya ekonomisinde görece olarak hızlı bir toparlanma olacağını öngörmektedir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerin aldığı parasal ve mali tedbirlerin kısa süre içinde etkisini göstereceği ve küresel ekonominin 2009 yılının ikinci yarısından itibaren durgunluktan çıkmaya başlayacağı varsayılmaktadır. Böyle bir durumda, dünya ekonomisinde hızlı ve beklenenden daha güçlü bir toparlanma olmasıyla emtia fiyatlarının tekrar arttığı, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının yeniden canlandığı, dış talebin güçlendiği ve kredi koşullarının görece olarak gevşediği bir çerçeve esas alınmıştır. Bu senaryoya göre oluşturduğumuz tahminler, 2009-2011 yılları için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olan enflasyon hedeflerine ulaşılabilmesi için 2009 yılının sonlarına doğru ölçülü faiz artırımlarının gerekebileceğine işaret etmektedir.

İkinci senaryoda ise küresel krizin 2009 yılının ilk yarısında daha da derinleşeceği ve dünya ekonomisindeki durgunluğun 2010 yılının ortalarına kadar süreceği öngörülmektedir. Böyle bir durumda küresel ekonomide daha geç ve daha yavaş bir toparlanma olacağını anlaşılmaya başlayarak gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı yaşanacağı, dış talebin uzunca bir süre zayıf seyredeceği, kredi koşullarının sıkılaşmaya devam edeceği ve emtia fiyatlarındaki düşüşün süreceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre oluşturduğumuz tahminler, 2009 yılı boyunca ölçülü faiz indirimlerinin devam etmesi durumunda dahi enflasyonun orta vadeli hedeflerin altında kalacağına işaret etmektedir.

Son olarak, orta vadeli tahminlerimiz üretilirken mali duruşta geçtiğimiz dönemlere kıyasla yapısal anlamda önemli bir farklılaşma olmadığı varsayımının esas alındığı, bunun yanında mevcut otomatik fiyatlandırma mekanizmaları dışında dolaylı vergi artışı veya yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki öngörülmediği belirtilmelidir. Bu

varsayımlardan belirgin sapmalar olması durumunda enflasyon ve para politikasının görünümü de değişebilecektir.

### *1.5. Sonuç*

2008 yılının son çeyreğinde, enflasyonu etkileyen unsurlar açısından önemli gelişmeler ortaya çıkmıştır. Finansal kriz küresel durgunluğa dönüşürken, hem iç hem de dış talepte sert bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak emtia fiyatları da keskin bir düşüş göstermiştir. Son dönemde küresel büyümeye ilişkin tahminler ardı ardına aşağı yönlü güncellenmekte, buna rağmen risklerin halen aşağı yönlü olduğu ifade edilmektedir. Bütün bu gelişmeler 2009 yılı sonunda enflasyonun hedefin altında gerçekleşme olasılığını artırmıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası son üç ayda politika faizlerini 375 baz puan indirmiştir. Bunun yanında, finansal piyasalarımızın etkin bir şekilde işlemeye devam etmesini sağlamak amacıyla Ekim ayından bu yana bir dizi önlem alınmıştır. Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmemek kaydıyla, uluslararası piyasalardaki sorunların ekonomimiz üzerindeki etkilerini sınırlamak için üzerine düşen tedbirleri almaya devam edecektir.

Küresel finans piyasalarındaki sorunların reel ekonomi üzerindeki etkilerinin boyutuna ilişkin belirsizlikler halen yüksek seviyelerde seyretmektedir. Küresel krize karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir, fakat bu tek başına yeterli değildir. Mevcut şokların ekonomiye etkisinin sınırlı kalması için, mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam ettirilmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışlarının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.



## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

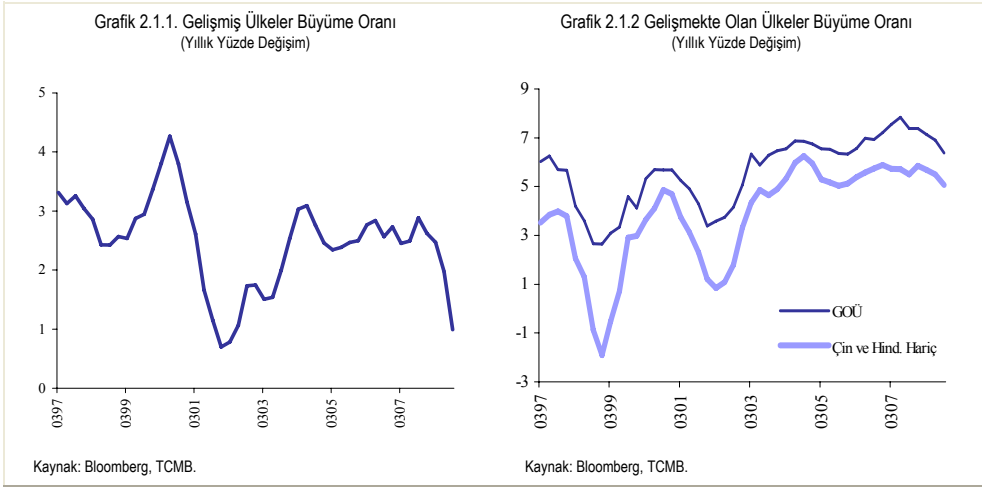
2007 yılının Ağustos ayında ABD emlak piyasasında başlayan ve 2008 yılının Eylül ayında özellikle ABD'deki bazı büyük finans kuruluşlarının iflas etmesiyle daha da derinleşen küresel finans krizinin, kamu otoriteleri ve merkez bankalarının koordineli ve büyük ölçekli müdahaleleriyle 2009 yılının başı itibarıyla belirli ölçüde yatıştığı gözlenmektedir. ABD Merkez Bankası (Fed) başta olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankalarının likidite operasyonları yılın son çeyreğinde yeni sorunlu varlıkları da kapsayacak şekilde genişleyerek devam etmiştir. Fed'in gerçekleştirdiği bu operasyonlar sonucunda parasal taban 2008 yılında yüzde 105 gibi oldukça yüksek bir oranda artış göstermiştir. Alınan bu tedbirlere rağmen, küresel finans krizinin yarattığı güven kaybı reel sektör üzerinde etkili olmaya başlamıştır. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde küresel büyümede gözlenen yavaşlama eğilimi belirginleşirken, yılın son çeyreğine ait göstergeler iktisadi faaliyetteki zayıflamanın derinleştiğine işaret etmektedir.

Özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinden kaynaklanan talepteki azalmayla birlikte emtia ve petrol fiyatlarında hızlı bir gerileme yaşanmış, bu da enflasyonun küresel ölçekte belirgin bir şekilde düşüş eğilimine girmesine yol açmıştır. Bu çerçevede, başta sanayileşmiş ülkelerde olmak üzere, merkez bankaları politika faizlerinde önemli ölçüde indirim gitmiştir. Merkez bankalarının aldığı önlemlerin yanı sıra, özellikle gelişmiş ülke hükümetlerinin gerek vergi indirimlerini gerekse kamu harcamalarını içeren kapsamlı mali paketleri uygulamaya başlamaları küresel durgunluk kaygılarını hafifletse de dünya ekonomisindeki belirgin yavaşlamayı önlemekte yeterli olmamıştır.

Gelişmekte olan ülke merkez bankaları, başlangıçta döviz kurlarındaki değer kaybı ve finansal istikrar kaygıları nedeniyle temkinli bir tavır izlerken, finansal piyasalardaki sıkıntıların kısmen yatışmasıyla ve enflasyonun endişe kaynağı olmaktan uzaklaşmasıyla yılın son aylarında para politikalarını gevşetme eğilimine girmiştir.

## 2.1. Küresel Büyüme

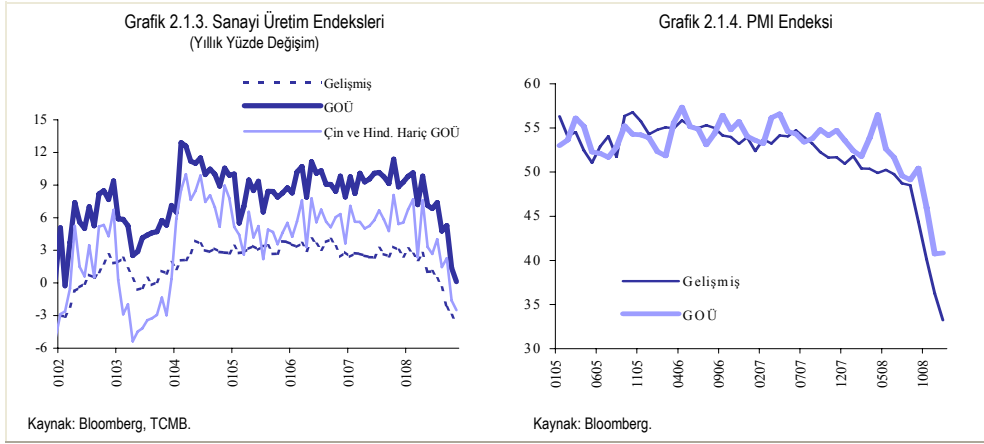
Gelişmiş ülkelerin büyüme oranı 2008 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,9'dan yüzde 1,0 seviyesine gerilemiştir. Japonya yüzde -0,3 ile en kötü performansı sergilerken, ABD, İngiltere ve Euro bölgesinin büyüme oranları, sırasıyla, yüzde 0,7, yüzde 0,3 ve yüzde 1,6 seviyelerine gerilemiştir (Grafik 2.1.1).



Sanayileşmiş ülkelerde başlayan büyümede yavaşlama eğilimi 2008 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelere yıllık büyüme oranı ikinci çeyrekteki yüzde 6,9 oranından üçüncü çeyrekte yüzde 6,4 seviyesine gerilerken, Çin ve Hindistan hariç bırakıldığında büyüme oranının yüzde 5,5'ten yüzde 5,2 seviyesine düştüğü görülmektedir (Grafik 2.1.2). Önemli bir ihracat ülkesi olan Çin'in 2007 yılı ikinci çeyreğinde yüzde 12,6 seviyesine yükselen yıllık büyüme oranı, temelde gelişmiş ülkeler kaynaklı dış talepteki gerileme sonucunda üç yılın ardından yeniden tek haneli seviyelere dönmüş ve yüzde 9,0 olarak gerçekleşmiştir.

Yılın dördüncü çeyreğine ilişkin açıklanan sanayi üretim endeksleri incelendiğinde, hem sanayileşmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yıllık gerileme eğiliminin Ekim ve Kasım aylarında belirginleşerek devam ettiği görülmektedir. Gelişmiş ülkeler sanayi üretim bileşik endeksi Kasım ayı itibarıyla yıllık yüzde 3,9 oranında gerilemeye işaret ederken, gerileme oranı gelişmekte olan ülkeler için yüzde 0,5 düzeyindedir. Çin ve Hindistan hariç bırakıldığında ise gelişmekte olan ülkelerdeki yıllık değişim yüzde -3,6 olarak ölçülmektedir (Grafik 2.1.3). Bunun yanında, Satın Alma Yöneticileri İmalat

Sanayi Endeksi (PMI) sanayileşmiş ülkelerde Aralık ayı için daha da olumsuz bir eğilime işaret etmektedir. Sanayileşmiş ülkeler PMI bileşik endeksi Aralık ayında 36,2 puandan 33,2 puana gerilerken gelişmekte olan ülkeler endeksi Aralık ayında önemli bir değişim göstermemiş, iki ülke grubunda da endeks büyüme için nötr seviye olan 50 puanın önemli ölçüde altında kalmıştır (Grafik 2.1.4). ABD PMI serisinin Aralık ayında almış olduğu 32,4 puanlık değer 1980 yılı Haziran ayından itibaren gözlenen en düşük seviyedir.



2008 yılının son çeyreğinde açıklanan istihdam raporları işsizlik oranlarında, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, artışlar gerçekleştiğini ortaya koymaktadır. Krizin odağındaki ABD’de 2006 yılı Ekim ayında yüzde 4,1 seviyesine gerileyen işsizlik oranı, 2008 yılı Eylül ayında yüzde 6,2’ye, yıl sonunda ise yüzde 7,2’ye ulaşarak olumsuz bir tablo oluşturmuştur. Avrupa’da ise 2007 yılı sonunda yüzde 7,2’ye gerileyen işsizlik oranı, 2008 yılı Kasım ayı itibarıyla yüzde 7,8’e yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde de benzer eğilim gözlenmektedir.

Bütün bu gelişmeler sonrasında küresel büyümeye ilişkin tahminler ardına ardına aşağı çekilmeye başlanmış ve iktisadi faaliyetteki toparlanmanın oldukça uzun bir süre alabileceğine ilişkin algılamalar güçlenmiştir. Nitekim, “Consensus Forecast” bülteninin Ocak ayı sayısında yayımlanan tahminler, gelişmiş ülkelerin ancak 2010 yılından itibaren toparlanmaya başlayabileceğine işaret etmektedir (Kutu 2.1).

Özellikle sanayileşmiş ülkelerde resesyon riskinin giderek belirginlik kazanması ve bu çerçevede 2009 yılında ekonomik daralmanın daha da derinleşmesinin beklenmesi, bu ülkelerin kamu otoritelerini finans sektöründeki sorunları gidermeye ve ekonomiyi yeniden canlandırmaya yönelik bir dizi

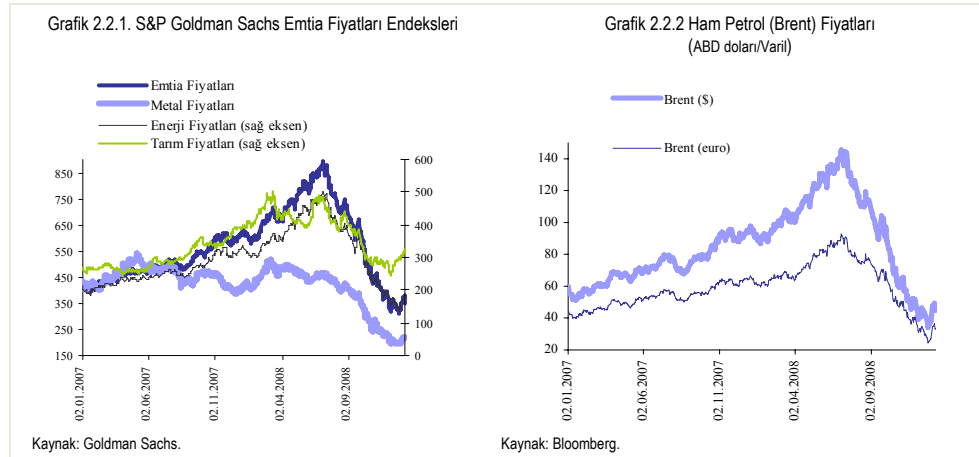


önlemler almaya yönlendirmektedir. Fed'in 30 Aralık 2008 tarihli duyurusuyla, mortgage üzerine yazılanları da içermek üzere, yaklaşık 500 milyar ABD doları tutarında varlığa dayalı menkul kıymet alacağını açıklaması, krizin odağındaki sektörü rahatlatabilecek bir adım olarak göze çarpmaktadır. Buna ek olarak, ABD'nin yeni yönetimi tarafından planlanan ve GSYİH'nın yüzde 5'ini aşan 775 milyar ABD dolar tutarındaki mali destek paketinin, iktisadi faaliyeti bir ölçüde canlandırması beklenmektedir. Almanya ve Fransa da, sırasıyla, 50 ve 25 milyar euro tutarında paketler açıklarken, gerek duyulması halinde bu tutarları artırabileceklerini duyurmuşlardır. Japonya'da ise Aralık ayında kongrede kabul edilen yeni paketle toplam teşvik tutarı 58 trilyon Japon yenine ulaşmıştır.

Açıklanan bu paketler bir yandan iktisadi büyümeyi desteklerken diğer yandan gelişmiş ülkelerin borçlanma gereğini artırarak içinde Türkiye'nin de bulunduğu yükselen piyasa ekonomilerine yönelebilecek sermaye akımlarını azaltma potansiyeli taşımaktadır.

## 2.2. Emtia Fiyatları

Emtia ve enerji fiyatları küresel büyüme görünümündeki bozulmaya bağlı olarak 2008 yılının son çeyreğinden itibaren sert bir düşüş eğilimine girmiştir (Grafik 2.2.1). Endeks, 2008 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 42,8 oranında azalırken, önceki çeyreğe göre yüzde 44 oranında gerilemiştir. Emtia fiyat endeksinin alt endeksleri olan enerji, metal ve tarım fiyat endekslerinde ise, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre sırasıyla yüzde 51,9, yüzde 42,2 ve yüzde 11,9 oranlarında düşüşler gerçekleşmiştir.



2008 yılının yaz aylarında hızla artan ve bu dönemde küresel enflasyonun yükselmesinde önemli ölçüde belirleyici olan uluslararası gıda fiyatları, küresel ekonomideki yavaşlama, buğday üretiminde 2008 ve 2009 yıllarında beklenen yüksek düzeydeki artış ve genel olarak tahıl üretiminde gözlenen verimlilik kazanımlarıyla birlikte belirgin bir düşüş eğilimine girmiştir. Gıda fiyatlarındaki düşüş eğiliminin 2009 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, tahıl ürünlerinin yakıt üretiminde kullanımının artması ve yükselen piyasalardan gelecek potansiyel talep, orta vadede gıda fiyatlarındaki düşüşü sınırlandırabilecek unsurlar olarak değerlendirilmektedir.

Küresel finans krizinin etkisiyle esas olarak sanayileşmiş ülkelerde giderek yavaşlayan iktisadi faaliyetin bir sonucu olarak, sanayi ve yapı inşaatında yoğun olarak kullanılan alüminyum, bakır ve çinkoya olan talep azalmıştır. Bunun yanı sıra, özellikle otomobil sanayinde ortaya çıkan yavaşlama da ana metallere olan talebi azaltan bir diğer unsur olmuştur. Tüm bu gelişmelerin etkisiyle metal fiyatları 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren sert bir düşüş eğilimine girmiştir. Mevcut tahminlere göre metal fiyatlarının 2009 yılı boyunca düşük seviyelerini koruması beklenmektedir.

2008 yılının Temmuz ayında 145,7 ABD doları/varil düzeyi ile tarihi zirve değerine ulaşan uluslararası Brent tipi ham petrol fiyatları, sanayileşmiş ülkelerin talebindeki azalma nedeniyle keskin bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.2). Küresel petrol talebi 2008 yılında, 1983 yılından bu yana ilk kez azalmıştır. 2009 yılında da küresel petrol talebinde düşüş beklenmektedir. Talepteki bu azalmaya karşın OPEC, özellikle OPEC üyesi olmayan ülkelerin petrol arzındaki artışın 2008'de olduğu gibi 2009 yılında da devam edeceğini ve petrol stokunun artacağını beklemektedir.

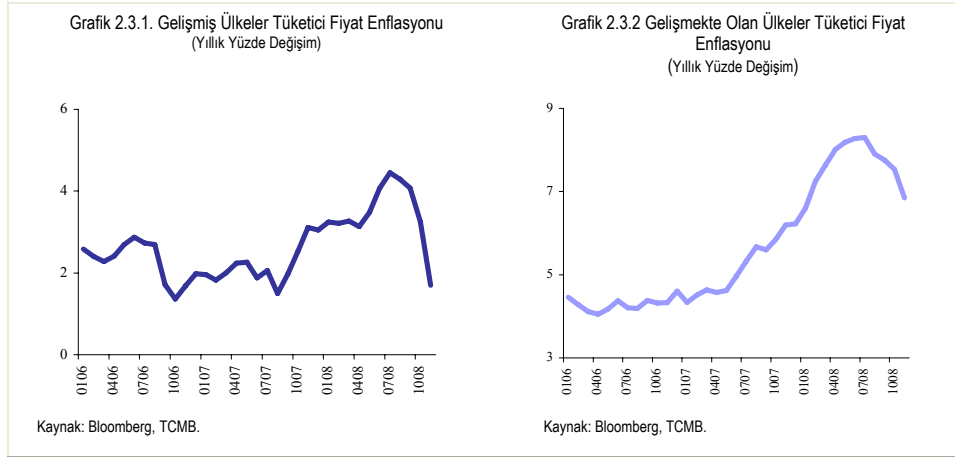
Bu gelişmeler sonucunda ham petrol fiyatları hızla gerileyerek 24 Aralık 2008 tarihinde yaklaşık 34 ABD doları/varil seviyesine kadar gerileyerek 2004 yılının Haziran ayından bu yana en düşük düzeye gelmiştir. Petrol fiyatlarındaki bu düşüş karşısında OPEC Eylül ayında yaptığı toplantıda günlük petrol üretimini 1,5 milyon varil, Aralık ayındaki toplantıda ise 2,2 milyon varil azaltma kararı almıştır. OPEC'in üretim kısıntısı petrol fiyatlarındaki düşüşü durdurmakta sınırlı bir etki yaparken, esas olarak Orta Doğu'da ve Nijerya'da yaşanan jeopolitik sorunlar nedeniyle fiyatlar tekrar artış göstermiş ve 2009 yılı Ocak ayının ilk üç haftasında ortalama 45,4 ABD doları/varil düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu düzey, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 51,2 oranında

bir gerilemeye işaret etmektedir. Petrol fiyatlarındaki hızlı düşüşle birlikte OPEC'in önemli miktarda üretim kısıntısına gitmesi, petrol üretimine yönelik yeni yatırım projelerinin ertelenmesi ve jeopolitik belirsizlikler, önümüzdeki dönemde ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönde baskı oluşturabilecek unsurlar olarak görülmektedir.

Sonuç olarak, arz yönlü unsurlardaki belirsizliklere rağmen, küresel petrol talebindeki azalma nedeniyle 2009 yılında petrol fiyatlarında önemli bir artış beklenmemektedir.

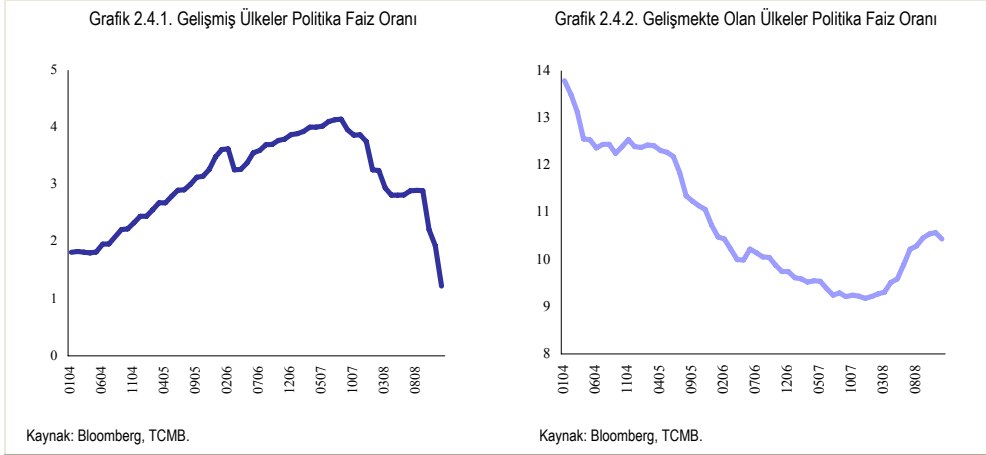
### 2.3. Küresel Enflasyon

İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın küresel ölçekte yaygınlık kazanması ve emtia fiyatlarının hızlı bir şekilde gerilemesi küresel enflasyonda keskin düşüşlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Son dönemde gelişmiş ülkelerin tüketici fiyat enflasyonundaki azalma eğilimi daha belirgin olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin enflasyonunda da benzer bir düşüş eğilimi dikkat çekmektedir.



Gelişmiş ülkelerin tüketici fiyat enflasyonundaki yıllık yüzde değişim, 2008 yılının Temmuz ayındaki yüzde 4,4'lük değerinden, Kasım ayı itibarıyla yüzde 1,7 oranına gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin tüketici fiyat enflasyonu da benzer şekilde, yine aynı dönem itibarıyla yüzde 8,3'ten yüzde 6,8'e düşmüştür (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Ülke bazında incelendiğinde, aynı dönem itibarıyla enflasyonun ABD'de yüzde 5,5'ten yüzde 1'e, Japonya'da ise yüzde 2,3'ten yüzde 1'e gerilediği görülmektedir. Euro bölgesi Uyumlulaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) enflasyonu da yine aynı

dönemde yüzde 4'ten yüzde 2,1'e gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerden Çin'e bakıldığında ise, enflasyonun 2008 yılının Şubat ayındaki yüzde 8,7'lik değerinden Kasım ayı itibarıyla yüzde 2,4'e düştüğü görülmektedir.



Sonuç olarak, emtia fiyatlarındaki düşüş ve iktisadi faaliyetteki keskin yavaşlama küresel enflasyon dinamikleri açısından olumlu bir görünüm oluşmasına katkı sağlarken, bazı sanayileşmiş ülkelerde deflasyon riskini de gündeme getirmektedir.

#### 2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

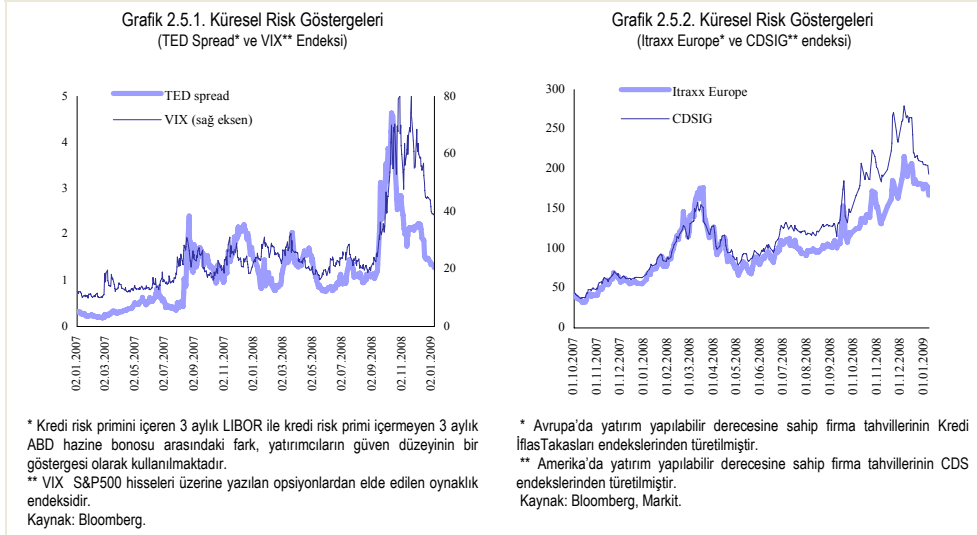
2008 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetteki hızlı daralma ve emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı düşüşler sonucu enflasyon oranlarının keskin bir gerileme eğilimine girmesi, gelişmiş ülkelerdeki parasal gevşeme eğilimini belirginleştirmiştir (Grafik 2.4.1). Söz konusu eğilim gelişmiş ülkeler arasında ortak bir yaklaşımı yansıtmakla birlikte, parasal gevşemenin niteliği ülkelere göre farklılaşmaktadır: FED, faiz indirimlerinin yanı sıra Eylül ayından bu yana sterilizasyonu sona erdirip para tabanının hızla artmasına izin vererek piyasaya likidite sağlanmasında aktif rol oynarken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) bilançosunun hızlı genişlemesine izin vermemektedir. Diğer taraftan, dengeli bir seyir izleyen Japonya Merkez Bankası (BoJ) para tabanı büyüklüğü Aralık ayında sıçrama göstermiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin para politikası duruşları incelendiğinde ise 2008 yılının sonuna doğru söz konusu ülkelerin politikalarında bir dönüşüm göze çarpmaktadır. Küresel çalkantı sonucu kredi olanaklarının daralması ile beraber ani sermaye çıkışı ve yerli paranın değer kaybı kaygısıyla temkinli para

politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler, Aralık ayından itibaren faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamıştır (Grafik 2.4.2). Ayrıca söz konusu ülkelerin merkez bankaları, faiz indirimlerine ilerleyen dönemlerde de devam edeceklerine dair güçlü sinyaller vermektedir. Kısa ve orta vadede enflasyonun hedeflenen değer altında kalacağı ihtimalinin artması ve büyümeye yönelik aşağı yönlü risklerin belirginleşmesi, gelişmekte olan ülkelerin para politikası duruşlarını değiştirmelerine neden olan temel gelişmelerdir.

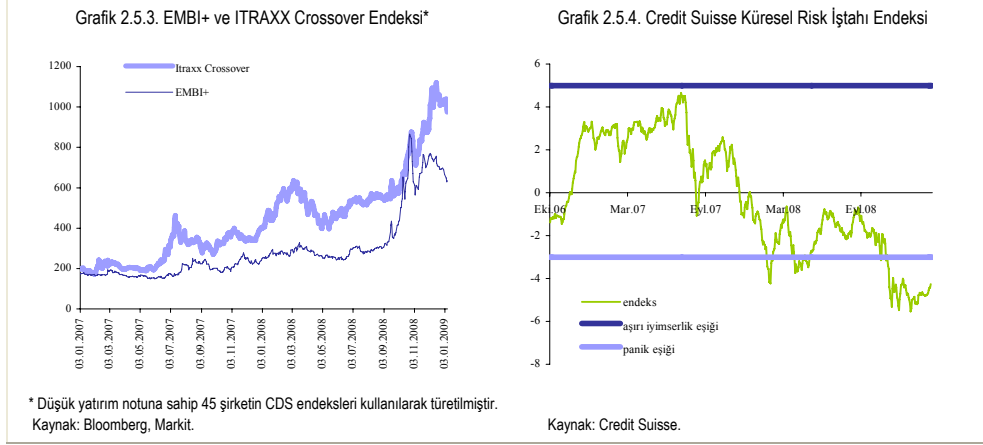
### 2.5 Küresel Risk Göstergeleri

Küresel finans piyasalarındaki likidite sorununun ve kredi riskinin en önemli göstergelerinden biri olan TED spread, Ekim ayındaki zirve değerinden Kasım ayı itibarıyla düşmeye başlamıştır. Diğer taraftan, yatırımcıların gelecek dönemlere yönelik kaygılarını ölçen küresel piyasa risk göstergelerinden VIX endeksi, Aralık ayı başından itibaren düşüş eğilimi göstermektedir (Grafik 2.5.1). Benzer şekilde, gelişmiş ülkelerde işlem gören yüksek kredi notuna sahip firma tahvillerinin Kredi İflas Takası (CDS) endeksleri son dönemde sınırlı bir düşüş eğilimi gösterse de yüksek seviyesini korumaktadır (Grafik 2.5.2).



Gelişmekte olan ülkelerdeki risk göstergeleri incelendiğinde, küresel finans piyasalarındaki riskten kaçınma eğiliminin son dönemde devam ettiği göze çarpmaktadır. Yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelik risk

algılamasını yansıtan EMBI+ ve Itraxx Crossover<sup>1</sup> endeksleri yüksek seviyelerini korumaktadır (Grafik 2.5.3). Diğer taraftan, Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi Ekim ayından bu yana “panik” eşliğinin altındaki bölgede hareket etmektedir (Grafik 2.5.4).



Sonuç olarak, küresel iktisadi faaliyetteki daralmanın şiddeti ve süresine yönelik belirsizlikler ve gelişmiş ülkelerde deflasyonist baskıların artacağına yönelik beklentiler genel risk algılamasındaki toparlanmayı geciktirmektedir. Nitekim, son aylarda risk göstergeleri, küresel krizin derinleştiği 2008 Ekim ayına kıyasla belirgin bir iyileşme göstermekle beraber, tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde seyretmeye devam etmektedir.

<sup>1</sup> Itraxx Crossover endeksi, kapsadığı şirketlerin yatırım notlarının Türkiye’yi de içine alan gelişmekte olan ülkelerin yatırım notlarına yakın olması sebebiyle yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelik küresel risk algılamalarının göstergesi olarak kullanılmaktadır.

## KUTU 2.1. KÜRESEL EKONOMİYE İLİŞKİN BEKLENTİLER

Küresel mali krizin yarattığı güven bunalımı sonucunda dünya büyümesinde gözlenen yavaşlama eğilimi, 2008 yılı son çeyreğine ait öncü göstergelere göre hızlanarak devam etmekte ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler yüksek seviyelerde seyretmektedir. Orta vadede ülkemizin enflasyon ve para politikası görünümünün büyük ölçüde küresel ekonomideki gelişmelere duyarlı olacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda, bu Rapor'un genelinde ortaya koyulan görünüm açısından küresel toparlanmanın zamanı ve boyutuna ilişkin varsayımlar her zamankinden daha fazla önem taşımaktadır. Bu kutuda, seçilmiş bazı uluslararası kuruluşların 2008 ve 2009 yıllarına ait küresel büyüme beklentileri özetlenmektedir. Söz konusu beklentiler, Merkez Bankası orta vadeli tahminlerinde yurt dışı iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlara temel oluşturmaktadır.

Geçtiğimiz dönemde, küresel kredi krizinin belirginleşmesinin de etkisiyle birçok uluslararası kurum 2008 ve 2009 yıllarına ait büyüme beklentilerini kademeli olarak düşürmüştür. Nitekim, Aralık 2008 "Consensus Forecasts" tahminleri 2009 yılında dünya ekonomisi büyümesi için yüzde 0,4 oranında bir beklenti içerirken, söz konusu kuruluş Ocak 2009 raporunda, dünya ekonomisinde durgunluğun başta ABD ve Euro bölgesi olmak üzere gelişmiş ekonomiler kaynaklı olarak daha da belirginleşeceğine işaret etmekte ve 2009 yılı dünya ekonomisi büyüme beklentisini yüzde -0,2 düzeyine çekmektedir (Tablo 1). Buna paralel olarak, IMF de Kasım ayında yayımladığı Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook, WEO) güncellemesinde Ekim ayı WEO raporuna kıyasla büyüme beklentilerini belirgin bir biçimde aşağı yönlü revize etmiştir (Ekim ayı WEO raporunda yüzde 3 düzeyinde olan dünya ekonomisi büyüme tahmini, Kasım ayı güncellemesinde yüzde 2,2 oranına revize edilmiştir). Bunun yanısıra, 29 Ocak'ta yayınlanacak WEO Ocak güncellemesinde de büyümede aşağı yönlü revizyonun devam edeceği öngörülmektedir. Benzer bir biçimde OECD de Aralık ayı Ekonomik Görünüm (Economic Outlook) raporunda, ABD ve Euro bölgesi 2009 yılı büyüme beklentilerini sırasıyla yüzde -0,9 ve yüzde -0,6 olarak açıklamıştır (Tablo 1).

Tablo 1. Küresel Büyüme Tahminleri

	2008		2009	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
<b>IMF</b>				
Dünya	3,9	3,7	3,0	2,2
Gelişmiş Ülkeler	1,5	1,4	0,5	-0,3
ABD	1,6	1,4	0,1	-0,7
Euro bölgesi	1,3	1,2	0,2	-0,5
Gelişmekte Olan Ülkeler	6,9	6,6	6,1	5,1
<b>OECD</b>				
Tüm OECD	1,8	1,4	1,7	-0,4
ABD	1,2	1,4	1,1	-0,9
Euro bölgesi	1,7	1,0	1,4	-0,6
<b>Consensus Forecasts</b>				
Dünya	2,4	2,3	0,4	-0,2
ABD	1,2	1,2	-1,3	-1,8
Euro bölgesi	1,0	0,9	-0,9	-1,4

Kaynak: IMF World Economic Outlook, Ekim ve IMF World Economic Outlook Update, Kasım.  
OECD Economic Outlook, 2008/1, Haziran ve OECD Economic Outlook, 2008/II, Aralık.  
Consensus Forecasts, Aralık 2008 ve Consensus Forecasts, Ocak 2009.

Öte yandan, dünya gayri safi yurt içi hasılasının yaklaşık yüzde 55'ini oluşturan ABD ve Euro bölgesine dair büyüme tahminleri daha detaylı incelendiğinde, 2010 yılının ilk çeyreğinden itibaren kısmi bir toparlanma beklendiği görülmektedir. Bu durum, Fed ve ECB'nin olduğu kadar, birçok piyasa uzmanının tahminleriyle de paralellik taşımaktadır.

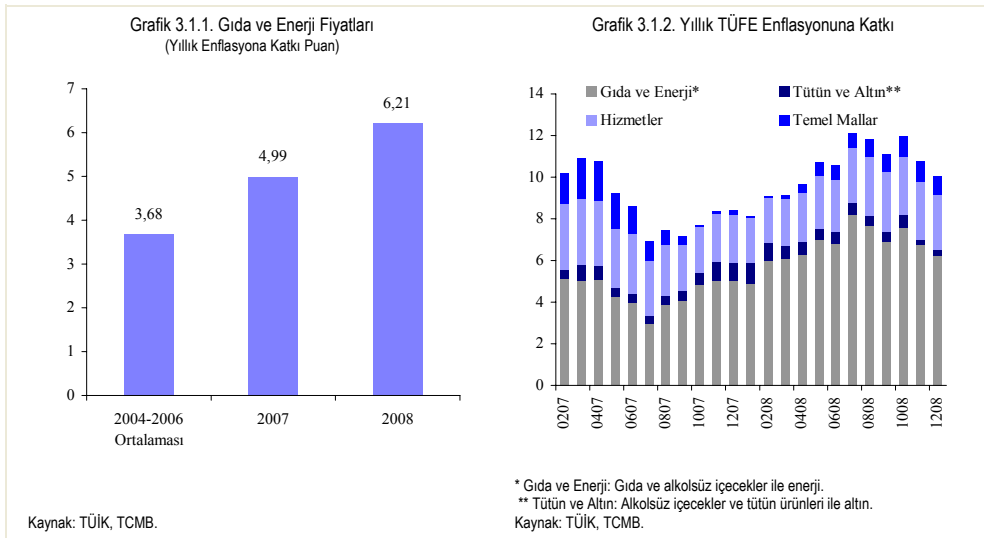
Sonuç olarak, dünya ekonomisinin önümüzdeki dönemdeki büyüme performansına ilişkin tahminler incelendiğinde, gelişmiş ülkelerdeki durgunluğun 2009 yılı boyunca devam edeceği, 2010 yılında ise resesyon sürecinin sona ereceği beklentisinin genel olarak hakim olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, Rapor'un genelinde tahmin ve analizler üretilirken 2010 yılının başlarından itibaren küresel ekonomide kademeli bir toparlanma olacağı varsayımı esas alınmıştır.

## 3. Enflasyon Gelişmeleri

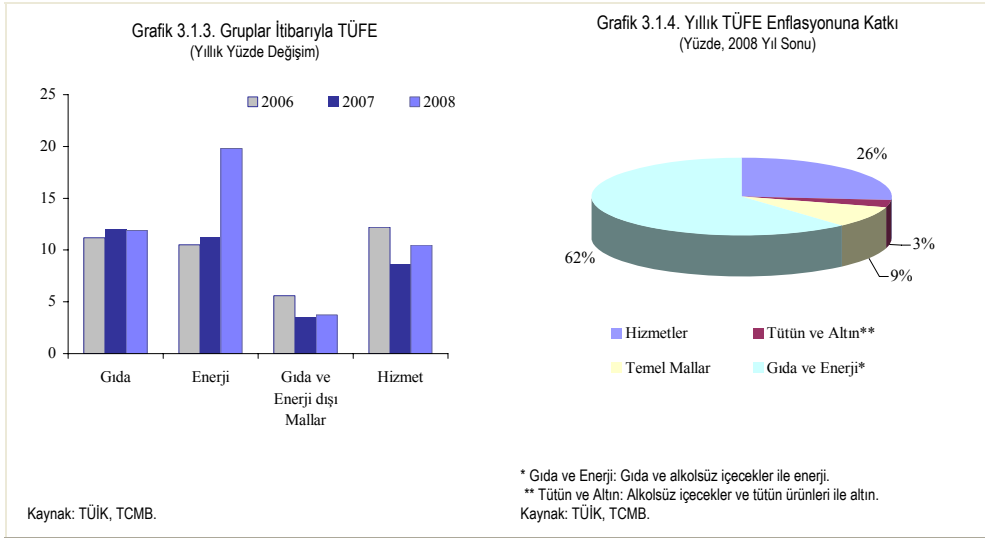
### 3.1. Enflasyon

2008 yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 10,06 olmuştur. Tüketici fiyatları son çeyrekte yüzde 3,03 oranında yükselirken, bu artışın 2,6 puanı gıda ve enerji kalemlerinde gözlenen yüksek oranlı artışlarla Ekim ayında gerçekleşmiştir. Yılın son iki ayında ise, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gerilemeler ile toplam talep koşullarındaki zayıflamanın etkisi tüketici enflasyonu üzerinde daha da belirginleşmiş ve aylık fiyat değişimleri endeks tarihindeki en düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Ayrıca, döviz kurundaki artışın tüketici fiyatları üzerindeki kısa dönemli etkisi gerek iktisadi faaliyetteki belirgin yavaşlama gerekse ithalat fiyatlarındaki gerileme ile geçmiş yıllara kıyasla daha sınırlı olmuştur.

Gıda ve enerji kalemlerinin yıllık enflasyona yaptığı katkı yılın son çeyreğinde kademeli olarak gerilese de, yıl genelinde yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1). Son çeyrekte, maliyetlerdeki azalma ve iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak hizmet fiyatlarının yıllık enflasyona yaptığı katkıda düşüş gözlenirken, temel mal fiyatlarının katkısında belirgin bir değişim olmamıştır (Grafik 3.1.2).



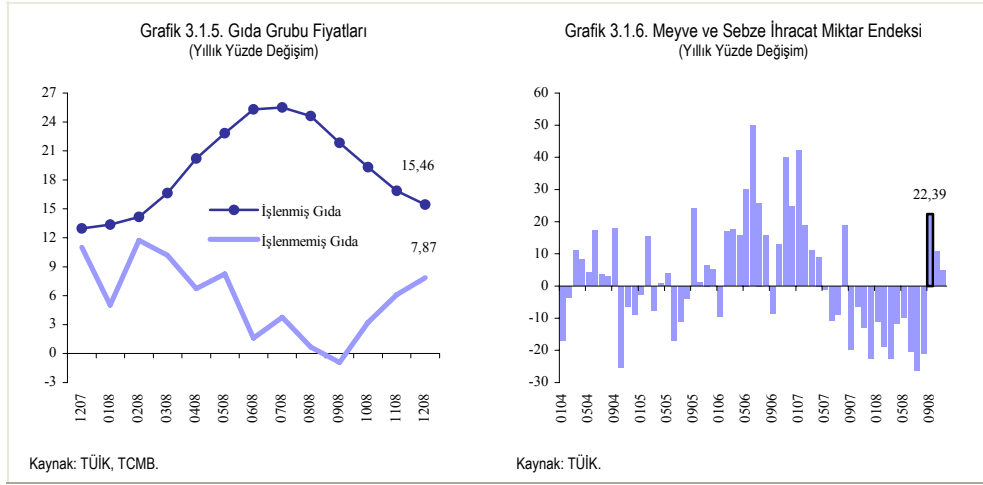




Gıda fiyatlarının artış hızı, 2007 yılındaki kuraklığa bağlı arz kaybının gecikmeli yansımaları ile yılın ilk yarısında yükselmiş, ikinci yarıda ise olumlu üretim ve dış fiyat gelişmeleriyle belirgin bir yavaşlama göstermiştir. Yıl genelinde bakıldığında, grup fiyatları son iki yıldaki yüksek seyrini 2008 yılında da devam ettirerek enflasyonun yüksek seyrinde belirleyici olmayı sürdürmüştür (Grafik 3.1.3). Enerji grubunda ise özellikle akaryakıt ile elektrik fiyatlarındaki yükselişler nedeniyle önceki yıllara kıyasla oldukça yüksek artışlar gözlenmiştir. Böylelikle, gıda ve enerji gruplarının yıllık tüketici enflasyonuna yaptığı oransal katkı önceki yıl ortalamalarının üzerine çıkarak yüzde 62 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.4). Gıda ve enerji dışı mal grubu yıllık enflasyonu, TL'deki değer kaybına rağmen iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın belirginleşmesi ile önceki yıl ortalamalarının altında gerçekleşmiştir. Hizmet enflasyonu ise ilk üç çeyrekte arz yönlü şokların ikincil etkileriyle yükselişe geçtikten sonra son çeyrekte toplam talep koşullarındaki zayıflamayla birlikte yavaşlama eğilimi göstermiş, buna rağmen grubun yıllık enflasyona katkısı geçtiğimiz yıla kıyasla daha yüksek gerçekleşmiştir.

Yılın son çeyreğinde gıda fiyatları yüzde 5,14 ile önceki yıl ortalamalarına kıyasla daha yüksek bir oranda artmıştır. Bu çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatları yüksek oranda artarken, işlenmiş gıda enflasyonundaki düşüş eğilimi sürmüştür.

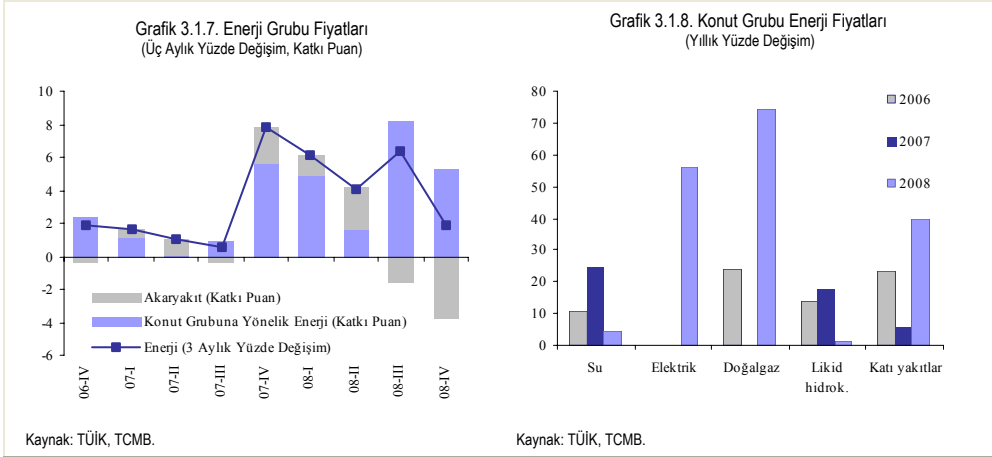
İşlenmemiş gıda fiyatları, 2007 yılının son çeyreğinden itibaren görece düşük oranda artarken, yılın son çeyreğinde temelde sebze fiyatları kaynaklı olarak önceki yıl ortalamalarının oldukça üzerinde (yüzde 12,45) artmıştır (Tablo 3.1.2). Bu artışla birlikte grup yıllık enflasyonu yüzde 7,87 oranına yükselmiştir (Grafik 3.1.5). Bu gelişmede, ürün arzındaki sıkıntıların yanı sıra, uzun bir süredir yavaşlama eğiliminde olan meyve ve sebze ihracat miktarının yılın son aylarında yıllık bazda yükselişe geçmesi de etkili olmuştur (Grafik 3.1.6).



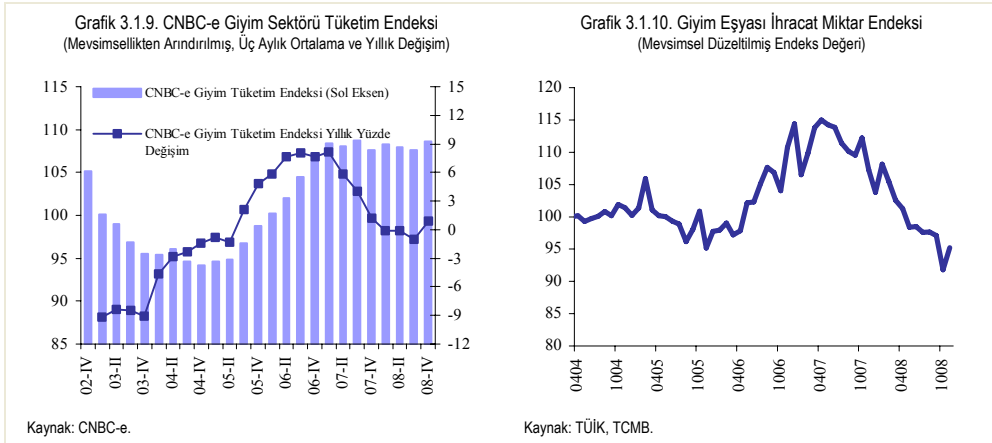
İşlenmiş gıdada yılın ilk yarısında oldukça yüksek seviyelere ulaşan yıllık enflasyon, olumlu üretim ile dış fiyat gelişmeleri ve toplam talepteki yavaşlama sonucunda üçüncü çeyrekte kademeli bir azalış eğilimine girmiş ve bu eğilim yılın son çeyreğinde belirginleşerek sürmüştür. Bu çerçevede, grup fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 0,20 oranında azalırken, grup yıllık enflasyonu yüzde 15,46'ya gerilemiştir (Grafik 3.1.5). Gıda sektöründe ithalat fiyatlarındaki düşüş sürmektedir. Benzer şekilde, yurt içi buğday fiyatları da üretimindeki artışa paralel olarak son iki çeyrekte gerilemektedir. Bu gelişmeler ışığında, ekmek ve tahıl grubu fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 0,42 azalmıştır. İşlenmiş gıda fiyatlarının yıllık artış hızındaki yavaşlama eğiliminin 2009 yılının ilk yarısında da devam edeceği tahmin edilmektedir.

Enerji fiyatları artış hızı yılın son çeyreğinde yavaşlamış ve grup yıllık enflasyonu yüzde 19,81'e gerilemiştir. Üçüncü çeyrekte 115 dolar seviyesinde gerçekleşen ortalama ham petrol fiyatı, son çeyrekte yaklaşık 55 dolar seviyesine gerilemiştir. Petrol fiyatındaki bu azalışın etkisi yurt içi akaryakıt fiyatları üzerinde daha çabuk gözlenirken, akaryakıt dışındaki enerji kalemlerinde (elektrik ve doğalgaz) gecikmeli etkilerle yüksek fiyat artışları

sürmüştür (Grafik 3.1.7). Ayrıca, katı yakıtlar kaleminde üçüncü çeyrekte gözlenen yüksek fiyat artışları bu çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 3.1.8). Ham petrol fiyatlarının mevcut seyri ve maliyet bazlı fiyatlama çerçevesinde, yurt içi enerji fiyatlarının yıllık artışındaki yavaşlamanın önümüzdeki dönemde belirginleşerek süreceği tahmin edilmektedir.

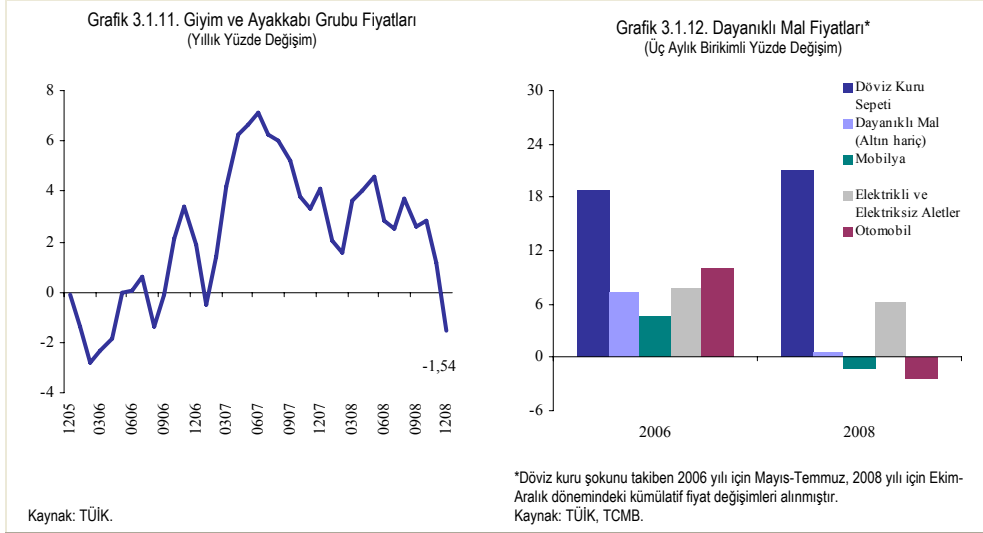


Gıda ve enerji dışı mal grubunda yıllık enflasyon son çeyrekte 0,42 puan gerileyerek yüzde 3,75 olmuştur. Dördüncü çeyrekte giyim grubu fiyat artışları yavaşlarken, dayanıklı tüketim malları fiyatları TL'deki değer kaybına bağlı olarak yükselmiştir.



Mevsimsellikten arındırılmış tüketim endeksine göre giyim sektöründe iç tüketim, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla zayıf bir görünüm sergilemektedir (Grafik 3.1.9). Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış giyim eşyası ihracat miktar endeksi dış talepte giderek derinleşen bir yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 3.1.10). Talep koşullarının bu zayıf seyri sonucunda giyim sektöründe indirim sezonu erken başlamış ve fiyatlar son

çeyrekte geçmiş yıllara göre daha düşük bir oranda artmıştır. Böylelikle, bu grupta fiyatlar bir önceki yılın aynı dönemindeki seviyesinin altına inmiştir (Grafik 3.1.11).

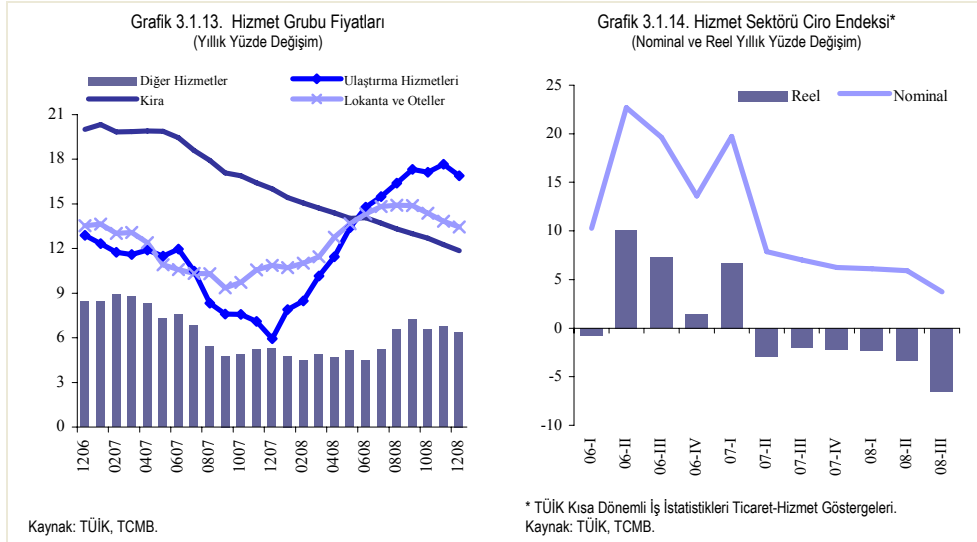


Dayanıklı tüketim malları (altın hariç) fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 0,61 oranında artmış ve grup yıllık enflasyonu 3,10 puan yükselerek yüzde 3,19 olmuştur (Tablo 3.1.1). Bu gelişmede, döviz kurundaki artışın yansımalarının yanı sıra bir önceki yılın düşük bazı da etkili olmuştur. Son çeyrekteki fiyat gerçekleştirmeleri, TL'deki değer kaybının dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki kısa dönemli etkisinin geçtiğimiz yıllara kıyasla çok daha sınırlı gerçekleştiğine işaret etmektedir (Grafik 3.1.12). Bu etki daha çok elektrikli ve elektriksiz ev aletleri fiyatları kanalıyla gözlenmektedir. Öte yandan, iç ve dış talepte belirginleşen zayıflamaya paralel olarak mobilya ve otomobil fiyatları belirgin bir düşüş eğilimi sergilemiştir. Otomobil iç piyasa satışlarında 2008 yılı başından bu yana süren yavaşlama eğilimi son çeyrekte belirginleşmiş, mevsimsel etkilerden arındırıldığında satışlar üçüncü çeyreğe kıyasla yüzde 35,8 oranında gerilemiştir (Grafik 4.1.9). Bu gelişmeler çerçevesinde, otomobil fiyatları son altı aylık dönemde yüzde 5,85 azalmıştır.

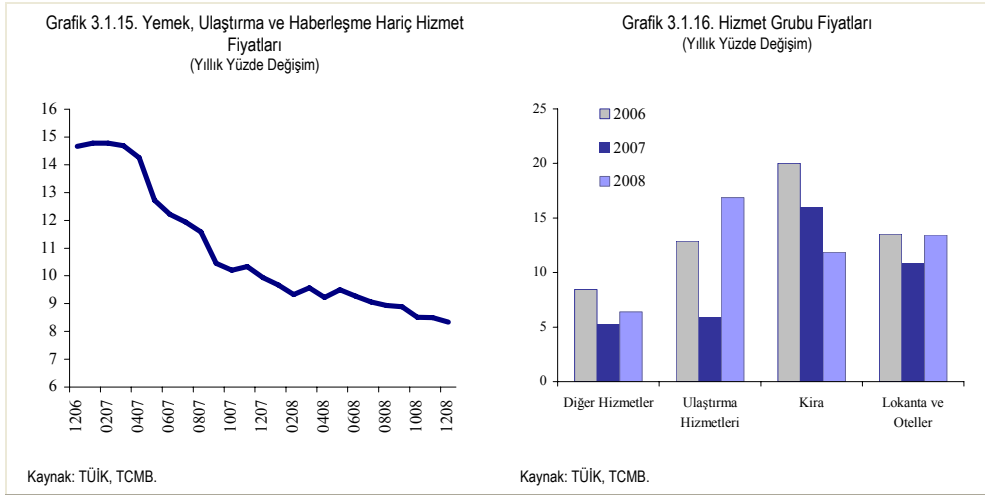
	2007		2008				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>-2,41</b>	<b>-4,21</b>	<b>1,58</b>	<b>2,81</b>	<b>-1,80</b>	<b>0,61</b>	<b>3,19</b>
Mobilya	0,94	-1,80	4,13	7,60	-1,27	-1,31	9,17
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-2,35	-8,18	1,16	0,68	0,12	6,04	8,13
Otomobil	-4,42	-3,37	1,04	2,44	-3,63	-2,30	-2,56
Diğer Dayanıklı Mallar	0,32	1,71	0,04	0,89	1,02	2,27	4,29

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet grubu fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 1,39 artmış ve yıllık enflasyon yüzde 10,46'ya gerilemiştir (Tablo 3.1.2). Hizmet fiyatlarının artış hızı, maliyet koşullarındaki iyileşme ve iç talepteki zayıf seyrin etkisiyle yavaşlamaya devam etmektedir. Yılın ilk dokuz ayında gıda fiyatlarındaki yükselişin yansımaları ile oldukça yüksek oranda artış gösteren yemek hizmetleri fiyatları, söz konusu maliyet baskısının zayıflaması ve iç talepteki durgunluk nedeniyle son çeyrekte oldukça düşük bir oranda artmıştır. Benzer şekilde, akaryakıt fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak, ulaştırma hizmetleri fiyatlarının artış hızı da önemli ölçüde yavaşlamıştır. Ulaştırma hizmetleri yıllık enflasyonunda başlayan azalışın 2009 yılının ilk yarısında güçlenerek sürmesi beklenmektedir.



Hizmet sektörü ciro endeksinin 2007 yılı birinci çeyreği sonrasında yavaşlaması hizmet sektöründe sıkılaşan talep koşullarına işaret etmektedir (Grafik 3.1.14). Nitekim, arz yönlü şoklar ile baz etkisi hariç tutulduğunda, hizmet grubu enflasyonunun 2008 yılı genelinde kademeli bir gerileme eğilimine girdiği gözlenmektedir (Grafik 3.1.15). Kira yıllık enflasyonu yıl genelinde 4,2 puan azalırken, bu kalemin hizmet grubu yıllık enflasyonuna yaptığı katkı belirgin bir şekilde gerilemiştir (Grafik 3.1.16).

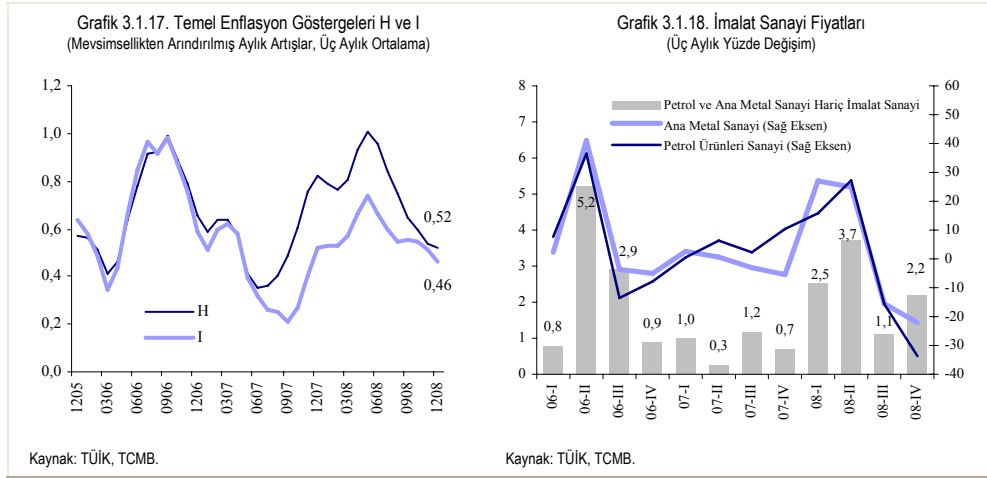


Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2007		2008				Yıllık
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	
<b>TÜFE</b>	<b>4,02</b>	<b>8,39</b>	<b>3,09</b>	<b>2,82</b>	<b>0,78</b>	<b>3,03</b>	<b>10,06</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>4,65</b>	<b>8,29</b>	<b>3,27</b>	<b>2,69</b>	<b>0,05</b>	<b>3,61</b>	<b>9,93</b>
Enerji	7,85	11,25	6,11	4,12	6,41	1,91	19,81
İşlenmemiş Gıda	3,30	10,99	10,90	-13,25	-0,29	12,45	7,87
İşlenmiş Gıda	5,31	12,95	5,61	8,06	1,37	-0,20	15,46
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	3,46	3,56	-2,35	6,87	-3,52	3,04	3,75
Dayanıklı Mallar	-1,71	-3,34	3,45	1,97	-2,34	2,45	5,54
(Altın Fiyatları Hariç)	-2,41	-4,21	1,58	2,81	-1,80	0,61	3,19
Yarı Dayanıklı Mallar	7,67	7,86	-1,23	9,20	0,01	3,42	11,54
Dayanısız Mallar	4,21	11,69	6,44	-1,43	0,74	4,07	9,99
<b>2. Hizmetler</b>	<b>2,32</b>	<b>8,64</b>	<b>2,55</b>	<b>3,20</b>	<b>2,94</b>	<b>1,39</b>	<b>10,46</b>
Kira	3,30	16,01	2,79	2,74	3,58	2,25	11,85
Lokanta ve Oteller	3,64	10,87	3,13	4,58	2,77	2,34	13,44
Ulaştırma Hizmetleri	1,91	5,93	4,10	5,98	4,35	1,54	16,89
Diğer Hizmetler	1,27	5,29	1,68	1,80	2,29	0,49	6,40

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Son çeyrekte, enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç tutularak hesaplanan temel fiyat göstergesinin (H) yıllık enflasyonu 1,66 puan, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan endeksin (I) yıllık enflasyonu ise 0,37 puan gerilemiştir. Söz konusu endekslerin mevsimsellikten arındırılmış aylık artış hızındaki yavaşlama eğilimi yılın son çeyreğinde belirginleşerek sürmüştür. Bu gözlem, enflasyonun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 3.1.17).



Tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet yönlü etkilerin değerlendirilmesi açısından üretici fiyatlarındaki gelişmeler önem taşımaktadır. Yılın ilk yarısında uluslararası emtia piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak yüksek oranlarda artış gösteren üretici fiyatları yılın ikinci yarısında düşüş eğilimine girmiştir. Ana metal sanayi fiyatları üçüncü çeyrekteki yüzde 15,5’lik düşüşün ardından son çeyrekte de yüzde 22,1 oranında azalış kaydetmiştir. Petrol ürünleri fiyatları da son çeyrekte yüzde 33 azalmıştır. Petrol ve ana metal sanayi hariç imalat sanayi fiyatları ise aynı dönemde yükseliş göstermiştir. Emtia fiyatlarındaki düşüşler döviz kurunun artırıcı etkisine rağmen tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet yönlü baskıları azaltmaktadır (Tablo 3.1.3, Grafik 3.1.18).

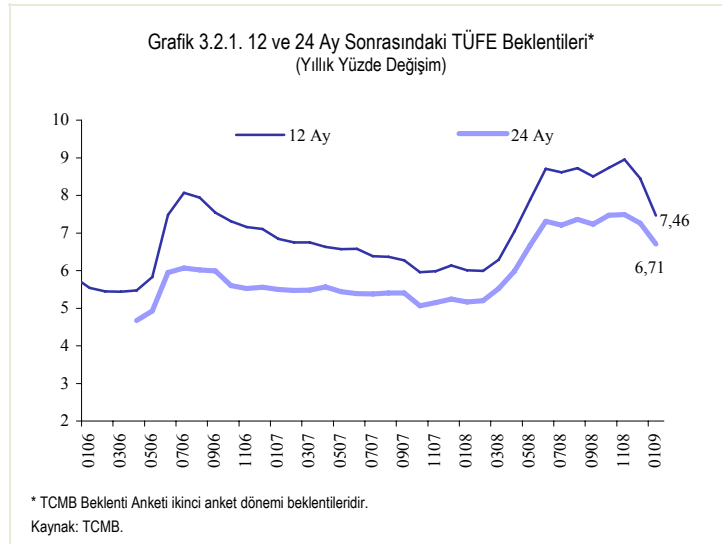
Tablo 3.1.3. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2007		2008				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>Petrol ve Ana Metal Sanayi Ürünleri Hariç İmalat Sanayi</b>	<b>0,70</b>	<b>3,15</b>	<b>2,53</b>	<b>3,73</b>	<b>1,11</b>	<b>2,20</b>	<b>9,90</b>
Ara Malları Fiyatları	-1,25	0,75	7,28	8,84	-2,39	-3,30	10,21
Sermaye Malları Fiyatları	-0,48	-2,31	4,57	6,60	-1,69	5,08	15,15
Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatları	-3,06	-3,41	1,59	3,05	3,29	3,57	12,00
Dayanısız Tüketim Malları Fiyatları	2,88	8,15	1,33	1,76	1,46	1,21	5,89
Enerji Fiyatları	2,65	10,02	16,88	16,65	-5,22	-13,14	12,25

Kaynak: TÜİK, TCMB.

### 3.2. Beklentiler

Orta vadeli enflasyon beklentileri 2008 yılı ilk yarısında belirgin bir artış göstermiştir. Mayıs ayında TCMB'nin yeni hedefleri ilan etmesiyle beklentilerdeki bozulma durmuş ancak arz yönlü şokların etkileriyle enflasyonun yüksek kalması beklentilerin uzunca bir süre orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesine neden olmuştur. Kasım ayından itibaren ise petrol fiyatlarındaki gerileme ile talep koşullarındaki zayıflamaya paralel olarak olumlu görünüm sergileyen enflasyon gerçekleştirmelerinin de etkisiyle, beklentilerdeki iyileşme belirginleşmiştir. Ayrıca bu dönemde TCMB'nin enflasyon görünümündeki iyileşmeye dikkat çekerek faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşürmesi ve zaman içinde açıklanan verilerin bu kararları haklı çıkarması, enflasyon beklentilerinin iyileşmesine katkıda bulunan bir diğer unsur olmuştur. Bu gelişmeler sonrasında 2009 yılı Ocak ayı itibarıyla, bir yıl ve iki yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 7,46 ve 6,71 ile orta vadeli hedeflere oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir (Tablo 3.2.1).





Enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin bir ölçüsü olarak değerlendirilen değişim katsayısı<sup>1</sup> incelendiğinde, son anket döneminde gelecek on iki ve yirmi dört aylık enflasyon beklentileri için söz konusu katsayının gerilediği gözlenmektedir (Tablo 3.2.1).

Cari Dönem	Anket Dönemi	Yıl Sonu Ortalama Beklenti*	12 Ay Sonrası		24 Ay Sonrası	
			Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı	Ortalama Beklenti*	Değişim Katsayısı
Aralık-07	2	8,64	6,14	0,13	5,24	0,15
Ocak-08	2	6,47	6,01	0,13	5,17	0,14
Şubat-08	2	6,54	5,99	0,10	5,20	0,13
Mart-08	2	7,27	6,29	0,15	5,52	0,17
Nisan-08	2	8,44	7,04	0,14	5,98	0,16
Mayıs-08	2	9,64	7,88	0,14	6,67	0,19
Haziran-08	2	10,63	8,71	0,13	7,31	0,16
Temmuz-08	2	10,76	8,61	0,12	7,21	0,16
Ağustos-08	2	11,04	8,72	0,09	7,36	0,11
Eylül-08	2	10,70	8,50	0,10	7,23	0,14
Ekim-08	2	10,45	8,73	0,11	7,47	0,15
Kasım-08	2	11,78	8,95	0,13	7,49	0,15
Aralık-08	2	11,04	8,45	0,15	7,26	0,16
Ocak-09	2	7,55	7,46	0,13	6,71	0,13

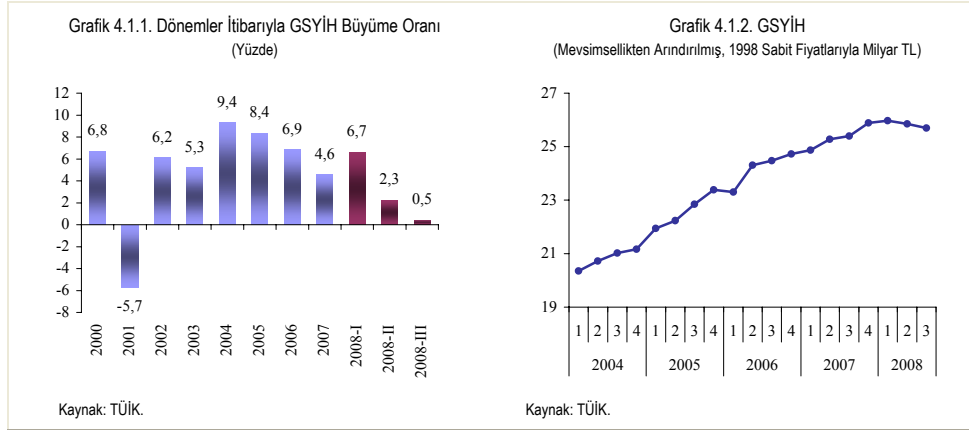
\*Tablodaki ortalama beklenti değerleri, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalamaların uç değerler analizi ile karşılaştırılması sonucunda seçilen uygun ortalamadır.  
Kaynak: TCMB.

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

## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

### 4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

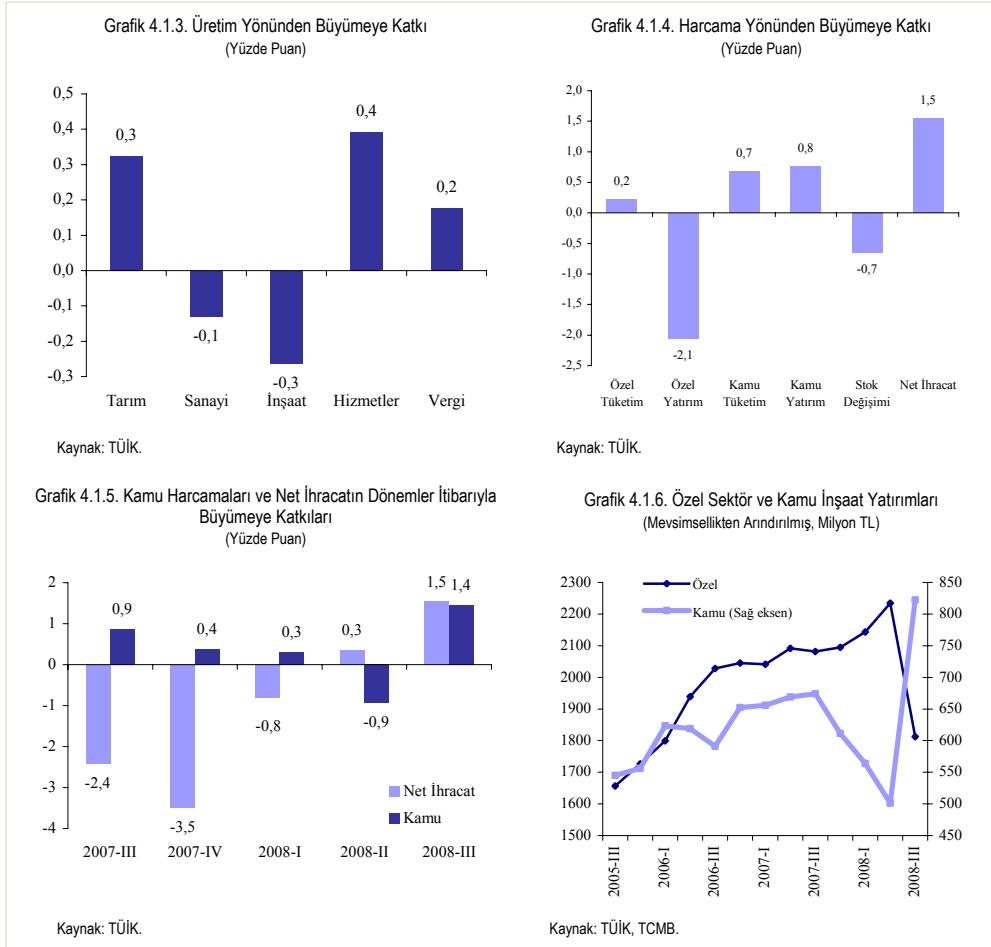
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2008 yılının üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 0,5 oranında büyüme kaydetmiştir (Grafik 4.1.1). Bu dönemde ikinci çeyreğe ilişkin yıllık büyüme oranı yüzde 1,9'dan yüzde 2,3'e güncellenmiş ve ilk dokuz aydaki büyüme yüzde 3 oranında gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle dönemlik bazda gerileyen GSYİH iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin üçüncü çeyrekte de sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.1.2).



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin GSYİH gelişmeleri üretim yönünden incelendiğinde, tarım ve hizmetler sektörü büyümeye pozitif katkı yaparken, sanayi sektörünün 2002 yılı ilk çeyreğinden bu yana ilk kez olumsuz katkı yaptığı görülmektedir (Grafik 4.1.3). İnşaat katma değeri ise ikinci çeyreğin ardından üçüncü çeyrekte de yıllık bazda gerilemiştir.

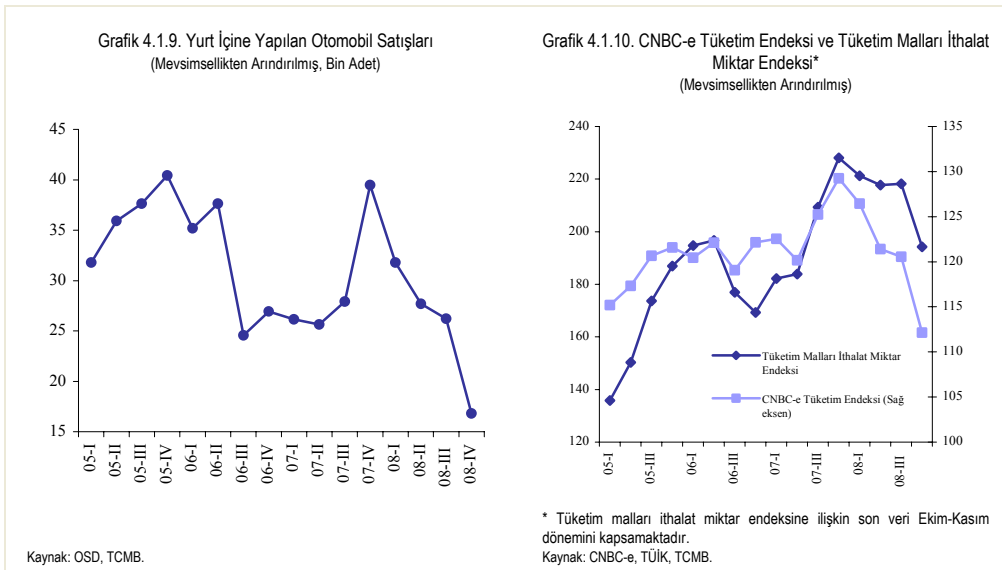
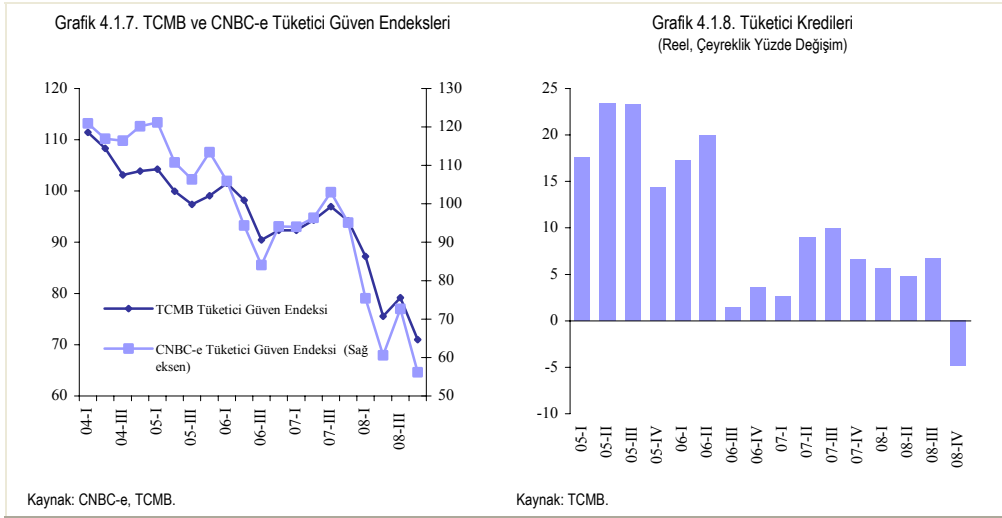
Harcamalar yönünden incelendiğinde ise büyümenin temelde kamu harcamaları ve net ihracattan kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 4.1.4 ve Grafik 4.1.5). Bu dönemde kamu sektörü gerek tüketim gerekse yatırım kanalıyla büyümeye olumlu katkı yaparken, özel kesim talebi başta yatırımlar olmak üzere zayıf seyretmiştir. Nitekim, yıllık yüzde 10 oranında gerileyen özel yatırım harcamaları büyümeye en olumsuz katkı yapan harcama bileşeni olmuştur. 2002 yılı ilk çeyreğinin ardından yıllık bazda kesintisiz artış gösteren özel sektör inşaat yatırımları üçüncü çeyrekte yüzde 12,8 oranında gerilerken,

mevsimsellikten arındırılmış verilerle de dönemlik bazda keskin bir düşüş sergilemiştir. Bu dönemde hızla genişleyen kamu harcamalarının toplam inşaat yatırımlarındaki daralmayı sınırladığı görülmektedir (Grafik 4.1.6). İhracattaki düşük oranlı artışa karşın, ithalatın 2001 yılı son çeyreğinden bu yana ilk kez yıllık bazda gerilemesi ile birlikte net ihracat GSYİH büyümesine 1,5 puanlık katkı yapmıştır.



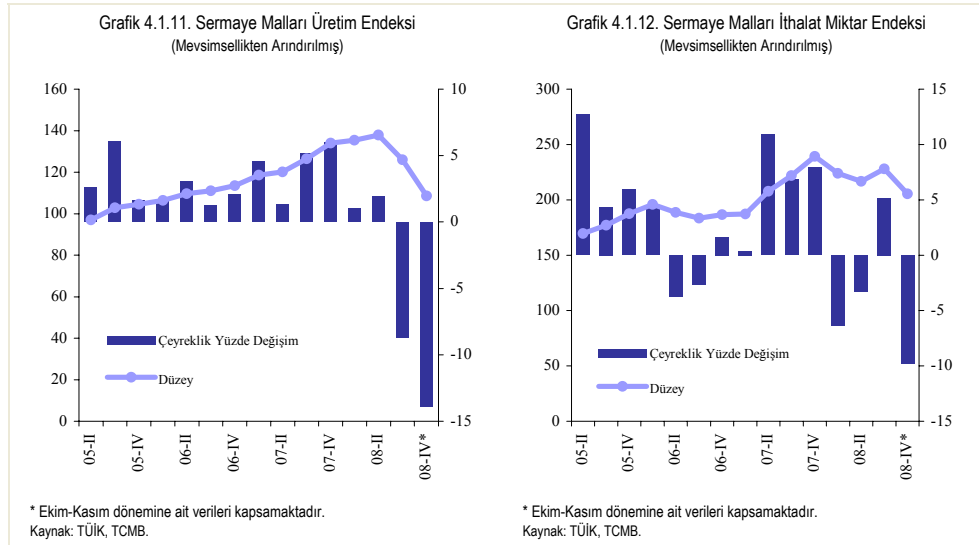
Toplam nihai yurt içi talep yılın üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 0,4 oranında gerileyerek 2002 yılı ilk çeyreğinden bu yana ilk kez yıllık bazda küçülmüştür. Kamu harcamalarının büyüme yaptığı dönemsel ek katkı bir tarafa bırakılırsa, mevsimsellikten arındırılmış verilerle özel tüketim ve özel yatırım harcamalarındaki düşüş eğiliminin devam etmesi yurt içi talebin zayıf seyrini yansıtmaktadır. Özel kesim talebine ilişkin mevcut veriler bu görünümün yılın son çeyreğinde daha da belirginleştiğine işaret etmektedir.

TÜİK-TCMB ve CNBC-e tüketici güven endeksleri yılın son çeyreğinde hızla azalarak tarihinin en düşük seviyesine inmiştir (Grafik 4.1.7). Finansal koşulların sıkılaştırılmasıyla birlikte bu durum kredi kullanımını olumsuz etkilemektedir. Nitekim, son çeyrekte tüketici kredi kullanımı gerek nominal gerekse reel bazda bir önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 4.1.8). Tüketime ilişkin takip edilen diğer öncü göstergeler de benzer bir eğilim sergilemektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle yurt içine yapılan otomobil satışlarındaki düşüş eğilimi dördüncü çeyrekte hızlanarak devam ederken CNBC-e Tüketim Endeksi de üçüncü çeyrek ortalamasının oldukça altında seyretmiştir (Grafik 4.1.9).



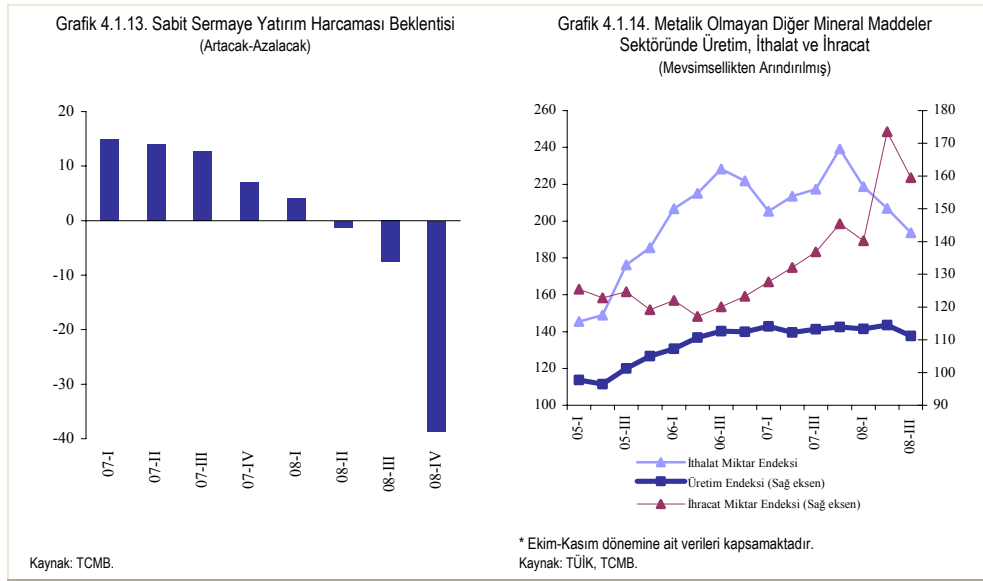
TÜİK tarafından Ana Sanayi Grublaması detayında açıklanmaya başlanan sanayi üretimi verilerine göre tüketim malları üretiminde Ekim-Kasım dönemi itibarıyla bir önceki çeyreğe kıyasla hızlı bir düşüş gözlenmiştir. Aynı dönemde ithal tüketim malları talebi de benzer bir seyir izlemiştir (Grafik 4.1.10). Özetle mevcut veriler, son çeyrekte özel tüketim harcamalarının dönemlik ve yıllık bazda daralacağına işaret etmektedir.

Özel kesim talebinin diğer bileşeni olan yatırım harcamalarına ilişkin göstergelerdeki olumsuz görünüm 2008 yılı son çeyreğinde de sürmüştür. Sermaye malları üretim ve ithalat miktarı Ekim-Kasım döneminde geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 22,4 ve yüzde 16,5 oranlarında azalırken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle üçüncü çeyrek ortalamasına kıyasla gerilemiştir (Grafik 4.1.11, Grafik 4.1.12). Yatırım mallarına ilişkin üretim, ithalat ve ihracat verileri bir arada değerlendirildiğinde, son çeyrekte makine-teçhizat yatırımlarının yıllık bazda yüksek bir oranda gerileyeceği öngörülmektedir.

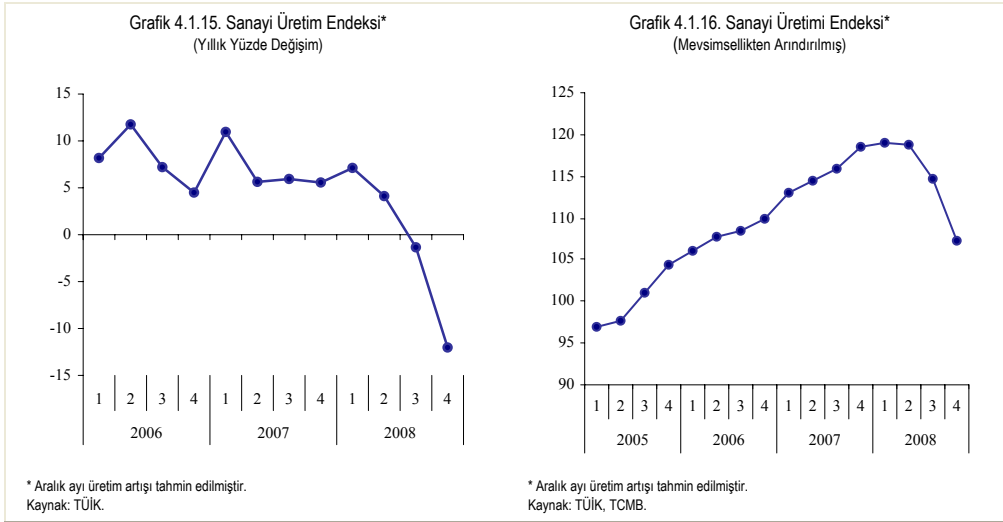


Nitekim, TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergeleri incelendiğinde, kayıtlı siparişler ve talep beklentileri doğrultusunda firmaların mevcut üretim kapasitelerini “yeterinden fazla” olarak nitelendirme eğiliminin güçlendiği görülmektedir. Bu çerçevede, özel firmaların gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım planları bozulma eğilimini sürdürmüştür. İYA göstergelerinden özel sabit sermaye yatırım harcaması beklentisinde yılın son çeyreğinde gözlenen kötüleşme bu görünümü teyit etmektedir (Grafik 4.1.13).

İnşaat faaliyetleriyle yakından ilişkili olan metalik olmayan diğer mineral maddeler sektörü imalatında 2006 yılı ikinci yarısından bu yana gözlenen durağan seyir sürmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle sektör üretimi Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyrek ortalamasının altında gerçekleşirken, aynı dönemde ithalat ve ihracatında da düşüş görülmektedir (Grafik 4.1.14). Bu çerçevede, özel sektör inşaat yatırımlarının son çeyrekte dönemlik ve yıllık bazda gerilemeye devam etmesi beklenmektedir.



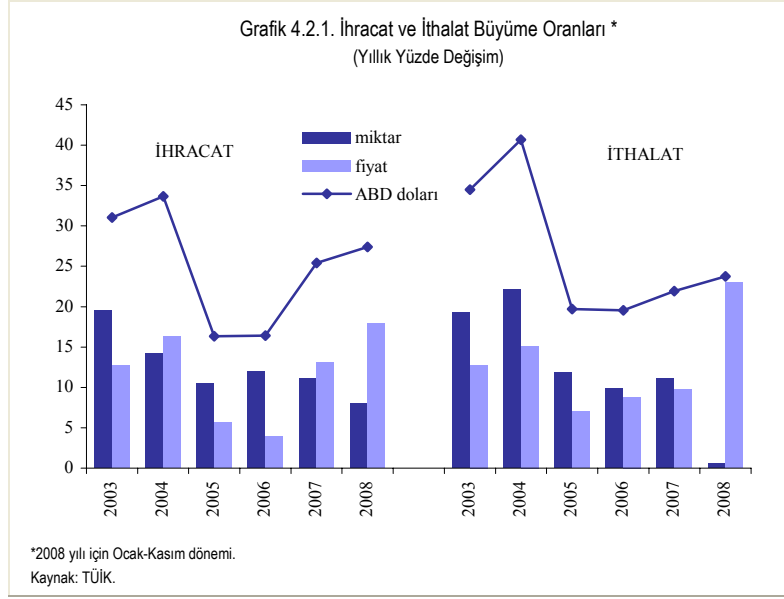
Özetle, özel sektör tüketim ve yatırım talebine ilişkin göstergeler her iki harcama grubunun da son çeyrekte gerek üç aylık dönemler itibarıyla gerekse yıllık bazda azalacağına işaret etmektedir. Buna ek olarak, özellikle Ekim ayından başlayarak küresel ekonomideki toparlanmanın gecikeceği yönündeki sinyallerin artmasıyla birlikte dış talebin de zayıf bir seyir izlemesi, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın yılın son çeyreğinde derinleşmesine yol açmıştır. Nitekim, sanayi üretimi Ekim-Kasım döneminde yüzde 10,7 oranında gerilerken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle Temmuz ayından bu yana aylık bazda sergilediği düşüş eğilimini sürdürmüştür. Kapasite kullanım oranlarına ilişkin son veriler üretimin bu eğilimini Aralık ayında da sürdürerek yıllık bazda yüksek bir oranda gerileyeceğine işaret etmektedir.



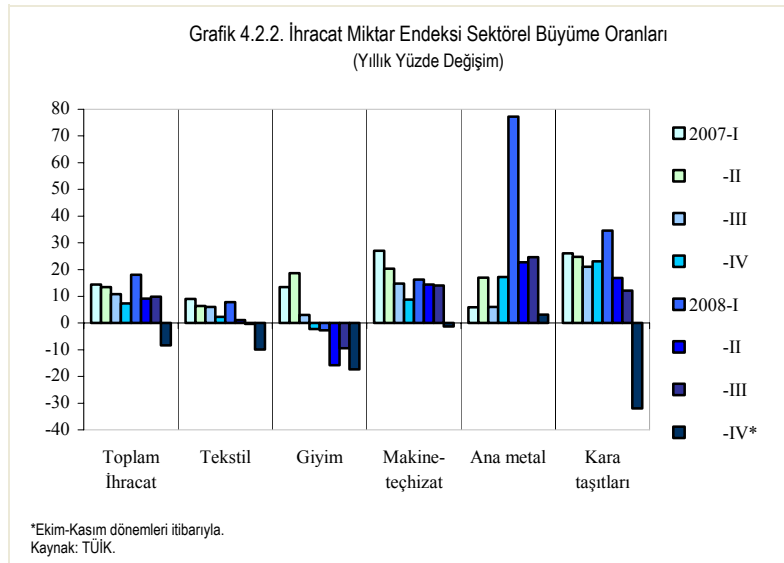
Ekim ve Kasım aylarına ilişkin sanayi üretim gelişmeleri ile Aralık ayı İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçları dikkate alındığında, sanayi sektörü faaliyetinin son çeyrekte yıllık bazda yüksek bir oranda gerilemesi beklenmektedir (Grafik 4.1.15). Mevsimsellikten arındırılmış veriler de söz konusu dönemde sanayi üretiminde üçüncü çeyreğe kıyasla hızlı bir düşüşe işaret etmektedir (Grafik 4.1.16).

#### 4.2. Dış Talep

2008 yılının üçüncü çeyreğinde net ihracatın büyümeye olumlu katkısı artarak devam etmiştir. Reel ithalattaki yavaşlamanın reel ihracattakinden daha belirgin olmasıyla, turizm gelirlerindeki iyileşmenin de katkısıyla, net ihracatın büyümeye katkısı söz konusu dönemde 1,5 puan olmuştur. 2008 yılında dış ticaret fiyatlarının özellikle Temmuz ayına kadar olan dönemde 2007 yılındaki artış eğilimini sürdürmesi gerek ihracatta, gerekse ithalatta ABD doları cinsinden artış oranlarının yüksek seyretmesine yol açmıştır (Grafik 4.2.1). Öte yandan, dış ticaret fiyatlarında yılın ikinci yarısında başlayan gerileme, uluslararası finansal piyasalardaki krizin derinleştiği Ekim-Kasım aylarında emtia fiyatlarının öncülüğünde hızlanmıştır. Küresel talepte belirgin bir toparlanma olmaması durumunda, dış ticaret hadlerindeki gelişmelerin 2009 yılında dış ticaret açığını önemli oranda azaltıcı etki yapması beklenmektedir.

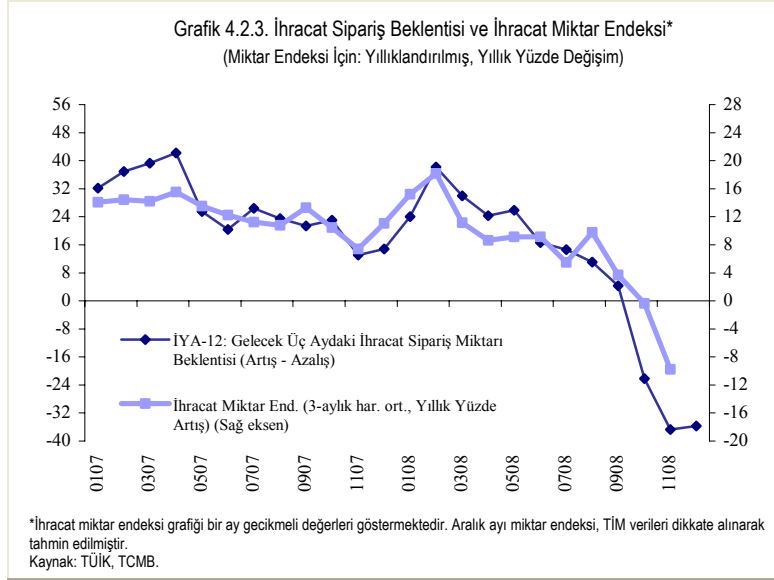


Son yıllarda ihracatın kompozisyonunun daha çok sermaye yoğun mallara kayması, ihracatın küresel ekonomideki dalgalanmalara karşı hassasiyetini artırmaktadır. Nitekim ihracatta son aylardaki yavaşlamada kara taşıtları sektörü belirleyici olmuş, makine-teçhizat ihracatında görülmeye başlanan gerileme de olumsuz etkide bulunmuştur. Bunun yanında, giyim sektöründe 2007 yılı ortalarından, tekstil sektöründe ise 2008 yılının ikinci yarısından itibaren yavaşlama gözlenmektedir. Rafine edilmiş petrol ürünleri ile ana metal sektörlerinin ihracat artışına katkıları ise, söz konusu sektörlerin ihracat fiyatlarında son aylardaki hızlı düşüş neticesinde önemli oranda azalmıştır (Grafik 4.2.2).





Güncel veriler, ihracat ve ithalattaki düşüşün 2008 yılı Aralık ayı ve 2009 yılı Ocak ayında belirginleştiğine işaret etmektedir. Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM) verilerine göre ihracat Aralık ayında yüzde 25 gerilemiş, TCMB İktisadi Yönelim Anketi'nde yer alan "Gelecek üç aydaki ihracat sipariş miktarı beklentisi" hızlı bir şekilde düşüş göstermiştir (Grafik 4.2.3).



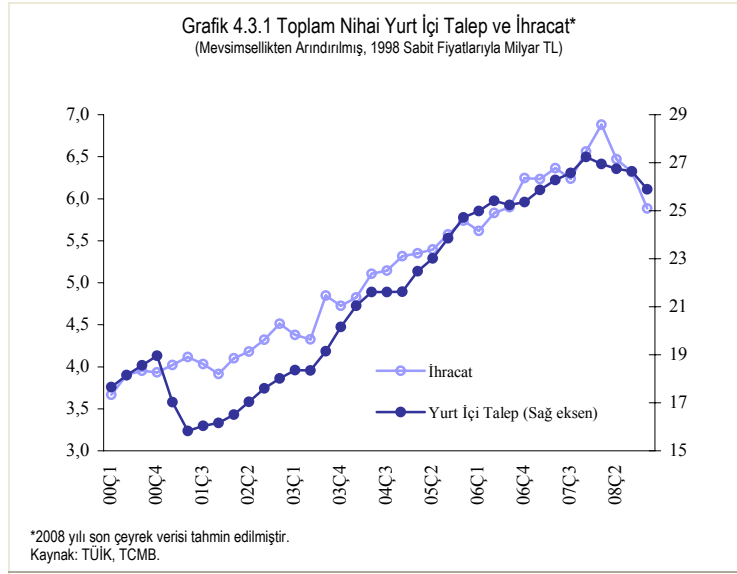
Küresel finans krizinin reel ekonomi üzerindeki etkilerine ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. Son dönemde küresel büyüme oranlarına ilişkin tahminlerin sürekli olarak aşağı yönlü güncellendiği gözlenmektedir. Nitekim, Consensus Forecast Aralık ayı bültenine göre, en büyük ihracat pazarımız Euro bölgesi ekonomisinin 2009 yılında yüzde 0,9 olan daralma beklentisi Ocak ayı bülteninde daha da kötüleşerek yüzde 1,4'e yükselmiştir. Önümüzdeki dönemde ihracatta yeni pazar arayışlarının Ortadoğu ve Afrika'ya yönelme olasılığı ihracatı destekleyebilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, petrol fiyatlarındaki gerileme son dönemlerde petrol ihracatçısı ülkelere yönelik ihracatımızda gözlenen yüksek artışın önümüzdeki dönemde sürdürülebilirliğine ilişkin risk oluşturmaktadır. Sonuç olarak, dış talebin zayıf seyrini 2009 yılı boyunca koruyacağı düşünülmektedir.

Ödemeler dengesi istatistikleri, net ihracatın büyümeye olumlu katkısının 2008 yılının son çeyreğinde arttığını göstermektedir. Söz konusu eğilimin, küresel düzeyde iktisadi faaliyette ve iç talepte beklenen yavaşlamanın etkisiyle 2009 yılının ilk yarısında da sürmesi beklenmektedir. İktisadi faaliyetteki

yavaşlamanın yanı sıra, petrol ve diğer emtia fiyatlarının gelmiş olduğu düşük seviyenin de katkısıyla, dış ticaret ve cari işlemler açığında 2009 yılında kayda değer bir düşüş olacağı tahmin edilmektedir.

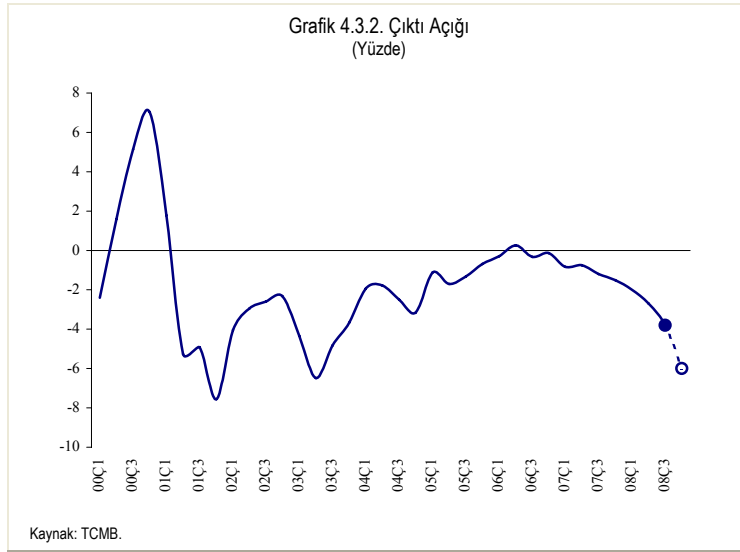
### 4.3. Çıktı Açığı

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle uyumlu seyretmiştir. Bu çerçevede, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içi talebin büyümeye katkısı azalırken net dış talebin katkısı artmıştır. Bu dönemde kamu harcamalarının büyümeye yaptığı dönemsel ek katkı dışlandığında, yurt içi talebin oldukça zayıf seyrettiği gözlenmektedir. Son çeyrekte yurt içi talebin büyümeye katkısının daha da azalacağı, net dış talebin ise ihracattaki zayıf performansa rağmen ithalattaki keskin daralma sonucunda büyümeye katkısını artıracığı öngörülmektedir.



Yılın son çeyreğine ilişkin göstergeler, küresel sorunların yurt içi yansımalarına ve iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya ilişkin öngörülenden daha olumsuz bir seyre işaret etmiştir. Tüketim ve yatırım harcamalarına ilişkin göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik seyri incelendiğinde, özel kesim talebinde gözlenen yavaşlama eğiliminin son çeyrekte güçlenerek sürdüğü görülmektedir. Öte yandan, bu dönemde küresel büyümedeki yavaşlamanın derinleşmesiyle beraber dış talebe ilişkin görünümün de kötüleştiği görülmektedir. Üçüncü çeyrekte GSYİH büyümesine yüksek bir katkı yapan kamu harcamalarının son çeyrekte de büyümeye olumlu katkı yapması beklense de, toplam nihai yurt içi talebin bir önceki çeyreğe kıyasla

gerileyerek yavaşlama eğilimini sürdürmesi beklenmektedir (Grafik 4.3.1). Özetle, son dönemde açıklanan veriler hem iç hem de dış talepteki yavaşlamanın belirginleştiğine ve yılın son çeyreğinde ekonominin bir önceki döneme kıyasla belirgin bir daralma sergileyeceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönündeki katkısının belirgin olarak arttığı öngörülmektedir (Grafik 4.3.2).<sup>1</sup>



#### 4.4. İş Gücü Maliyetleri

2001 krizi sonrası dönemde artan dış ticaret hacmi ile birlikte imalat sanayinde ara malı tedarik sisteminde önemli değişiklikler olmuş, büyük ölçekli üreticiler girdilerini artan oranlarda yan sanayilerden ve ithalattan temin eder hale gelmişlerdir. Ayrıca, şirketler küresel düzeydeki alıcı ve satıcı ağlarına giderek daha fazla dahil olmuş, bu ilişkilerin gerektirdiği kredi imkanlarından artan oranda yararlanmışlardır. Bu çerçevede, imalat sanayi üretimi ve verimliliği, iç ve dış talep ile kredi piyasasındaki gelişmelere daha da duyarlı hale gelmiştir.

Küresel düzeyde yaşanan finansal kriz 2008 yılının ikinci yarısından itibaren iç ve dış talebin belirgin olarak daralmasına yol açmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, 2008 yılı üçüncü çeyreğinde imalat sanayinde verimlilik artışlarında yavaşlama ve reel ücret endekslerinde gerilemeler gözlenmiştir (Tablo 4.4.1). Buna göre, imalat sanayi reel birim ücret

<sup>1</sup> 2009 yılı ve sonrasına dair çıktı açığı tahminleri Raporun son bölümünde yer almaktadır.

endeksinde yıllık bazdaki gerileme yüzde 2,2 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 4.4.1).

İstihdamın üretime olan esnekliğinin birden küçük olduğu varsayımı altında, önümüzdeki dönemde düşen üretimle beraber çalışan başına verimlilikte gerileme gözlemlenebileceği tahmin edilmektedir. Nitekim, yaşanan iç ve dış talep daralmasına bağlı olarak yılın dördüncü çeyreğinde başta otomotiv sektöründe olmak üzere imalat sanayi şirketleri ani üretim kesintilerine giderken istihdamdaki kesintilerin daha tedrici olduğu gözlenmiştir. Bu gözlem, verimlilik artışlarının birim iş gücü maliyetlerindeki düşüşe sağladığı katkının yılın dördüncü çeyreğinde azalacağına işaret etmektedir. Orta dönemde emek yoğun sektörlerde iş gücü verimliliğinin durağan bir seyir izlemesi, sermaye yoğun sektörlerde ise artışların sürmesi öngörülmektedir.

2008 yılının üçüncü çeyreğinde, özel imalat sanayinde taşıt araçları, makine-teçhizat, ana metal ve gıda sektörlerinde üretimde çalışan sayısı artmaya devam ederken, tekstil, giyim, kimyasal maddeler ve mineral madde sektörlerinde gerileme gözlenmiştir (Tablo 4.4.2). Bu dönemde imalat sanayi genelinde reel ücretler yıllık bazda düşüş kaydetmiştir (Tablo 4.4.3). Yılın üçüncü çeyreğinde olduğu gibi önümüzdeki dönemde de artan işsizliğin ve üretimdeki düşüş eğiliminin reel ücretler üzerinde aşağı yönde baskı yapmaya devam etmesi beklenmektedir.

Tablo 4.4.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2006		2007				2008			
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	
Üretim <sup>(1)</sup>	5,5	8,5	2,9	3,2	5,1	4,8	6,3	2,6	-2,9	
İstihdam <sup>(2)</sup>	-0,7	2,4	2,0	2,2	1,8	2,1	1,7	0,5	-2,4	
Reel Ücret <sup>(3)</sup>	0,9	-2,1	-0,5	3,5	1,6	0,6	0,0	0,2	-1,8	
Kazanç <sup>(4)</sup>	0,9	-1,3	-0,1	3,7	0,6	0,7	2,1	-0,2	-0,5	
Verimlilik <sup>(5)</sup>	6,7	5,1	0,5	1,1	3,9	2,6	3,6	2,6	0,4	
Reel Birim Ücret <sup>(6)</sup>	-5,3	-6,9	-1,0	2,5	-2,3	-2,1	-3,4	-2,4	-2,2	

(1) İmalat Sanayi Üretim Endeksi, 1997=100.

(2) İmalat Sanayi Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.

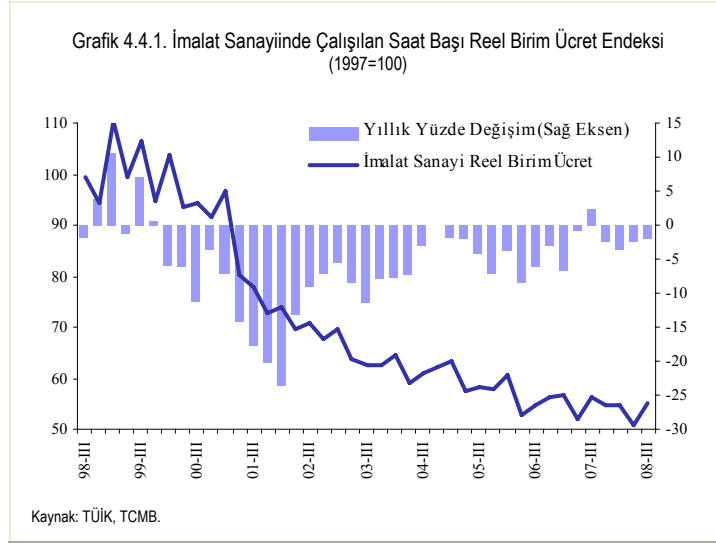
(3) İmalat Sanayi Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

(4) İmalat Sanayi Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

(5) İmalat Sanayi Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

(6) İmalat Sanayi Reel Birim Ücret Endeksi, 1997=100.

Kaynak: TÜİK, TCMB.



Tablo 4.4.2. İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışılanlar Endeksi (Yıllık Yüzde Değişim)

	2004	2005	2006	2007				2008			
	Yıllık	Yıllık	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
İmalat Sanayi	2,0	-0,7	-0,7	2,4	2,0	2,2	1,8	2,1	1,7	0,5	-2,4
Özel	3,6	0,1	-0,4	2,7	2,5	2,3	1,9	2,3	1,6	0,2	-2,1
Gıda	4,6	2,4	2,8	9,4	5,0	3,2	1,2	4,6	0,8	5,5	2,3
Tekstil	-3,3	-8,2	-5,9	1,0	2,2	1,3	-2,4	0,6	-4,7	-7,2	-9,7
Giyim	-9,9	-5,4	-11,6	-7,4	-4,3	-1,1	-1,5	-3,6	-2,8	-5,4	-8,6
Kimyasal Maddeler	2,7	0,0	-0,3	-2,6	-1,7	1,0	-1,3	-1,2	2,7	-0,4	-3,3
Met. Ol. Min. Maddeler	8,4	8,6	4,3	5,6	4,2	3,2	2,3	3,8	0,0	-2,7	-3,5
Ana Metal Sanayi	10,1	7,3	6,3	7,8	5,6	5,5	5,5	6,1	4,7	4,2	4,3
Makine-Teçhizat	15,4	0,9	4,3	6,5	2,5	4,3	4,3	4,4	7,9	7,4	5,6
Taşıtl Araçları	20,7	10,0	5,1	5,6	8,1	7,7	11,3	8,2	13,4	11,5	6,8

Kaynak: TÜİK, TCMB

Tablo 4.4.3. İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücretler (Yıllık Yüzde Değişim)

	2004	2005	2006	2007				2008			
	Yıllık	Yıllık	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
İmalat Sanayi	2,5	2,0	0,9	-2,1	-0,5	3,5	1,6	0,6	0,0	0,2	-1,8
Özel	4,8	1,7	1,9	-2,0	0,1	3,5	1,9	0,9	-0,6	-0,4	-1,5
Gıda	10,3	4,6	3,4	-7,8	-5,1	0,2	-0,4	-3,2	1,8	0,8	-1,7
Tekstil	8,5	2,3	-1,3	-4,3	-0,2	2,9	-0,5	-0,5	-2,0	-3,3	-4,1
Giyim	12,3	4,6	-2,7	-3,4	-1,7	5,0	4,2	1,0	1,1	1,7	-0,3
Kimyasal Maddeler	-2,3	1,3	2,1	3,4	4,6	1,7	5,1	3,7	-6,5	-10,3	-7,6
Met. Ol. Min. Maddeler	3,7	-0,7	1,1	-2,8	-1,3	0,7	0,7	-0,7	0,1	1,9	1,3
Ana Metal Sanayi	0,1	-0,4	-0,5	0,5	1,4	1,6	-1,0	0,6	0,2	1,3	0,3
Makine-Teçhizat	-3,3	3,5	2,3	-1,1	-2,5	7,1	-5,7	-0,7	-1,5	2,0	-5,4
Taşıtl Araçları	-7,7	-7,4	-0,8	-1,7	0,7	8,6	4,3	3,0	-10,3	-9,7	-13,6

Kaynak: TÜİK, TCMB

Bugüne kadar iş gücü maliyetlerine ilişkin veriler TÜİK tarafından sadece imalat sanayi için yayınlanmaktaydı. TÜİK, Aralık 2008’de ekonominin imalat sanayi dışındaki sektörlere ilişkin işgücü maliyetlerinin analizini

mümkün kılan yeni seriler yayınlamaya başlamıştır.<sup>2</sup> 2008 yılı üçüncü çeyreğinde, otel-lokanta hariç, ticaret-hizmet altında yer alan bütün sektörlerde çalışan başına reel cirolar gerilemiştir (Tablo 4.4.4). Bu sektörlerle ait istihdam ve brüt ücret endeksleri, çalışan başına reel ciro gelişmeleriyle birlikte değerlendirildiğinde, yılın üçüncü çeyreğinde ticaret-hizmet sektörü genelinde reel birim iş gücü maliyetlerinde artışın yavaşlayarak da olsa devam ettiğini ima etmektedir. Diğer taraftan, yılın üçüncü çeyreğinde reel ücretlerin gerilediği inşaat sektöründe, çalışan başına reel ciro artış kaydetmiştir (Tablo 4.4.4). Bu durum inşaat sektöründe reel birim iş gücü maliyetlerindeki düşüşün devam ettiğine işaret etmektedir.

Tablo 4.4.4. Ticaret – Hizmet ve İnşaat Sektörlerinde Çalışan Başına Reel Ciro (Yıllık Yüzde Değişim)

	2006					2007					2008		
	I	II	III	IV	Yıllık k	I	II	III	IV	Yıllık k	I	II	III
Ticaret – Hizmet	-13,2	0,5	-0,5	-4,7	-4,3	1,9	-6,0	-3,6	-5,6	-3,6	-6,1	-12,7	-7,9
Toptan ve perakende ticaret; bakım, onarım tamir	-15,2	-1,2	-2,6	-4,5	-5,7	0,4	-6,1	-5,0	-5,9	-4,4	-0,1	-8,2	-3,4
Taşıt araçları satışı, bakımı ve onarımı	-15,1	-14,1	-22,2	-20,1	-18,1	-9,2	-12,7	2,1	1,1	-4,6	5,7	-6,3	-12,6
Diğer toptan ticaret ve ticaret komisyonculuğu	-14,8	-2,7	-2,1	-1,1	-5,1	3,2	5,2	3,4	3,4	3,8	2,3	-10,4	-5,6
Diğer perakende ticaret; kişisel ve ev eşyası tam.	-15,9	7,3	6,6	-1,5	-0,7	4,6	-11,5	-15,5	-15,0	-10,3	-4,0	-8,6	3,7
Oteller ve lokantalar	23,0	-4,5	0,5	-19,6	-1,9	-25,3	-10,8	-3,4	-0,4	-10,1	25,3	23,2	4,0
Ulaştırma, depolama ve haberleşme	-7,6	10,7	3,7	-5,2	0,6	10,4	-8,4	-0,1	0,4	-0,1	-17,6	-16,6	-15,3
İnşaat	-1,2	1,0	5,1	5,6	3,3	0,1	6,0	-0,3	5,6	3,3	0,8	3,8	9,1
Bina	-2,7	9,8	9,9	-1,4	3,3	-3,2	1,5	1,2	15,6	5,7	13,1	15,4	13,9
Bina Dışı	1,3	-11,7	-1,3	18,5	3,2	5,6	14,1	-2,9	-9,7	-0,6	-18,1	-13,8	1,8

Kaynak: TÜİK, TCMB

Ticaret-hizmet sektöründe üretim endeksleri mevcut olmadığı için reel birim işgücü maliyetlerine gösterge olabilecek hesaplamalar ciro bazlı yapılmıştır. Buna göre, iş gücü ödemelerinin ciro içindeki payındaki değişimlerin reel birim iş gücü maliyetindeki gelişmeleri yaklaşık olarak yansıttığı varsayılmıştır. 2002 yılına ait kullanım tablosuna göre ticaret-hizmet sektöründe çalışanlara yapılan ödemeler sektör katma değerinin yüzde 21'ine karşılık gelirken, sektör toplam cirosunun yüzde 12'si kadardır. Bu baz kullanılarak hesaplanan endeks sonuçlarına göre, ticaret-hizmet genelinde işgücü ödemelerinin ciro içindeki payı son yıllarda sürekli bir artış içinde olmuştur. Diğer bir deyişle, ticaret-hizmet genelinde ciro bazlı reel birim iş gücü maliyetleri artış göstermiştir (Tablo 4.4.5).

<sup>2</sup> Kısa dönemli iş istatistikleri çerçevesinde yayınlanan bu seriler, 2005 yılı bazlı olup ticaret-hizmet ve inşaat sektörlerine ait ciro, çalışan saat, kişi ve brüt ücret-maaş endekslerini ve yalnızca inşaat sektörü için üretim endeksini içermektedir. Ticaret-hizmet sektörü endeksleri 50 ve üzerinde çalışan sayısı bulunan işyerlerinin tamamını kapsarken, 0-4 ve 5-49 arasında çalışanı bulunan işyerleri için örnekleme yöntemi kullanılmıştır. İnşaat sektörü endeksleri ise, ana faaliyeti inşaat olan 20 ve daha fazla çalışana sahip işyerlerinin tamamına ait bilgileri içermekte ve söz konusu veri seti yıllık olarak güncellenmektedir.

Tablo 4.4.5. Ticaret - Hizmet Sektörlerinde İş Gücü Ödemelerinin Ciro İçindeki Payı  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2006					2007					2008		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
Ticaret - Hizmet	29,6	7,9	7,0	10,6	12,6	2,5	7,9	10,1	11,4	8,4	10,2	22,2	10,7
Toptan ve perakende ticaret; bakım, onarım, tamir	37,0	12,5	13,3	14,2	17,9	7,7	10,7	13,7	11,4	11,4	2,0	18,6	7,2
Taşıt araçları satışı, bakımı ve onarımı	27,8	22,8	33,3	28,2	28,3	14,1	18,3	8,6	12,9	13,2	2,5	22,2	20,8
Diğer toptan ticaret ve ticaret komisyonculuğu	36,7	13,3	11,1	8,3	15,9	1,1	-8,7	-0,9	-7,0	-3,8	-3,8	19,4	5,2
Diğer perakende ticaret; kişisel ve ev eşyası tam	40,6	6,0	6,8	14,6	15,1	8,0	26,2	32,9	30,4	25,3	7,9	19,4	2,7
Oteller ve lokantalar	-8,5	10,7	3,1	31,8	9,6	42,4	23,6	12,9	11,7	20,8	-18,6	-13,9	0,5
Ulaştırma, depolama ve haberleşme	15,0	-6,9	-1,7	3,3	1,4	-9,0	6,3	4,7	1,4	1,5	19,9	17,2	12,1
İnşaat	13,6	17,0	10,4	11,8	-11,4	5,7	-5,9	1,6	-7,7	2,0	4,3	-3,7	-10,4
Bina	17,9	10,9	8,7	21,6	-13,7	9,1	-2,1	-1,2	-16,5	5,5	-6,5	-15,7	-18,3
Bina Dışı	6,9	27,5	12,0	-2,8	-7,5	0,7	-11,8	6,7	9,6	-3,7	26,9	21,2	3,5

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Ticaret-hizmet sektörünün aksine, inşaat faaliyetinde yaşanan yavaşlamaya paralel olarak reel birim iş gücü ücretlerinde 2007 yılından itibaren düşüş eğilimi ortaya çıkmıştır. Üretim bazlı reel birim ücretler 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 5,3 oranında gerileme kaydetmiştir (Tablo 4.4.6).

Tablo 4.4.6. İnşaat Sektöründe Reel Birim Ücretlerdeki Gelişmeler  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2006					2007					2008		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
İnşaat	10,3	15,6	13,9	12,8	13,1	0,2	-7,4	-5,0	-4,8	-4,3	0,1	-1,7	-5,3
Bina	12,1	19,2	18,5	14,6	16,1	-1,3	-8,5	-6,5	-6,6	-5,7	-4,0	-10,7	-10,7
Bina Dışı	8,9	13,3	9,0	8,3	9,8	5,8	-5,7	-6,5	2,4	-1,5	27,3	38,5	-9,4

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Diğer, yandan ekonomi geneli iş gücü maliyetleri açısından önemli bir gösterge olan asgari ücret, 2009 için belirlenerek kamuoyuna duyurulmuştur. 2009 yılı ilk yarısında 16 yaşını doldurmuşlar için asgari ücret bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,5 oranında artırılmıştır. Sosyal güvenlik primi işveren payı ve işsizlik sigorta priminin ilavesi ile asgari ücretin işverene toplam maliyeti de yüzde 9,5 oranında artmıştır. 2009 yılı ikinci yarısı için ise asgari ücrette yıllık bazda yüzde 8,6 artış yapılması kararlaştırılmıştır. Bu döneme ait asgari ücretin işverene maliyeti ise yüzde 8,5 oranında yükselmiştir (Tablo 4.4.7).

Tablo 4.4.7. Dönemler İtibarıyla Asgari Ücret (16 Yaş ve Üstü Çalışanlar İçin)								
	2005	2006	2007-I	2007-II	2008-I	2008-II	2009-I	2009-II
Asgari Ücret (TL)	488,7	531,0	562,5	585,0	608,4	638,0	666,0	693,0
Yıllık Yüzde Değişim	12,7	8,7	5,9	10,2	8,2	9,1	9,5	8,6

Kaynak: Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı.

Özetle, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde, ekonomik faaliyetteki yavaşlama ekonomi genelinde satış, üretim, istihdam, verimlilik gibi göstergeleri olumsuz etkilemiştir. Toplam talepteki daralmayla beraber düşen satışlara verilen ilk tepki üretim düşüşü şeklinde olurken, bunu istihdamdaki gerileme izlemiştir. İmalat sanayinde üretimdeki düşüşün istihdamdan daha belirgin olması nedeniyle verimlilik artışı yavaşlamıştır. İmalat sanayinde reel birim ücretlerdeki düşüş bu dönemde ağırlıklı olarak reel ücretlerdeki gerilemeden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, ticaret, otel-lokanta sektöründe reel ücret artışı yavaşlarken, ulaştırma-haberleşme ve inşaat sektörlerinde reel ücretler gerilemektedir. Buna göre, ticaret-hizmet genelinde reel birim maliyetler yavaşlayarak da olsa artmaya devam ederken, inşaat sektöründe reel birim ücretler düşmektedir. Son dönemde alt sektörler arasında bina inşaatı ve otel-lokanta haricindeki hizmet sektörlerinde iş gücü ödemelerinin ciro içindeki payı artışını sürdürmüştür. Bu durum, düşen cirolarla birlikte önümüzdeki dönemde istihdam kayıplarının devam edeceğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak, reel birim iş gücü maliyetlerindeki gerilemenin önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, iktisadi faaliyetteki daralmanın kapasite kullanım oranlarını düşürmek suretiyle orta ve uzun vadede maliyetleri artırıcı ve toplam faktör verimliliğini düşürücü olumsuz etkileri de ortaya çıkabilecektir. Bu çerçevede, verimliliği artırmaya yönelik yapısal reformların sürekliliğinin devam etmesi enflasyonla mücadelenin kalıcılığı açısından önem taşımaktadır.



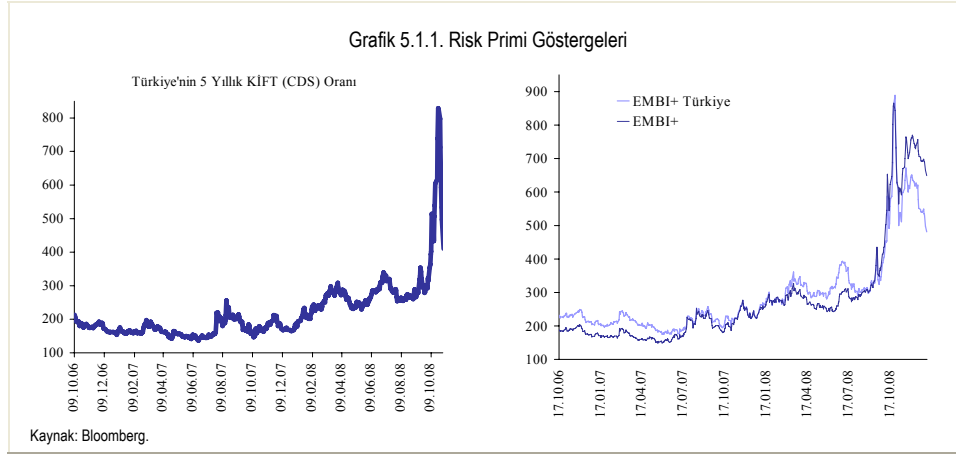


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

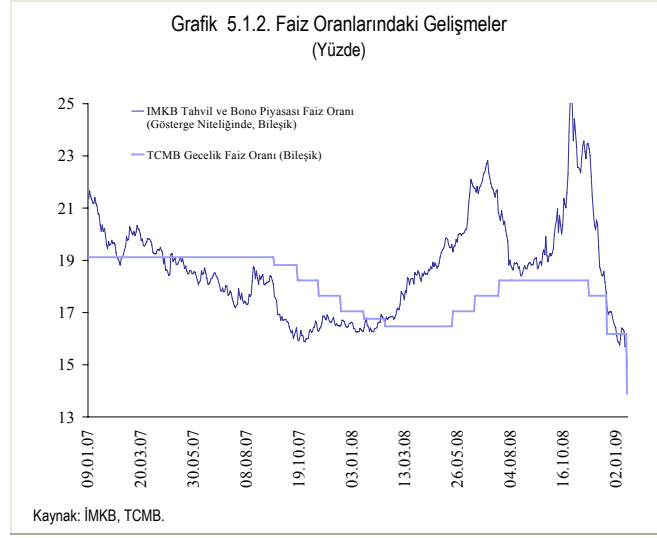
### 5.1. Finansal Piyasalar

2008 yılının dördüncü çeyreğinde, küresel para piyasalarındaki gerilim önceki döneme göre azalarak devam ederken, küresel iktisadi faaliyete ilişkin endişeler yoğunlaşmıştır. Bu dönemde finansal sisteme dair belirsizlikler bütünüyle ortadan kalkmasa da, gelişmiş ülke devlet otoriteleri ve merkez bankaları tarafından uygulamaya konulan parasal gevşeme ve mali destek paketlerinin etkisiyle bankalararası likidite sıkışıklığı azalmış, finansal sistemde kısmi bir istikrar sağlanabilmiştir. Öte yandan, açıklanan verilerin küresel ekonominin beklenenden daha derin ve uzun süreli bir durgunluk dönemine girmiş olabileceğine işaret etmesiyle, krizin finans piyasalarından reel ekonomiye kayma eğilimi belirginleşmiştir.

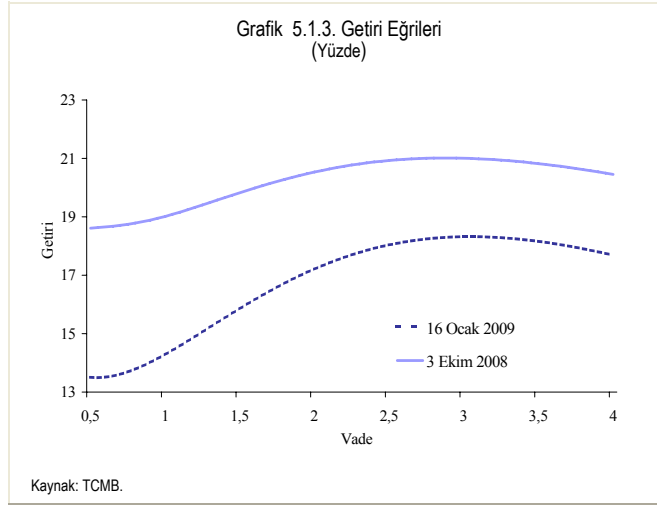
Dördüncü çeyreğin başında finansal sistemin güvenilirliğine ilişkin kaygıların artması küresel risk algılamalarında keskin bozulmalara yol açmıştır. Ekim ayının sonundan itibaren gözlenen sınırlı iyileşmeye rağmen, küresel risk algılamaları dördüncü çeyrek boyunca yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.2.3). Bu durum, gelişmekte olan ülkeleri hem portföy hem de kredi kanalından olumsuz etkileyerek küresel sermayeye erişimlerini zorlaştırmış, risk primlerinin yüksek seviyelerde seyretmesine yol açmıştır. Bunun yanı sıra, gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkan durgunluğun gelişmekte olan ekonomileri de kapsayacak şekilde küresel bir yavaşlamaya dönüştüğünün anlaşılması, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin yüksek seviyelerde kalmasına katkıda bulunmuştur. 5 yıllık Kredi İflas Takası (KİFT) primi ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksi gibi Türkiye'nin risk primine dair göstergelerde de yüksek seviyenin korunduğu gözlenmektedir (Grafik 5.1.1). Öte yandan dördüncü çeyrekte Türkiye'nin risk primi görece olarak daha iyi bir performans göstermiş ve gelişmekte olan ülkeler ortalamasının altında kalmaya devam etmiştir. Küresel ekonomik konjonktüre ilişkin belirsizlikler ortadan kalkmadan risk primleri ve diğer finansal göstergelerdeki oynaklıkta kalıcı bir düşüş beklenmemektedir.



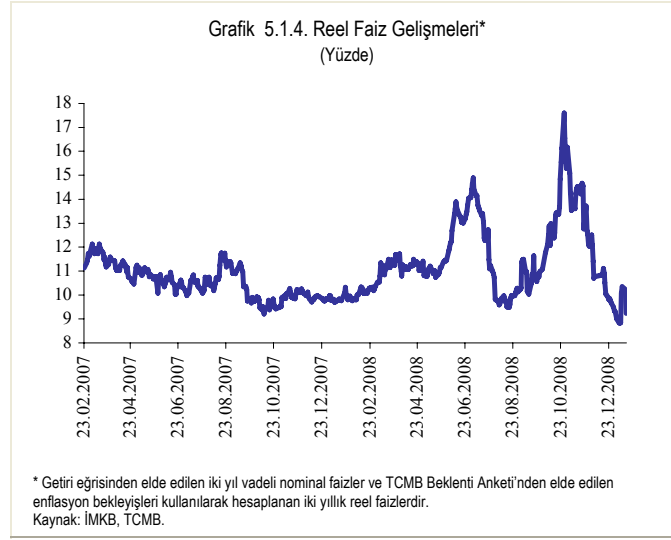
Küresel finans piyasalarında Eylül ve Ekim aylarında ortaya çıkan bozulma yurt içi piyasa faizlerinde hızlı bir yükselişe yol açmıştır. Bu dönemi takiben, risk algılamalarında gözlenen sınırlı iyileşmeyle birlikte, Ekim ayının sonunda faizler düşüş eğilimine girmiştir. Faizlerdeki düşüş eğiliminin temel belirleyicisi ise TCMB'nin bu dönemdeki faiz indirimleri olmuştur. Küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi sınırlayıcı etkilerindeki belirginleşmeyi, finansal koşullarda süregelen sıkılığı ve enflasyon görünümündeki iyileşmeyi dikkate alan TCMB, politika faizlerinde beklentilerin ötesinde indirimlere gitmiştir. Bu çerçevede, son üç ay içinde politika faizleri toplam 375 baz puan düşürülmüştür. Zaman içinde iktisadi faaliyete ve enflasyona dair açıklanan verilerin TCMB'nin hızlı faiz indirim kararlarını teyid etmesi bu dönemde para politikasının itibarını artıran bir unsur olmuştur. Bu gelişme, yeni faiz indirimlerine gidilebileceğine dair beklentilerle birleştiğinde piyasa faizlerindeki aşağı yönlü hareketi güçlendirmiştir. Tüm bu gelişmelerin sonucunda gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranı ile TCMB gecelik faiz oranı arasındaki fark kapanmıştır (Grafik 5.1.2).



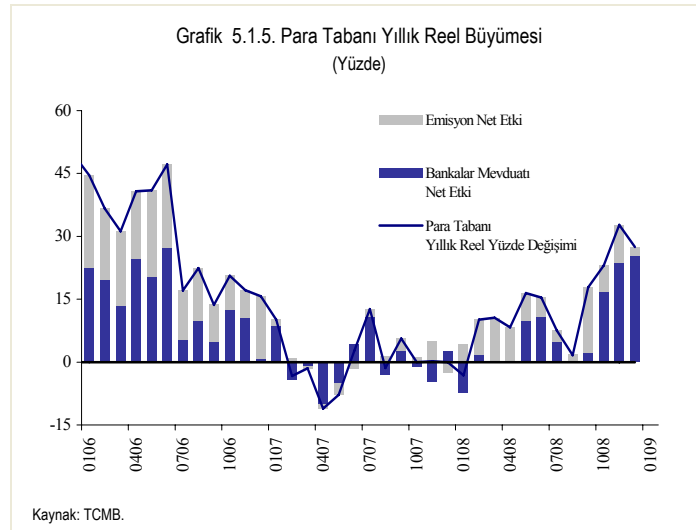
Piyasa faizlerindeki keskin düşüş eğilimi her vadede gözlenmektedir. Nitekim 16 Ocak 2009 tarihinde oluşan getiriler, 3 Ekim 2008 tarihinde oluşan getirilerin her vadede altında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.3). Öte yandan, getiri eğrisinin uzun ucundaki negatif eğimin korunması, orta vadede enflasyondaki düşüşün devam edeceği beklentisinin sürdüğüne işaret etmektedir.



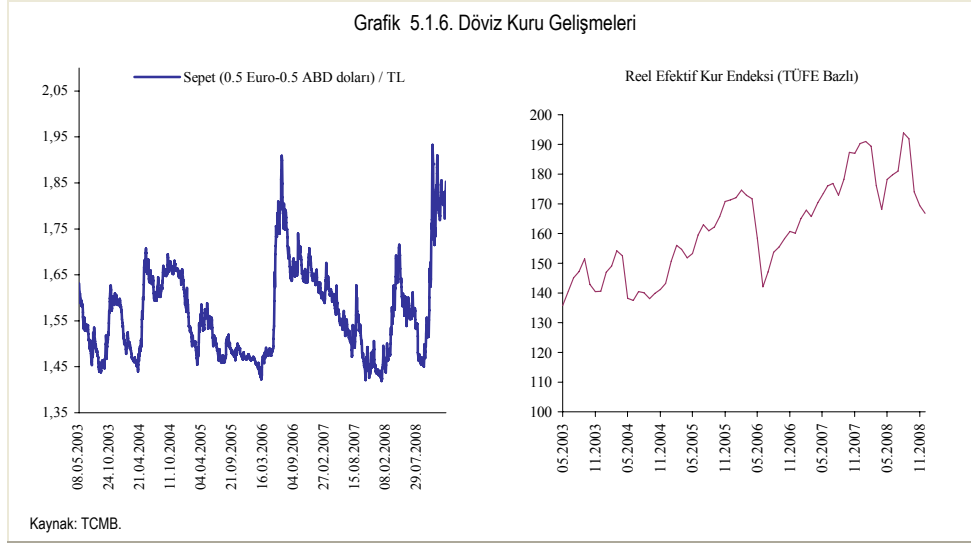
Piyasa faizlerindeki artış sonucunda dördüncü çeyreğin ilk bölümünde yüksek seviyelere çıkan orta vadeli reel faizler, TCMB'nin faiz indirimleri ile düşmeye başlamıştır (Grafik 5.1.4). Son dönemde gerçekleşen aşağı yönlü güçlü hareketle, reel faizler küresel finansal oynaklık öncesi dönemin de altındaki seviyelerde gerçekleşmektedir. Ancak, finansman koşullarından kaynaklanan ek sıkılaşma ile iç ve dış talep üzerindeki aşağı yönlü baskı göz önüne alındığında, mevcut parasal koşulların enflasyondaki düşüş eğilimine destek vermeye devam etmesi beklenmektedir.



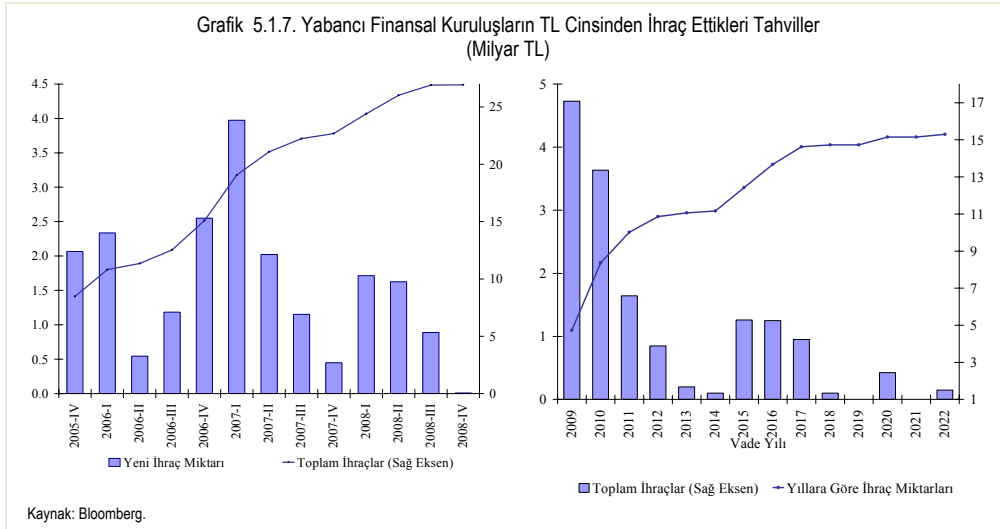
2008 yılının dördüncü çeyreğinde para tabanındaki yıllık reel büyüme hızlanmıştır. Bu gelişmede, ters para ikamesi nedeniyle hızlı artış gösteren Türk lirası mevduattaki yükseliş etkili olmuştur (Grafik 5.1.5).



Dördüncü çeyreğin ilk dönemlerinde küresel risk algılamalarındaki bozulmanın sonucunda, diğer gelişmekte olan para birimleriyle birlikte Türk lirası da gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. Değer kayıplarıyla birlikte kur oynaklığı da yüksek seviyelere çıkmıştır (Grafik 5.1.6). Riskten kaçınma eğiliminin halen yüksek seviyelerde olması gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları üzerinde potansiyel baskı oluşturmaya devam etmektedir.

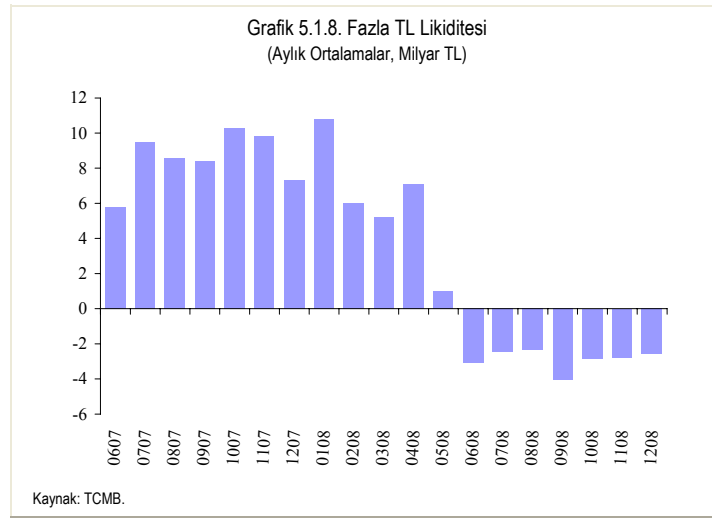


Uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel risk algılamalarındaki olumsuzluklar finansman koşullarını sıkılaştırmaya devam etmektedir. Bunun bir sonucu olarak, yurt dışında TL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı finansal kuruluşların TL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2008 yılının dördüncü çeyreğinde durmuştur (Grafik 5.1.7). Toplam tahvil stoku 16 Ocak 2009 itibarıyla 15 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Bu kıymetlere olan talebin, küresel finansmanda düzelleme süreci başlayana kadar sınırlı kalacağı düşünülmektedir.



2008 yılının ikinci yarısından itibaren gecelik piyasada ortaya çıkan likidite açığı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.8). Kısa vadeli para piyasası faiz oranlarındaki aşırı oynaklıkların önlenerek para piyasalarının

etkin ve istikrarlı çalışmasını sağlamak amacıyla TCMB, likidite açığının ortaya çıktığı dönemlerde likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir haftalık repo ihaleleri ile sağlamıştır. Repo ihalelerinde tutarlar belirlenirken gecelik piyasadaki faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşması ve gecelik borçlanma faizinin para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliğini sürdürmesi hedeflenmiştir. 2009 yılı likidite koşullarına ilişkin önemli belirsizlikler bulunmakla beraber, yılın ilk çeyreğinde kalıcı bir likidite sıkışıklığı beklenmemektedir.

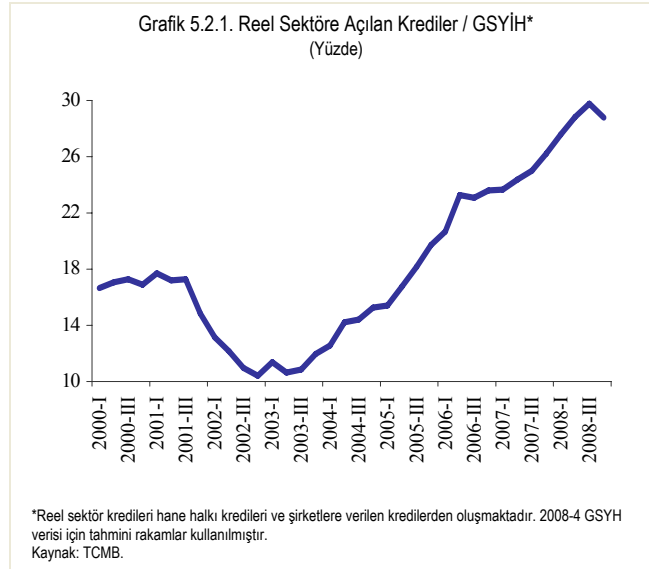


Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmakla birlikte, Merkez Bankası son dönemlerde uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunların Türk finansal sistemindeki istikrarı olumsuz etkilemesi olasılığına karşı, aktif bir politika izlemiş, özellikle döviz piyasasının etkin çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesine yönelik bir dizi önlem almıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası öncelikle 9 Ekim tarihinden itibaren kendi aracılığıyla işletilen bankalar arası Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo piyasasını yeniden açmıştır. Takip eden dönemlerde bankaların Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasındaki işlem limitlerini önemli ölçüde arttırarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltmiştir. Bunun yanı sıra Merkez Bankası tarafından bankalara sağlanabilecek döviz depolarının vadesi uzatılmış ve bankaların döviz borçlanma faiz oranları düşürülmüştür. Bu önlemlere ek olarak yabancı para zorunlu karşılık oranında indirimle gidilerek bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmıştır.

Uluslararası piyasalardaki sorunların derinleşmesi ve yurt içi finans piyasaları üzerinde olumsuz etkilerinin görülmesi halinde TCMB ilave tedbirler alacaktır. Bu doğrultuda Döviz Depo Piyasasında işlem yapma limitleri artırılabilir, Merkez Bankası tarafından bankalara sağlanabilecek döviz depolarının vadesi uzatılabilir ve faiz oranları düşürülebilir. Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında sınırlı bir miktar daha indirimle gidilebilir. Dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeyecek şekilde, döviz piyasasında derinliğin kaybolduğu dönemlerde döviz satım ihalelerine tekrar başlanabilir, bu piyasada spekülasyon davranışları sonucunda sağlıklı fiyat oluşumunun gözlenmesi halinde ise piyasaya doğrudan müdahale edilebilir.

### 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

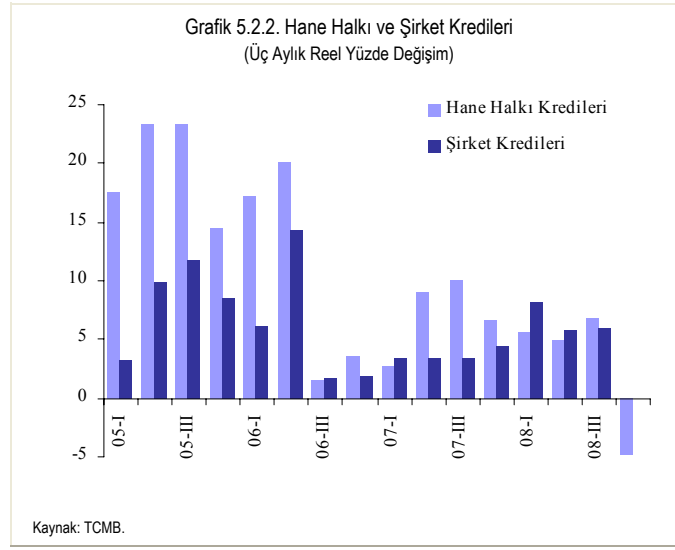
2008 yılının son çeyreğinde küresel ekonomiye dair artan belirsizlikler, yurt içi iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamayla birleşerek yurt içi kredi piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde para ve sermaye piyasalarından yabancı çıkışlarının finansal stresi artırması, iktisadi birimlerin uzun vadeli finansal sözleşmelerden kaçınması sonucunu doğurmuştur. Ayrıca azalan iç talep ve harcanabilir gelire ilişkin belirsizlikler de kredi talebini yavaşlatmıştır. Böylelikle 2002 yılından beri artışını sürdüren kredilerin milli gelire oranı azalışa geçmiştir (Grafik 5.2.1).



Kredilerde son çeyrekte gözlemlenen azalışta arz ve talep yönlü olumsuz koşullar etkili olmuştur. Yurt dışı kredi piyasalarındaki sorunların artarak

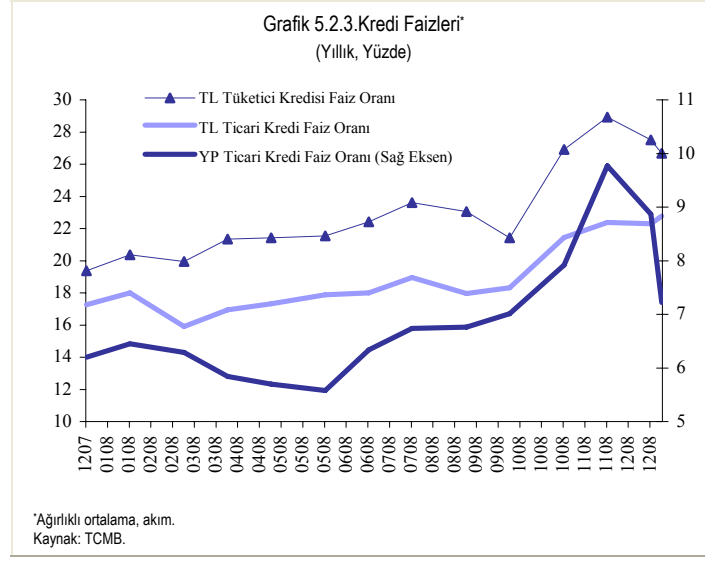


sürmesi reel kesimin dış finansmana erişim imkanını azaltmaktadır. İç finansman imkanları da bankaların kredi arzına temkinli yaklaşımları nedeniyle sınırlı kalmaktadır. Talep yönünden bakıldığında ise, iktisadi görünüme dair beklentilerin bozulması ve tüketici güveninin azalmasıyla kredi talebinin olumsuz etkilendiği görülmektedir. Kredi piyasasında görülen arz ve talep yönlü bu kısıtlar, yılın son çeyreğinde hane halkı kredilerinde yüzde 4,2, şirket kredilerinde ise yüzde 0,1 reel azalışa yol açmıştır (Grafik 5.2.2).



Tüketim eğilimindeki zayıflama, finansal koşullardaki sıkılaşıma ve kredi arzındaki daralmanın hane halkının kredi kullanımı üzerindeki olumsuz etkisi tüketici kredilerinin tüm alt kalemlerinde kendini göstermektedir. Son çeyrekte konut, taşıt ve ihtiyaç kredilerinin azaldığı, kredi kartlarından alacaklar bakiyesinin ise durgun bir seyir izlediği görülmektedir.

Bir süredir yükseliş eğiliminde olan tüketici kredileri faizlerinde Ekim ayının başında keskin bir artış gerçekleşmiştir. Bu gelişmede piyasa faizlerindeki seviye ve oynaklığın yükselmesi ve bankaların kredi koşullarını sıkılaştırma eğilimi etkili olmuştur. TCMB'nin finansal koşullarda süregelen sıkılığı ve enflasyon görünümündeki iyileşmeyi dikkate alarak faizlerde beklenenin de ötesinde indirimle gitmesiyle, kredi faizlerinde gözlenen artış eğilimi Kasım ayında alınan faiz indirim kararıyla durmuş, Aralık ve Ocak ayındaki indirim kararlarıyla da yerini düşüşe bırakmıştır. Tüketici kredi faizlerindeki belirgin düşüşe rağmen ticari kredi faizlerindeki düşüş daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.2.3). Bu durum finansman koşullarında ek bir sıkılaşıma anlamına gelmektedir.



Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin kredi arzını olumsuz etkileyerek kredilerdeki genişlemeyi sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Belirsizlik artışı, gerek bankaların doğrudan kredi olarak sunabilecekleri fonları azaltarak gerekse ekonomik birimleri likit portföy tercihlerine yönlendirerek kredi arzını sınırlamaktadır. Kredi riskinde artış algılamasının da önümüzdeki dönemde bankaların kredi arzına temkinli yaklaşmalarına yol açması beklenmektedir. Özellikle son dönemde artan tahsili gecikmiş alacaklar oranı kredi riskine atfedilen önemi artırmıştır (Tablo 5.2.1).

**Tablo 5.2.1 Tasfiye Olunacak Alacaklar**  
(Çeyreklik Oranlar, Yüzde)

	Tüketici Kredileri	Konut	Taşıt	Diğer	Kredi Kartları
2007-IV	1,36	0,62	3,80	1,64	6,67
2008-I	1,54	0,71	4,50	1,89	6,59
2008-II	1,66	0,78	4,66	2,06	6,46
2008-III	1,78	0,90	4,60	2,21	6,35
2008-IV	2,25	1,15	5,95	2,82	7,17

Kaynak: TCMB.

Küresel likidite koşullarındaki daralma nedeniyle yurt içi finansal sistemdeki akışkanlığın devamının ve kredi piyasalarının etkin biçimde çalışmasının önemi artmıştır. Bu doğrultuda, finansal sistemin aracılık faaliyetlerine destek vermek amacıyla, TCMB elindeki araçlarla etkili bir şekilde sisteme likidite sağlayacağını duyurmuştur.

Sonuç olarak, küresel ekonomide süregelen sorunlar finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesine neden olmaktadır. Son dönemde politika faizlerindeki indirimler bu durumu kısmen telafi etse de, dış krediye erişim imkanlarının

sınırlı kalacağı varsayımı altında, yurt içi kredi büyümesinde hızlı bir toparlanma beklenmemektedir. TCMB, toplam nihai yurt içi talep ile finansal sistemin sağlığına ilişkin içerdiği bilgiler nedeniyle, kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir.

## 6. Kamu Maliyesi

Son dönemlerde küresel düzeyde süregelen dalgalanmaların 2008 yılının son çeyreğinde şiddetlenerek küresel mali kriz niteliği kazanması, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de yurt içi ve yurt dışı kredi olanaklarının daralmasına ve beklentileri olumsuz dönen ekonomik birimlerin harcamalarını sınırlandırmasına yol açmıştır. Toplam talebin önemli ölçüde daraldığı, krediye erişimin zorlaştığı ve maliyetlerin arttığı bir konjonktürde ülkeler üretim kapasitesi kayıplarıyla yüz yüze gelmektedirler. Yaşanmakta olan krizin üretim kapasitesi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ve orta vadede sürdürülebilir büyümenin sağlanması bağlamında uygulanacak olan kamu politikaları daha da önemli hale gelmiştir.

Kasım ayında yapılan G20 zirvesinde, finansal piyasaların daha sıkı denetlenmesi, dünya ticaret görüşmelerinin canlandırılması, IMF kaynaklarının gelişmekte olan ülkeleri desteklemekte kullanılması gibi ilave kararlar alınmakla birlikte, hükümetlerin mali sürdürülebilirliği tehdit altına sokmayacak şekilde acil mali önlemler almaları gerektiği ortak görüş olarak benimsenmiştir. Bu çerçevede, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere pek çok ülkede iktisadi faaliyeti destekleyici para politikalarıyla bankacılık sistemlerinin kullanabileceği fonların maliyetlerini düşürme yönünde önemli girişimlerde bulunulmuştur. Benzer şekilde, birçok ülkede uygulanan maliye politikaları, bankacılık kesiminin sermaye yapılarını güçlendirici, kredi akışkanlığını etkin kılıcı ve iç talebi destekleyici yönde hayata geçirilmektedir.

Ülkemizde 2001 yılı sonrası dönemde uygulanan politikalar bankacılık sistemini güçlü bir sermaye yapısına kavuşturmuş ve etkinliğini artırmıştır. Ancak, iç ve dış talepte süregelen yavaşlamanın 2008 yılının ikinci yarısında küresel finans krizinin de etkisiyle keskin daralmaya dönüşmesi, ekonomik birimlerin finansal pozisyonunu, kredi maliyetlerini ve krediye erişimlerini olumsuz yönde etkileyerek bankacılık sisteminin etkinliğini azaltmıştır. Mevcut para politikası yaklaşımı, bankacılık sisteminin ihtiyaç duyduğu likidite ihtiyacını karşılama ve maliyetini düşürme esnekliğini içermektedir. Merkez Bankası'nın son dönemlerde aldığı politika önlemleri ile finansal istikrara ilişkin kaygılar önemli ölçüde giderilse de, ekonomik birimlerin güvenlerinde ortaya çıkan kayıpla birlikte toplam talepte ortaya çıkan ani daralma kredi akışkanlığında kısmi aksamalara neden olmaktadır.

Kredi mekanizmasında ortaya çıkan aksaklıkların giderilmesi, üretim kapasitesi ve istihdam kayıplarının sınırlandırılması açısından hayati öneme sahiptir. Bu bağlamda, öncelikleri açık olarak belirlenmiş, güven artırıcı önlemlere ağırlık veren ve orta vadede mali sürdürülebilirliği olumsuz etkilemeyecek bir maliye politikası çerçevesi önemli işleve sahip olacaktır. Bu süreçte kamu kesiminin mali disiplinden taviz vermeyen, devreselliği gözetilen yapısal bütçe gelişmelerini dikkate alan destek mekanizmaları oluşturması önem taşımaktadır. Kriz döneminde uygulanacak olan maliye politikasının orta vadede mali disiplinin sürdürülmesi, kurumsal yönetişimin güçlendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması konularında güçlü taahhütler içermesi gerekmektedir. Krize karşı alınan maliye politikası önlemleri bütçe gelir ve harcama hedeflerinden kısa vadede sapmalar yaratsa da, izlenecek olan etkin iletişim politikası çerçevesinde ekonomideki devresel daralmayı dikkate alan yapısal bütçe hedeflerine yapılacak vurgu alınacak olan önlemlerin kredibilitesi açısından önem arz etmektedir.

### ***6.1. Bütçe Gelişmeleri***

2008 yılında merkezi yönetim faiz dışı bütçe dengesi 33,6 milyar TL fazla verirken, merkezi yönetim bütçe dengesi 17,1 milyar TL açık vermiştir. Söz konusu yılda, 38 milyar TL olan faiz dışı fazla hedefine ulaşamazken, yılın ilk üç çeyreğinde faiz giderlerindeki olumlu performansın etkisiyle bütçe açığı hedeflenenin bir miktar altında gerçekleşmiştir. Faiz dışı bütçe hedefine ulaşamamasında 2008 yılının son çeyreğinde iç talepteki daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerindeki belirgin yavaşlama ile bütçe giderlerindeki hızlı artış etkili olmuştur. 2008 yılının tamamında merkezi yönetim bütçe giderleri 2007 yılına göre yüzde 10,7 artarken, merkezi yönetim bütçe gelirlerindeki artış oranı yüzde 9,7 olmuştur (Tablo 6.1.1).

2008 yılının son çeyreğinde yoğun iç borç itfasının sonucu olarak faiz giderlerinin önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 55,9 artmış olması, merkezi yönetim bütçe giderlerindeki yüksek oranlı artışın belirleyicilerinden biri olmuştur. 2008 yılının ilk üç çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,4 oranında düşen faiz harcamaları, son çeyrekteki yüksek oranlı artışın etkisiyle 2008 yılının tamamında yüzde 3,9 oranında artış göstermiştir. Diğer yandan, 2008 yılının tamamında faiz dışı bütçe giderlerindeki artış oranı yüzde 12,9 olurken, yılın son çeyreğinde söz konusu oran yüzde 16,0 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece, faiz dışı bütçe harcamaları yılın son çeyreğinde,

önceki dönemlere göre belirgin bir hızlanma sergileyerek söz konusu harcamaların 2008 yılsonu hedefinin üzerine çıkmasında etkili olmuştur. (Tablo 6.1.1 ve Tablo 6.1.2).

	2007	2008	Artış Oranı(Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	2008 Bütçe Hedefi *	2008 Bütçe Hedefi/GSYİH **
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	<b>204,07</b>	<b>225,97</b>	<b>10,7</b>	<b>101,5</b>	<b>222,6</b>	<b>22,9</b>
<b>A) Faiz Giderleri</b>	<b>48,75</b>	<b>50,66</b>	<b>3,9</b>	<b>90,5</b>	<b>56,0</b>	<b>5,8</b>
<b>B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>155,31</b>	<b>175,31</b>	<b>12,9</b>	<b>105,3</b>	<b>166,6</b>	<b>17,2</b>
I. Personel Giderleri	43,57	48,82	12,1	100,3	48,7	5,0
II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	5,80	6,40	10,3	99,9	6,4	0,7
III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	22,26	23,94	7,6	104,5	22,9	2,4
IV. Cari Transferler	63,29	70,12	10,8	101,3	69,2	7,1
V. Sermaye Giderleri	13,00	18,44	41,8	156,6	11,8	1,2
VI. Sermaye Transferleri	3,54	3,17	-10,4	152,2	2,1	0,2
VII. Borç Verme	3,85	4,41	14,7	112,1	3,9	0,4
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	<b>190,36</b>	<b>208,90</b>	<b>9,7</b>	<b>102,1</b>	<b>204,6</b>	<b>21,1</b>
<b>A) Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>184,80</b>	<b>202,79</b>	<b>9,7</b>	<b>101,7</b>	<b>199,4</b>	<b>20,5</b>
I-Vergi Gelirleri	152,84	168,09	10,0	98,2	171,2	17,6
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	48,20	54,93	14,0	104,4	52,6	5,4
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	3,65	4,09	12,1	101,5	4,0	0,4
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	63,59	67,25	5,8	94,2	71,4	7,4
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	28,97	32,77	13,1	97,8	33,5	3,5
II-Vergi Dışı Gelirler	31,87	34,30	7,6	121,6	28,2	2,9
<b>B) Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	<b>3,97</b>	<b>4,37</b>	<b>10,0</b>	<b>127,8</b>	<b>3,4</b>	<b>0,4</b>
<b>C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri</b>	<b>1,59</b>	<b>1,74</b>	<b>9,7</b>	<b>100,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-13,71</b>	<b>-17,07</b>	<b>24,5</b>	<b>94,8</b>	<b>-18,0</b>	<b>-1,9</b>
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	<b>35,04</b>	<b>33,59</b>	<b>-4,1</b>	<b>88,4</b>	<b>38,0</b>	<b>3,9</b>

\* Orta Vadeli Plan çerçevesinde bütçe hedeflerinde yapılan revizyon tabloya yansıtılmamıştır.  
\*\* 2008 yılında nominal GSYİH'nin 970,4 milyar TL düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.  
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2008 yılında faiz dışı bütçe giderlerindeki yüzde 12,9 oranındaki artışa cari transferler, sermaye giderleri ve personel giderleri sırasıyla, 4,4, 3,5 ve 3,4 puan pozitif katkı yaparken, sermaye transferleri 0,2 puan negatif katkı sağlamıştır.

Faiz dışı bütçe giderleri içinde en yüksek paya sahip olan cari transferler, 2008 yılında önceki yıla göre yüzde 10,8 oranında artarken, yılın son çeyreğinde söz konusu artış oranı yüzde 12,9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.1.1). Cari transfer ödenekleri içinde yüzde 28,0 oranında yüksek bir paya sahip olan gelirden ayrılan paylar 2008 yılında yüzde 16,5 oranında artmıştır. Söz konusu artışta, belirli bir dönem boyunca mahalli idarelere genel bütçe vergi gelirlerinden ayrılan payın yükseltilmesi etkili olmuştur.

Personel giderleri 2008 yılı yılın üçüncü çeyreğindeki yüksek oranlı artışın etkisiyle, 2008 yılında 2007 yılına kıyasla yüzde 12,1 oranında artmıştır (Grafik 6.1.1). Ağustos ayında yapılan bir düzenleme ile kurumsal ek ödemesi

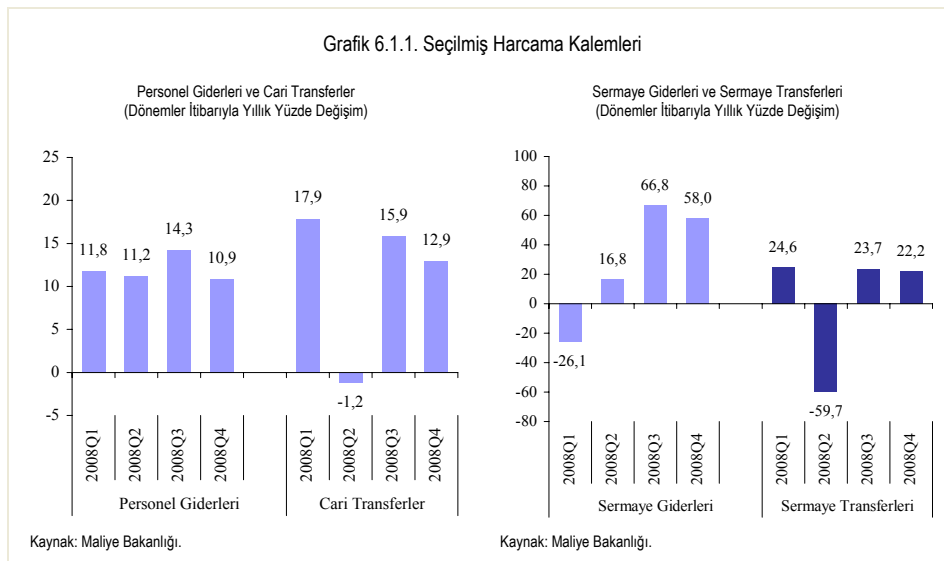
olmayan kamu görevlilerinin aylıklarında yapılan artışlar yılın ikinci yarısında personel giderlerindeki hızlanmanın belirleyicisi olmuştur. Milli hesaplar tanımındaki devletin nihai tüketim harcamalarına gösterge teşkil edebilecek personel giderleri ile mal ve hizmet alımları harcamaları, yılın son çeyreğindeki yıllık artış oranları bir önceki çeyreğin artış oranlarının altında gerçekleşmiştir.

Tablo 6.1.2. Dördüncü Çeyrekteki Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar TL)

	2007 Q4	2008 Q4	Artış Oranı(Yüzde)	Gerçekleşme/Bütçe Hedefi (Yüzde)	2008 Bütçe Hedefi *
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	<b>50,11</b>	<b>60,49</b>	<b>20,7</b>	<b>27,2</b>	<b>222,6</b>
<b>A) Faiz Giderleri</b>	<b>5,98</b>	<b>9,32</b>	<b>55,9</b>	<b>16,6</b>	<b>56,0</b>
<b>B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>44,13</b>	<b>51,17</b>	<b>16,0</b>	<b>30,7</b>	<b>166,6</b>
I. Personel Giderleri	10,53	11,68	10,9	24,0	48,7
II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	1,71	1,87	9,1	29,2	6,4
III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	8,63	8,87	2,9	38,7	22,9
IV. Cari Transferler	15,60	17,61	12,9	25,4	69,2
V. Sermaye Giderleri	5,45	8,62	58,0	73,2	11,8
VI. Sermaye Transferleri	0,92	1,12	22,2	53,7	2,1
VII. Borç Verme	1,29	1,41	9,0	35,7	3,9
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	<b>48,57</b>	<b>48,24</b>	<b>-0,7</b>	<b>23,6</b>	<b>204,6</b>
<b>A) Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>46,55</b>	<b>46,43</b>	<b>-0,3</b>	<b>23,3</b>	<b>199,4</b>
I-Vergi Gelirleri	41,18	40,81	-0,9	23,8	171,2
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	13,98	14,56	4,2	27,7	52,6
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	0,46	0,40	-11,9	10,0	4,0
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	16,63	16,39	-1,4	23,0	71,4
4. Uluslararası Ticaret ve Muamelelerden Alınan Vergiler	7,91	7,26	-8,2	21,7	33,5
II-Vergi Dışı Gelirler	5,27	5,50	4,3	19,5	28,2
<b>B) Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	<b>1,74</b>	<b>1,51</b>	<b>-13,2</b>	<b>44,1</b>	<b>3,4</b>
<b>C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri</b>	<b>0,29</b>	<b>0,30</b>	<b>4,2</b>	<b>17,5</b>	<b>1,7</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-1,53</b>	<b>-12,25</b>	<b>698,3</b>	<b>68,1</b>	<b>-18,0</b>
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	<b>4,45</b>	<b>-2,93</b>	<b>-165,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>38,0</b>

\* Orta Vadeli Plan çerçevesinde bütçe hedeflerinde yapılan revizyon tabloya yansıtılmamıştır.

Grafik 6.1.1. Seçilmiş Harcama Kalemleri

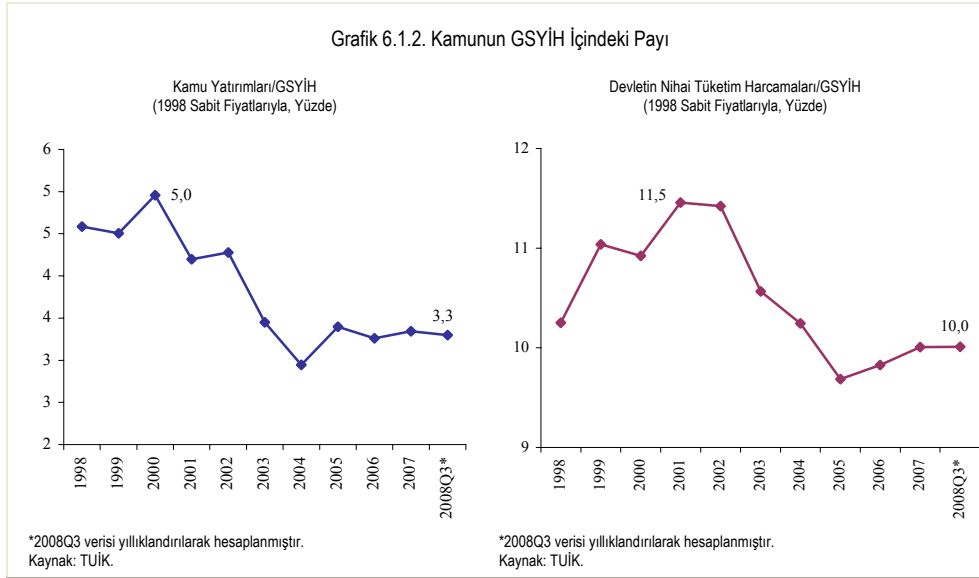


Diğer yandan, sermaye giderleri 2008 yılında önceki yıla kıyasla yüzde 41,8 oranında yüksek bir artış kaydetmiş ve yıl sonu hedefine göre gerçekleşme oranı yüzde 156,6 olmuştur. Yılın son çeyreğinde ise sermaye giderleri, üçüncü çeyrekte olduğu gibi yılın ilk iki çeyreğine göre önemli oranda hızlanarak yüzde 58,0 oranında artmıştır (Grafik 6.1.1). Karayolları Genel Müdürlüğü ve DSİ Genel Müdürlüğü yatırım gider gerçekleştirmelerinin yılın ikinci yarısından itibaren önemli oranda yükselmesi sermaye giderlerindeki yüksek oranlı artışta belirleyici olmuştur. Bütçe kapsamında gerçekleşen sermaye giderleri, yılın son çeyreğinde milli hesaplar tanımındaki kamu yatırım harcamalarındaki artışın da yüksek oranlarda gerçekleşebileceğine işaret etmektedir.

2007 yılındaki 3,5 milyar TL tutarındaki yüksek seviyesinden sonra sermaye transferleri için 2008 yılında sadece 2,1 milyar TL ödenek ayrılmıştır. 2008 yılında önceki yıla göre yüzde 10,4 oranında azalmış olmasına karşın, sermaye transferleri başlangıç ödeneğini aşarak yüzde 152,2 oranında gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde ise sermaye transferleri 2007 yılının aynı dönemine göre yüzde 22,2 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 6.1.1).

2008 yılında Güneydoğu Anadolu Projesi (GAP) Eylem Planı kapsamındaki yatırımlar ile işgücü maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla yapılan kaynak aktarımları, merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının 2008 yılı başlangıç ödeneğini aşmasında belirleyici olmuştur. Bilindiği üzere, kamu harcamaları genel iktisadi faaliyet üzerinde kısa vadede talebi destekleyerek, uzun vadede ise ekonomik kapasite artışına yol açarak etkili olmaktadır. 2000 yılından sonra toplam kamu yatırımlarının GSYİH içindeki payı uygulanan yüksek faiz dışı fazla politikaları doğrultusunda azalma eğilimi içine girmiş, son yıllarda ise yüzde 3,3 civarında istikrar kazanmıştır (Grafik 6.1.2). Bu çerçevede, 2008 yılından başlayarak GAP yatırımlarına ayrılan kaynağın artırılmasının, kamu yatırımlarının GSYİH içindeki payını yükselterek kısa ve uzun vadede istihdam artışına ve ekonomik büyümeye destek sağlaması beklenmektedir.

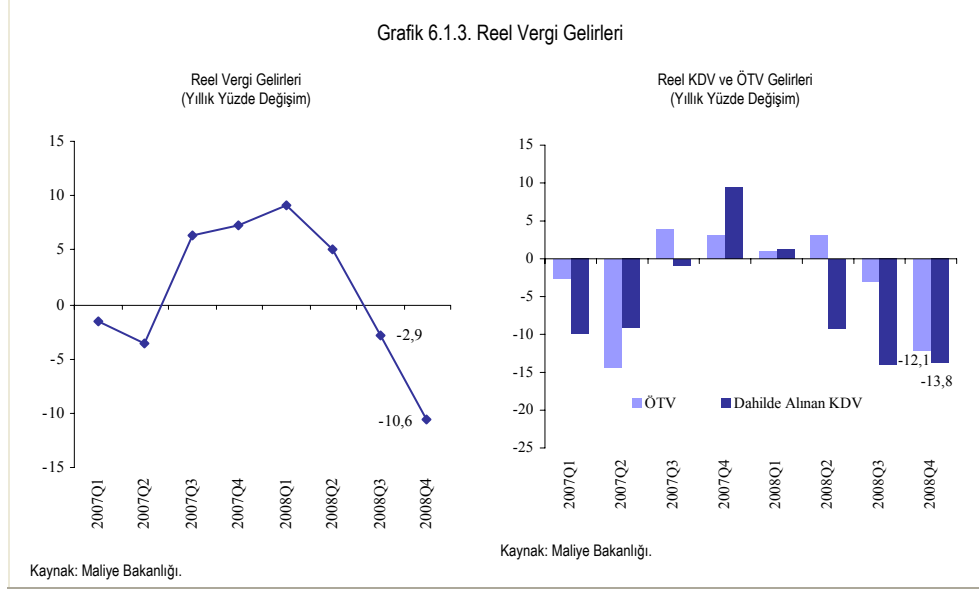




2008 yılında vergi gelirleri yıllık bazda yüzde 10,0, vergi dışı gelirler ise yüzde 7,6 oranında artmıştır. Vergi gelirlerinin ayrıntıları incelendiğinde, gelir ve kazanç üzerinden alınan vergilerin yüzde 14,0 oranında artarak vergi gelirlerindeki artışa en fazla katkıyı sağlayan kalem olduğu görülmektedir. Söz konusu gelişmede yüzde 22,9 oranında artan kurumlar vergisi tahsilatı etkili olmuştur. Kurumlar vergisi tahsilatındaki artışta 2007 yılında ve 2008 yılı ilk yarısında başta bankalar olmak üzere şirketler kesimi kârlarının yüksek düzeylerde gerçekleşmiş olması belirleyici olmuştur. 2008 yılında, dahilde alınan Katma Değer Vergisi (KDV) 2007 yılına göre değişmezken, Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) yüzde 7,0 oranında artmıştır. İthalat vergisi ise ithalat hacmindeki genişlemeye paralel olarak 2008 yılında önceki yıla kıyasla yüzde 13,1 oranında artış göstermiştir.

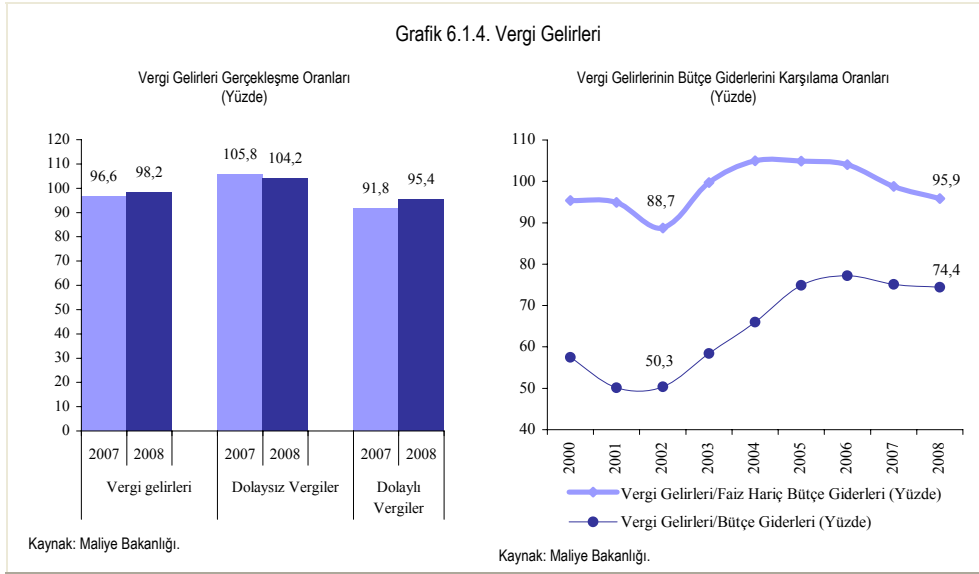
Yılın ilk üç çeyreğinde vergi gelirlerinde gözlenen olumlu performansa karşın, iktisadi faaliyetlerdeki daralmanın belirginleşmesinin bir sonucu olarak toplam vergi gelirleri 2008 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,9 oranında gerileme kaydetmiştir. Aynı dönemde, dahilde alınan KDV yüzde 4,4, ÖTV yüzde 2,6 daralmıştır. Vergi gelirleri reel bazda değerlendirildiğinde, 2008 yılı üçüncü çeyreğinde başlayan daralmanın son çeyrek itibarıyla belirginleştiği ve vergi gelirlerinin yılın son çeyreğinde reel olarak önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,6 oranında düştüğü gözlenmektedir. Aynı dönemde, daha ziyade tüketime dayalı vergiler olan dahilde alınan KDV ve ÖTV’de reel daralma oranları sırasıyla yüzde 13,8 ve

12,1 olmuştur (Grafik 6.1.3). Bu durum, yılın son çeyreğinde tüketim harcamalarında belirgin bir daralmanın olduğuna işaret etmektedir.



2008 yılında vergi gelirlerinin faiz hariç bütçe giderlerini karşılama oranı yüzde 95,9 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında yüzde 96,6 olan vergi gelirlerinin yılsonu hedefine göre gerçekleşme oranı ise 2008 yılında yüzde 98,2'ye çıkmıştır (Grafik 6.1.4). Böylece, iç talebin görece olarak zayıf olduğu 2008 yılında, vergi gelirleri performansı yılın üçüncü çeyreğinden itibaren önemli oranda düşerek yılsonu hedefinin altında gerçekleşmiştir. Son iki yılda dolaysız vergi başlangıç hedeflerinin üzerinde performans gösterirken, yurt içi talebe duyarlılığı yüksek olan dolaylı vergi gerçekleştirmelerinin başlangıç hedeflerinin altında kaldığı gözlenmiştir.

2008 yılının ilk yarısında yüzde 23,8 oranında azalmış olan vergi dışı gelirler, yılın üçüncü çeyreğindeki yüksek performans sayesinde 2008 yılında önceki yıla kıyasla yüzde 7,6 oranında artmıştır. Söz konusu artışta, 4046 ve 4447 sayılı Kanunlar çerçevesinde Özelleştirme Fonundan 6,0 milyar TL, İşsizlik Sigortası Fonundan ise 1,3 milyar TL Hazine'ye aktararak, merkezi yönetim bütçesine gelir olarak yazılması belirleyici olmuştur.



2007 yılı sonu itibarıyla, konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası, 40,7 milyar TL olan hedefin oldukça altında, 29,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.3). Bu çerçevede, 2007 yıl sonu için toplam kamuda öngörülen milli gelirin yüzde 6,5'i oranındaki faiz dışı fazla hedefi önemli ölçüde sapmış ve milli gelir revizyonunun da etkisiyle yüzde 3,5 olarak gerçekleşmiştir. Orta Vadeli Mali Çerçeve'de 2008 yılı için toplam kamuda GSYİH'nin yüzde 3,5'i oranında faiz dışı fazla verilmesi hedeflenmiştir. 2008 yılı Ekim ayında KİT'ler hariç konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi 27,0 milyar TL fazla vermiş olmasına karşın, kamu harcamalarında hedeflenenin ötesinde artış gerçekleşmesi ve iç talepteki daralma kaynaklı vergi performansındaki düşüş merkezi yönetim dışındaki diğer kamunun faiz dışı fazla performansını olumsuz etkilemiştir. Bu nedenle, 2008 yılında toplam kamu faiz dışı fazla hedefine ulaşılamayacağı düşünülmektedir.

Tablo 6.1.3. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü  
(Kümülatif, Milyar TL)\*

<b>Gerçekleşmeler</b>					
	2005	2006	2007	Eylül-2008	Ekim-2008
<b>Faiz Dışı Denge</b>	28,3	36,2	29,2	28,1	-
<b>Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)</b>	23,6	34,6	26,7	26,1	27,0
Merkezi Yönetim Bütçesi	24,1	33,5	21,7	22,2	23,9
<b>Toplam Denge</b>	-4,2	-1,2	-10,0	-4,7	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	-11,5	-6,9	-20,7	-14,2	-14,3
<b>Hedefler</b>					
<b>Ayarlanmış Program**</b>					
Faiz Dışı Denge	30,4	34,5	40,7		
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	26,7	31,8	38,2		
Toplam Denge	-19,7	-6,5	-5,5		

\* 2008 yılı verileri geçicidir.

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

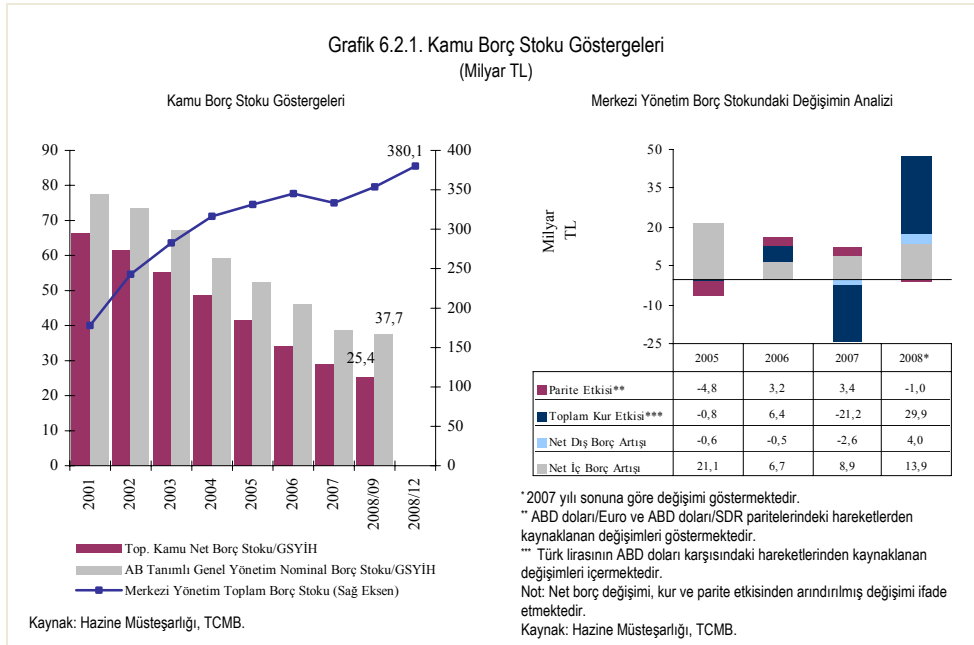
Not: Konsolide Kamu Sektörü = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fonlar (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.

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

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

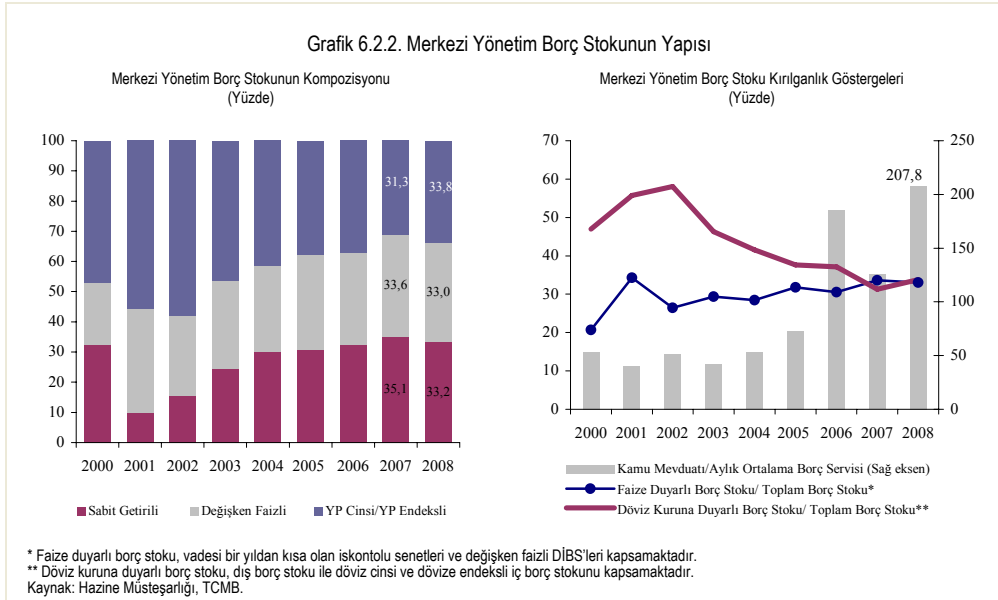
## 6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

2008 yılı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2007 yıl sonuna göre yüzde 14,0 oranında artış göstererek 380,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, merkezi yönetim borç stokunda görülen 46,7 milyar TL tutarındaki artışın 29,9 milyar TL'si toplam kur etkisinden, 13,9 milyar TL'si net iç borç artışından ve 4,0 milyar TL'si net dış borç artışından kaynaklanırken, parite değişimi borç stokunu 1,0 milyar TL azaltıcı yönde etkide bulunmuştur. Diğer yandan, 2008 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 25,4'e gerilerken, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 37,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Orta Vadeli Mali Çerçeve'de kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme eğiliminin 2012 yılına kadar devam etmesi ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranınının 2012 yılında yüzde 30 düzeyine kadar gerilemesi hedeflenmektedir. Söz konusu iyileşmenin gerçekleşmesinde bütçe hedeflerine ulaşılmasının ve öngörülen düzeyde özelleştirme geliri elde edilmesinin temel belirleyiciler olacağı düşünülmektedir.

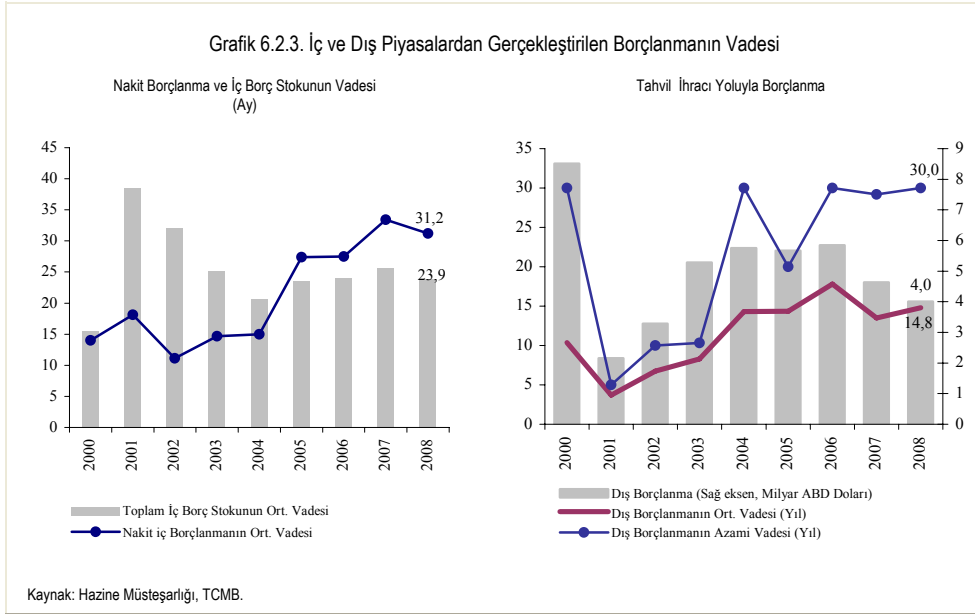


2008 yılı itibarıyla, 2007 yıl sonuna göre merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili ve değişken faizli borç senetlerinin payı azalırken, döviz kurundaki gelişmelere duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endekli) borç senetlerinin payı Ekim ayından itibaren TL'nin değer kaybetmesine bağlı

olarak artmıştır (Grafik 6.2.2). 2003 yılından bu yana stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanan borç ve risk yönetimi politikalarının ve sağlanan makroekonomik istikrarın katkısıyla kamu borç portföyünün likidite, faiz oranı ve döviz kuru risklerine karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. Söz konusu istikrar ortamında, belirgin bir düşüş eğilimi sergileyerek 2008 yılı Eylül ayında yüzde 30,2 olarak gerçekleşen döviz kuruna duyarlı olan kısım, yılsonu itibarıyla yüzde 33,8 düzeyine çıkmıştır. Son dönemde döviz kurlarında görülen yukarı yönlü eğilim dikkate alındığında, döviz kuruna duyarlı borç stoğunun TL karşılığının artması kaçınılmaz görülmektedir. Bununla birlikte, mevcut döviz cinsi borç stokunun nispeten uzun vadeli olması ve Hazine'nin önemli miktarda döviz mevduatına sahip olması, kurdaki oynaklıktan kaynaklanan riskleri kamu kesimi açısından sınırlamaktadır.



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2008 yılı Kasım ayında yüzde 207,8 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi 2008 yılı sonu itibarıyla 31,2 ay olarak gerçekleşmiştir. Nakit borçlanmanın ortalama vadesinin 2007 yılı ortalamasına göre kısalmasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2008 yılı sonunda 23,9 aya düşmüştür. Ayrıca, 2008 yılında, tahvil ihracı yoluyla 4,0 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 14,8 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).





## 7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde, tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon, çıktı açığı tahminleri ve para politikası görünümü sunulmaktadır. Önümüzdeki döneme ilişkin en önemli belirsizliğin küresel finans piyasalarındaki sorunların reel ekonomi üzerindeki etkilerine ve küresel toparlanmanın zamanlamasına ilişkin olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla, enflasyon ve para politikasının orta vadedeki görünümü, küresel ekonomideki gelişmelere büyük ölçüde bağlı olacaktır. Bu noktadan hareketle, para politikasının öngörülebilirliğine katkıda bulunmak amacıyla, baz senaryoya ilaveten, küresel toparlanmanın zamanlamasına ve boyutuna ilişkin farklı varsayımlar altında iki alternatif senaryo daha oluşturulmuştur. Tahminler önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

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

Orta vadeli tahminlere temel oluşturan varsayımlar, yurt içi ekonomik faaliyete ve dışsal unsurlara ilişkin olarak iki grupta ele alınmaktadır. Söz konusu varsayımlar Ekim 2008 Enflasyon Raporu'ndan bu yana açıklanan veriler ışığında güncellenmiş ve Rapor'un bütününde ortaya koyulan bilgi, analiz ve uzman görüşleriyle toplulaştırılmıştır.

Geçtiğimiz çeyrekte, emtia fiyatlarının düşmesi ve iktisadi faaliyetin yavaşlamasıyla enflasyon görünümünde önemli değişimler ortaya çıkmıştır. Toplam talep koşulları geçtiğimiz tahmin döneminde öngörülenden daha zayıf seyretmiş ve yurt içi talepteki daralma ve ithalat fiyatlarındaki keskin gerileme neticesinde döviz kurundan fiyatlara geçişkenlik beklenenin belirgin şekilde altında olmuştur. Buna bağlı olarak 2008 yıl sonu enflasyonu yüzde 10,1 olarak gerçekleşmiş ve tahminlerimizin 1 puan altında kalmıştır. Dolayısıyla, orta vadeli tahminlerimize temel oluşturan başlangıç noktası 1 puan aşağı çekilmiştir.

Ekim Enflasyon Raporu'nda sunduğumuz tahminler, 2008 yılının geri kalan dönemi için yurt içi iktisadi faaliyette yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmişti. Geçen süre zarfında üçüncü çeyreğe ilişkin açıklanan GSYİH verileri, yurt içi talepte yılın ilk iki çeyreğinde gözlenen daralmanın üçüncü çeyrekte de devam ettiğini göstermektedir. Yılın son çeyreğine ilişkin veriler



ise ekonomideki yavaşlamanın derinleşerek sürdüğünü göstermektedir. Buna bağlı olarak, 2008 yılının dördüncü çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminlerimiz belirgin olarak aşağı yönlü olarak güncellenmiştir. Bu güncelleme enflasyon ve para politikası görünümünün değişmesine yol açan en önemli unsurlardan biri olmuştur.

Bir önceki tahmin döneminde, dış talebin toplam talebe olan katkısının artacağı, ancak ticaret ortağımız olan ülkelerin iktisadi faaliyetindeki daralmanın bu katkıyı sınırlayacağı vurgulanmıştı. Son çeyreğe ilişkin açıklanan veriler bu öngörülerimizi doğrulamakla birlikte, dünya ekonomisindeki daralmanın beklenenden daha derin olması nedeniyle dış talebin toplam talebe katkısının bir önceki dönemde öngörülene kıyasla daha düşük olacağına işaret etmektedir.

Sonuç olarak, yakın dönemde açıklanan veriler, uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların önceki tahminlere göre daha uzun süre etkili olacağına işaret etmektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde, küresel ekonomideki sorunların ve kredi koşullarındaki sıkılığın yurt içi talebi öngörülenden daha uzun bir süre kısıtlayacağı düşünülmektedir. Mevcut kısa ve orta vadeli görünüm çerçevesinde, toplam talebin enflasyon üzerindeki aşağı yönlü etkisinin 2009 yılında da sürmesi beklenmektedir.

Tüketici kredilerindeki gelişmeler finansal koşullardaki sıkılığın devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketici kredileri, 2008 yılının son çeyreğinde nominal bazda azalmıştır. Her ne kadar yakın dönemde yapılan parasal gevşemenin kredi piyasasını bir miktar canlandıracağı düşünülse de risk algılamalarındaki bozulma ve küresel kredi koşullarındaki sıkılığa bağlı olarak önümüzdeki dönemde de kredilerdeki artışın sınırlı düzeylerde olması beklenmektedir. Dolayısıyla, tahminler üretilirken kredi koşullarının bir önceki tahmin dönemine göre bir miktar daha sıkı olduğu bir çerçeve göz önünde bulundurulmuştur.

Küresel finans piyasalarındaki sorunların derinleşmesiyle risk algılamaları artmış ve buna bağlı olarak Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin paralarında Eylül ve Ekim aylarında belirgin değer kayıpları olmuştur. Kasım ayı ile birlikte döviz kurları daha istikrarlı bir seyir izlemeye başlamıştır. Ekim Enflasyon Raporu'nda iç talepteki belirgin yavaşlamanın döviz kurundan fiyatlara geçişi sınırlayacağı, dolayısıyla döviz

kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin geçmiş dönemlere göre daha zayıf olacağını tahmin edildiği vurgulanmıştı. Bu çerçevede, döviz kuru hareketlerinin 2008 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 1,2 puan, 2009 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin ise 1,5 puana ulaşacağı tahmin edilmişti. 2008 yılı son çeyreğinde döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin öngörülerimizden daha düşük olduğu görülmüştür. 2009 yılında da döviz kurlarından fiyatlara geçişkenliğin sınırlı olması beklenmektedir.

Geçtiğimiz çeyrek içinde, işlenmiş gıda fiyatları beklenenden daha olumlu bir seyir izlerken işlenmemiş gıda enflasyonu 2008 yıl sonu için beklenenden daha yüksek gerçekleşmiş, genel olarak ise gıda fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda sunulan patikaya benzer bir seyir izlemiştir. Bu Rapor dönemi için de gıda enflasyonu varsayımı aynı şekilde korunmuş, 2009 yıl sonu için yüzde 7,5 ve sonrası için de yüzde 6 olarak varsayılmıştır.

Petrol fiyatlarındaki düşüş, 2009 yıl sonu enflasyon tahminlerimizi aşağı çeken temel gelişmelerden biri olmuştur. Ekim Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda tahmin ufku boyunca petrol fiyatlarının 80 ABD doları düzeyinde seyredeceğini varsaymıştık. Ancak, 2008 yılının son çeyreğinde petrol fiyatları 56 ABD doları civarında gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönem için oluşan vadeli fiyatlar da göz önünde bulundurularak, petrol fiyatlarının 55 ABD doları düzeyinde seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

İçinde bulunduğumuz konjonktür itibarıyla yurt dışı iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar, orta vadeli tahminlerimizin oluşturulmasında her zamankinden daha önemli bir rol oynamaktadır. Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından bu yana açıklanan verilere bakıldığında küresel ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın öngörülenden daha derin olduğu ve daha uzun süreceği görülmektedir. Dolayısıyla, geçtiğimiz süre içerisinde küresel büyüme tahminleri belirgin bir şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. "Consensus Forecast" Ocak 2009 bülteninde yer alan tahminlere göre gelişmiş ülkelerin ekonomileri 2009 yılı boyunca daralmaya devam edecek, 2010 yılında kademeli olarak toparlanmaya başlayacaktır. Dolayısıyla, baz senaryo oluşturulurken küresel toparlanmanın ve buna bağlı olarak dış talepte canlanmanın ancak 2010 yılının ilk çeyreğinde başlayacağı bir çerçeve öngörülmüştür. Buna göre, Consensus Forecast Ocak 2009 bülteninde yer alan son tahminler esas alınarak, en büyük ihracat pazarımız olan Euro bölgesi için

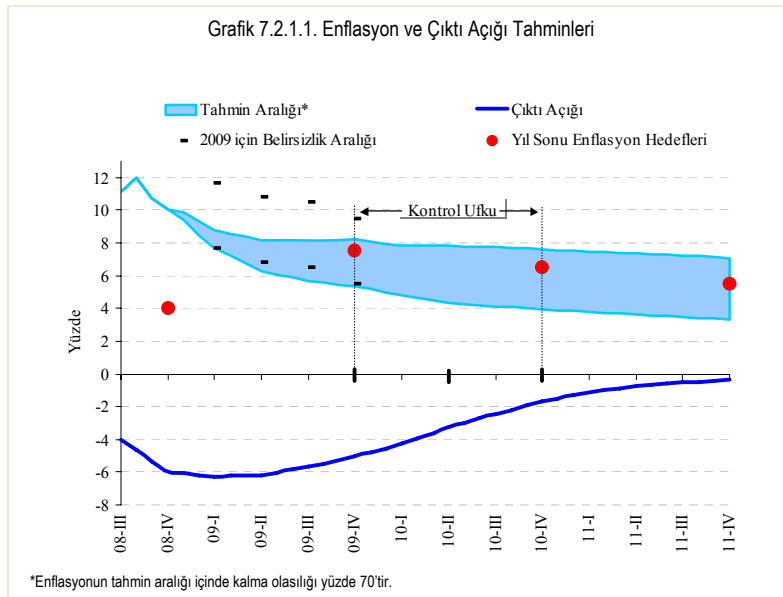
2009 yılında büyümenin yüzde  $-1,4$ , enflasyonun ise yüzde 1 olacağı varsayılmıştır. Aynı değişkenler için 2010 yılı varsayımları ise yüzde 0,8 ve yüzde 1,7 olarak belirlenmiştir.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Rapor'un bu bölümünde, bir önceki bölümde detaylı olarak açıklanan kısa vadeli öngörüler ve varsayımlar doğrultusunda oluşturulan baz senaryoya göre üretilen tahminler yer almaktadır. Baz senaryoya ilaveten, küresel ekonomideki toparlanmanın zamanlamasına ve boyutuna ilişkin farklı varsayımlar altında iki alternatif senaryo daha oluşturulmakta ve bu çerçevede üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri de sunulmaktadır.

### 7.2.1. Baz Senaryo

Önceki bölümde anlatılan öngörü ve varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, yılın ilk aylarında faiz indirimlerinin yavaşlayarak sürdüğü varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 5,4 ile 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,8), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4 ile 7,6 aralığında (orta noktası yüzde 5,8) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılı sonunda ise enflasyonun yüzde 5,2 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1.1).



Özetle, enerji fiyatlarındaki düşüş ve toplam talebin zayıf seyri nedeniyle orta vadeli enflasyon tahminlerinde aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Tahminlerimiz, son dönemde gerçekleşen faiz indirimlerine rağmen yıl sonunda enflasyonun hedefin altında kalma olasılığının arttığına işaret etmektedir.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikasının duruşunu değiştirmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

### *7.2.2. Alternatif Senaryolar*

Yukarıda da belirtildiği gibi, orta vadede enflasyon ve para politikası görünümünün büyük ölçüde küresel ekonomideki gelişmelere duyarlı olacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda, küresel toparlanmanın zamanı ve boyutuna ilişkin farklı varsayımlar altında iki alternatif senaryo daha üretilmiştir. Bu analizlerin para politikasının öngörülebilirliğine katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Baz senaryoya alternatif olarak oluşturulan bu iki senaryo, enflasyon tahminlerine emtia fiyatları, portföy, kredi ve dış ticaret kanalı olmak üzere dört kanaldan yansıtılmıştır. Örneğin, küresel ekonomideki toparlanmanın daha gecikmeli ve yavaş olduğu bir senaryoda emtia fiyatlarının daha da düşmesi, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının olması, kredi koşullarının daha da sıkılaşması ve dış talepteki toparlanmanın geç ve yavaş olması beklenir. Küresel ekonomik faaliyetin daha erken ve hızlı olduğu bir senaryoda ise emtia fiyatları yükselecek, ülkeye sermaye girişleri başlayacak, kredi koşullarındaki sıkılık azalacak ve dış talep daha hızlı toparlanacaktır.

Birinci senaryoda dünya ekonomisinin, alınan önlemler sonucunda baz senaryoya kıyasla daha erken ve hızlı toparlanacağı ve 2009 yılının ikinci yarısından itibaren canlanmaya başlayacağı varsayılmaktadır. Buna bağlı olarak emtia fiyatlarının yılın ikinci yarısından itibaren artmaya başlayacağı, bu bağlamda petrol fiyatlarının 2009 yıl sonu itibarıyla 75 ABD dolarına çıkarak tahmin ufku boyunca bu seviyelerde kalacağı varsayılmaktadır. Bu senaryoda kredi koşullarının yılın ikinci yarısından itibaren baz senaryoya göre daha gevşek olacağı varsayılmaktadır. Yine baz senaryo ile kıyaslandığında, sermaye

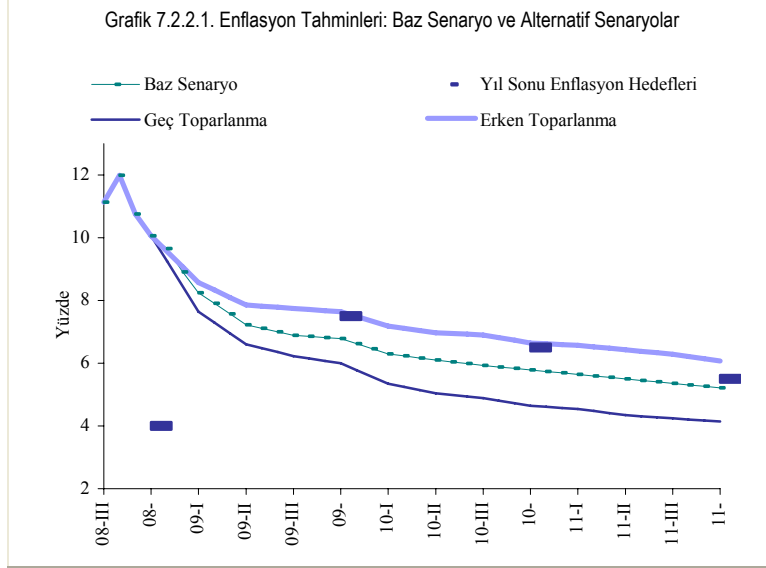
girişlerinin artacağı ve dünyadaki erken toparlanmaya bağlı olarak dış talebin de daha erken canlanacağı varsayılmaktadır. Talepteki canlanmaya bağlı olarak gıda enflasyonunun baz senaryoya göre daha yüksek seyredeceği; dolayısıyla 2009 yıl sonu itibarıyla yüzde 9,5, sonrasında ise yüzde 8,5 olacağı varsayılmaktadır.

Böyle bir senaryo göz önüne alınarak yapılan projeksiyonlara göre, 2009 yılının sonların doğru politika faizlerinde ölçülü artışlar yapılacağı varsayımı altında, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 6,2 ile yüzde 9 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılı sonunda yüzde 4,8 ile yüzde 8,4 arasında (orta noktası 6,6), 2011 yılında ise yüzde 6,1 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. (Grafik 7.2.2.1). Bu senaryoda dünya ekonomisi daha erken ve hızlı toparlanacağından toplam talep koşullarının ve emtia fiyatlarının seyri, enflasyonun baz senaryoya göre daha yüksek olmasına yol açacaktır. Sonuç olarak bu tahminler, dünya ekonomisinde beklenenden erken ve hızlı bir toparlanma olması halinde, 2009-2011 yılları için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olan enflasyon hedeflerine ulaşılabilmesi için 2009 yılının sonlarına doğru ölçülü faiz artırımlarına gidilmesinin gerekebileceğine işaret etmektedir.

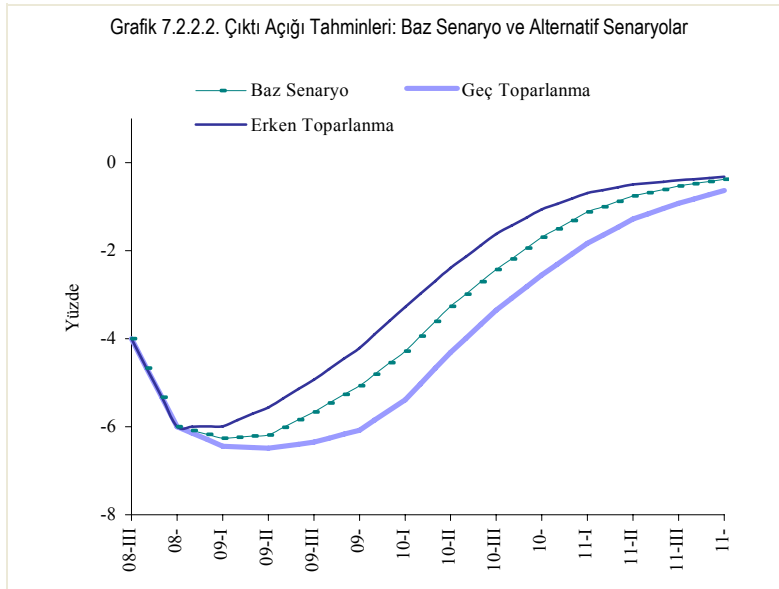
İkinci senaryoda küresel krizin 2009 yılının ilk yarısında daha da derinleşeceği ve dünya ekonomisinin ancak 2010 yılının ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlayacağı varsayılmaktadır. Buna bağlı olarak, küresel ekonomide daha geç ve daha yavaş bir toparlanma olacağına anlaşılmasıyla emtia fiyatlarının daha da düşeceği ve petrol fiyatlarının 2009 yıl sonu itibarıyla 35 ABD dolarına düşerek tahmin ufku boyunca bu seviyede kalacağı varsayılmaktadır. Bu senaryoda kredi koşullarının daha da sıkılaşacağı, sermaye çıkışlarının olacağı ve dünya ekonomisindeki geç toparlanmaya bağlı olarak dış talebin de uzun bir süre zayıf seyredeceği varsayılmaktadır. Gıda enflasyonunun baz senaryoya göre daha düşük olacağı; dolayısıyla 2009 yıl sonu itibarıyla yüzde 5,5, sonrasında ise yüzde 3,5 olacağı varsayılmaktadır.

Bu varsayımlar doğrultusunda elde edilen projeksiyonlara göre, 2009 yılı boyunca ölçülü faiz indirimlerinin devam edeceği varsayımı altında, enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 4,6 ile yüzde 7,4 arasında (orta noktası 6), 2010 yılı sonunda yüzde 2,8 ile yüzde 6,4 arasında (orta noktası 4,6), 2011 yılında ise yüzde 4,1 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Sonuç olarak bu tahminler, küresel ekonomide beklenenden daha uzun süreli bir durgunluk yaşanması halinde, 2009 yılı boyunca ölçülü faiz

indirimlerinin devam etmesi durumunda dahi enflasyonun orta vadeli hedeflerin altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 7.2.2.1).



Her iki senaryoya göre üretilen çıktı açığı tahminleri ise Grafik 7.2.2.2’de sunulmaktadır. Buna göre çıktı açığı, birinci senaryoda dünya ekonomisindeki erken ve hızlı toparlanmaya bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinden itibaren kademeli olarak kapanırken; ikinci senaryoda açılmaya devam etmekte ve ancak 2010 yılının başlarından itibaren kapanmaya başlamaktadır.



### 7.3. Sonuç

2008 yılının son çeyreğinde, finansal kriz küresel durgunluğa dönüşürken, hem iç hem de dış talepte sert bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak emtia fiyatları da keskin bir düşüş göstermiştir. Son dönemde küresel büyümeye ilişkin tahminler ardı ardına aşağı yönlü güncellenmekte, buna rağmen risklerin halen aşağı yönlü olduğu ifade edilmektedir. Bütün bu gelişmeler 2009 yılı sonunda enflasyonun hedefin altında gerçekleşme olasılığını artırmıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası son üç ayda politika faizlerini 375 baz puan indirmiştir. Bunun yanında, finansal piyasalarımızın etkin bir şekilde işlemeye devam etmesini sağlamak amacıyla Ekim ayından bu yana bir dizi önlem alınmıştır. Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmemek kaydıyla, uluslararası piyasalardaki sorunların ekonomimiz üzerindeki etkilerini sınırlamak için üzerine düşen tedbirleri almaya devam edecektir.

Küresel finans piyasalarındaki sorunların reel ekonomi üzerindeki etkilerinin boyutuna ilişkin belirsizlikler halen yüksek seviyelerde seyretmektedir. Küresel krize karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir, fakat bu tek başına yeterli değildir. Mevcut şokların ekonomiye etkisinin sınırlı kalması için, mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam ettirilmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışlarının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

## KUTU 7.1. ENFLASYON HEDEFLERİ UYGULAYAN ÜLKELERDE HESAP VERME MEKANİZMASI

Para politikasının yürütülmesi ve performansı ile ilgili olarak kamuoyunun, hükümetin ya da parlamentonun zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin en temel özelliklerinden biri olarak genel kabul görmektedir. Hesap verebilirlik şeklinde adlandırılan bu faaliyet, tanımı gereği iletişim politikası ve şeffaflık ile birbirini tamamlayan, iç içe geçmiş bir süreçtir. Hesap verebilirlik, etkin bir iletişim politikası ve şeffaflıkla birlikte, para politikasını politik baskılardan koruyarak merkez bankasının bağımsızlığını ve kredibilitesini güçlendirmekte ve para politikasının etkinliğini artırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere bakıldığında, hesap verme mekanizmasının işleyişinin, gerek sıklığı gerekse içeriği bakımından farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Bu kutuda, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi uygulayan 22 ülkenin uygulamaları incelenmiş ve en yaygın hesap verme araçları aşağıda başlıklar halinde sıralanmıştır (Tablo1):

**Hükümetin, ilgili bakanların, parlamentonun ve/veya parlamentodaki ilgili komitelerin özel raporlar ya da sözlü sunumlar yoluyla bilgilendirilmesi:** İncelenen ülkelerin hemen tamamı kanunen siyasi otoriteye ve/veya parlamentoya para politikası uygulamaları, sonuçları, enflasyon görünümü ve ileriye yönelik stratejileri ile ilgili bilgi vermekle yükümlü kılınmıştır. Bu yükümlülük genellikle belli aralıklarla hazırlanan özel bir raporun ilgili mercilere gönderilmesi şeklinde yerine getirilirken, bazı ülkelerde, merkez bankası başkanının ve üst yönetiminin bir sunum yapması ve soruları cevaplaması şeklinde de yerine getirilebilmektedir (Örneğin: Avustralya, İsveç, Güney Afrika, Kanada, Macaristan, Norveç, Şili, Türkiye). Uygulamada, sıklık ve nitelik bakımından kanunen gerekli olandan daha sık bilgilendirme olduğu ya da zorunlu olmamakla birlikte sunum yapıldığı görülebilmektedir (Örneğin: Avustralya, Macaristan, Norveç).

**Periyodik Enflasyon / Para Politikası Raporu yayımlanması:** Bu rapor, genellikle enflasyon hedeflemesi rejiminin temel iletişim aracı olarak kabul edilmekte ve hesap verme mekanizmasının en yaygın aracı olarak görülmektedir. İncelenen ülkelerin çoğunda üçer aylık dönemler itibarıyla yayımlanan ve enflasyon gelişmeleri, para politikası tepkisi ve ileriye yönelik enflasyon tahminlerinin yer aldığı bu raporlar, bazı ülkelerde hükümete ve/veya parlamentoya da sunulmaktadır (Örneğin: Endonezya, Kanada, Kore, Yeni Zelanda).

**Yıllık rapor yayımlanması:** Yıllık rapor, genellikle bankanın o yıl içindeki finansal ve para politikası faaliyetlerini, performansını, bilanço ve diğer finansal tabloları ile denetleme raporlarını içerecek şekilde hazırlanmakta ve yayımlanmaktadır. İncelenen ülkelerin çoğunda, yıllık rapor kanuni hesap verme yükümlülüğünün bir parçası olarak siyasi otoriteye ya da parlamentoya da sunulmaktadır (Örneğin: Avustralya, Endonezya, Filipinler, İngiltere, İsrail, İsveç, Kanada, Meksika, Norveç, Romanya).

**Para politikası karar toplantılarına ilişkin toplantı tutanak veya özellerinin yayımlanması:** Ülkelerin büyük bir çoğunluğunda, önceden açıklanmış bir takvim çerçevesinde yapılan para politikası karar toplantılarından hemen sonra faiz kararları kısa gerekçesiyle birlikte açıklanmaktadır. Ancak incelenen ülkelerin yarısına yakınında toplantı tutanakları ile ilgili ek bilgi yayımlanmamaktadır. Toplantı tutanaklarına dair bilgi veren ülkelerde ise genellikle toplantıda ele alınan konuların özeti, faiz kararının arkasında yatan nedenler ve bazen karar alma organını oluşturan üyelerin görüşleri yayımlanmaktadır. Karara ilişkin oylama detayları ise nadiren açıklanmaktadır.

**Enflasyon hedefinden önemli bir sapma olması durumunda açıklama yapmaya yönelik özel raporların yayımlanması:** İncelenen ülkelerden yalnızca yedi tanesinde enflasyonun hedeften belirli bir oranda saptması durumunda ayrı bir rapor yayımlama yükümlülüğü vardır (Brezilya, Endonezya, Filipinler, İngiltere, İzlanda, Macaristan, Türkiye). Bu rapor, genel olarak hükümete hitaben yazılan ve kamuoyu ile de paylaşılan bir "açık mektup" niteliğinde olmakta ve enflasyonun hedeften saptmasının nedenleri, para politikası tepkisi, enflasyonun hedefe tekrar yakınsaması için alınan ve alınması gereken önlemler ile ne zaman hedefe yakınsanacağına dair bilgileri içermektedir. Ancak, ayrı bir rapor hazırlanmıyor olması hedeften saptmaya ilişkin açıklamanın yapılmadığı şeklinde yorumlanmamalıdır. Ülkeler, konuya ilişkin açıklamayı genellikle enflasyon/para politikası raporlarında ya da yıllık raporlarında yapmaktadırlar.

### Türkiye Uygulaması

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümet'e yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar" hükmü yer almaktadır. Bu bağlayıcı hüküm doğrultusunda, Merkez Bankası, hesap verebilirlik ilkesinin gereklerini yukarıda sözü geçen iletişim araçlarının tamamını kullanmak suretiyle titizlikle yerine getirmektedir (Tablo 1).

Hedeften sapma olması durumunda hesap verme mekanizmasının nasıl işleyeceği konusundaki uygulama detayları Merkez Bankası'na bırakılmıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası, hedef etrafında belirsizlik aralığı oluşturmada ve enflasyonun bu aralığın dışında gerçekleşmesi durumunda hesap verme mekanizmasını devreye sokmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk üç yıllık döneminde, Merkez Bankası, IMF program şartlılığının da bir gereği olarak, üçer aylık dönemler itibarıyla hedef ile uyumlu enflasyon patikası ve bu patika etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturmuş ve enflasyonun herhangi bir dönemde bu belirsizlik aralığının dışına çıkması durumunda sapmanın nedenlerini ve bu saptalara karşı alınan politika önlemlerini, hükümete hitaben yazmış olduğu açık mektuplar ile açıklamış ve bu metinleri kamuoyu ile de paylaşmıştır.

<sup>1</sup> Avustralya ve Macaristan'da yılda iki kez, Norveç'te bir kez Merkez Bankası Başkanı ve üst düzey yöneticileri Parlamentodaki ilgili komiteye sunum yapmaktadır.



Merkez Bankası'nın 16 Aralık 2008 tarihli "2009 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı duyurusunda da yer aldığı üzere, 2009 yılı için de üçer aylık dönemler itibarıyla hedefle uyumlu patika ve etrafında belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Üçer aylık dönemler sonu itibarıyla enflasyonun, *yıl içinde* belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda bunun nedenlerinin ve hedefe tekrar ulaşılması için alınması gereken önlemlerin üç ayda bir yayımlanmakta olan Enflasyon Raporu aracılığıyla hükümete ve kamuoyuna açıklanacağı, *yıl sonu* itibarıyla belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda ise Hükümet'e ayrıca bir açık mektup yazılacağı belirtilmiştir. Böylece, enflasyon hedeflemesi rejiminin temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu aynı zamanda hesap verme mekanizmasının da temel aracı haline getirilmiştir.

Hükümet'e yazılan mektuplar ve Enflasyon Raporu'nun yanı sıra, Başkan tarafından Banka faaliyetleri ve para politikası uygulamaları hakkında Bakanlar Kurulu'na ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na yılda iki defa yapılan sunumlar, Yıllık Rapor, her ay açıklanan Para Politikası Kurulu toplantı özetleri, her ay enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iş günü içinde yayımlanan Fiyat Gelişmeleri Raporu, yılda iki kez yayımlanan Finansal İstikrar Raporu, Merkez Bankası yetkililerinin yurt içi ve yurt dışı toplantılarda yaptıkları sunum ve konuşmalar da kamuoyunun bilgilendirilmesinde önemli rol oynamakta ve hesap verebilirlik ilkesine hizmet etmektedir.

TABLO 1: HESAP VERME MEKANİZMALARI

ÜLKELER	Enflasyon Raporu/Para Politikası Raporu	Hükümetin / Parlamento'nun Bilgilendirilmesi	Para Politikası Karar Alma Toplantısı Özetlerinin Açıklanması	Yıllık Rapor	Hedefin Aşılması Durumunda Özel Rapor Hazırlanması
Avustralya	Yılda 4 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	✓	✓	-
Brezilya	Yılda 4 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	✓	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Ocak veya Şubat ayında Maliye Bakanı'na mektup yazılıyor.
Çek Cumhuriyeti	Yılda 4 kez	Yılda en az 2 kez	✓	✓	-
Endonezya	Yılda 4 kez	Yılda 4 kez	Açıklanmıyor	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Şubat ayına kadar Hükümet'e açıklayıcı bir rapor veriliyor. Daha sonra Hükümet ve Banka bir açık oturum düzenleyerek Parlamento'ya bu konuda sunuş yapıyor.
Filipinler	Yılda 4 kez	Yılda 4 kez	✓	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Ocak ayı içerisinde Devlet Başkanı'na mektup yazılıyor.
Güney Afrika	Yılda 2 kez	Yılda 1 kez	✓	✓	-
İngiltere	Yılda 4 kez	Yılda 1 kez	✓	✓	Hedef aşıldığında o ay Maliye Bakanı'na açık mektup yazılıyor. Birbirini izleyen aylarda hedef aşılsa bile, yeni bir mektubun yazılması için en az 3 ay geçmesi gerekiyor.
İsrail	Yılda 2 kez	Gerekli görüldüğünde	✓	✓	-
İsveç	Yılda 3 kez <sup>1</sup>	Yılda 2 kez	✓	✓	-
İzlanda	Yılda 3 kez	-	Açıklanmıyor	✓	Hedef aşıldığında o ay Hükümete rapor yazılıyor.
Kanada	Yılda 2 kez <sup>2</sup>	Yılda 2 kez	Açıklanmıyor	✓	-
Kolombiya	Yılda 4 kez	Yılda 2 kez	✓	-	-
Kore	Yılda 2 kez	Yılda en az 2 kez	Açıklanmıyor	✓	-
Macaristan	Yılda 2 kez <sup>2</sup>	Yılda 1 kez	✓	✓	Hükümet ve Merkez Bankası arasında yapılan anlaşmaya göre, Merkez Bankası her yıl Şubat ayında önceki yılın enflasyon performansına dair bir duyuru yayımlamakla yükümlü.
Meksika	Yılda 4 kez	Yılda 3 kez	Açıklanmıyor	✓	-
Norveç	Yılda 3 kez	Gerekli görüldüğünde	Açıklanmıyor	✓	-
Peru	Yılda 3 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	Açıklanmıyor	✓	-
Polonya	Yılda 3 kez	Yılda 1 kez	✓	✓	-
Romanya	Yılda 4 kez	-	Açıklanmıyor	✓	-
Şili	Yılda 3 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	✓	✓	-
Tayland	Yılda 4 kez	Yılda 2 kez	Açıklanmıyor	✓	-
TÜRKİYE	Yılda 4 kez	Yılda 2 kez	✓	✓	Yıl sonu hedefi aşıldığında Ocak ayı içinde Hükümete bir açık mektup yazılıyor.
Yeni Zelanda	Yılda 4 kez	Yılda en az 2 kez	Açıklanmıyor	✓	-

KAYNAK: Ülke merkez bankalarının web sayfaları.

1- Ek olarak yılda üç kez Raporun güncellemesi yayımlanıyor. 2- Ek olarak yılda iki kez Raporun güncellemesi yayımlanıyor.

## GRAFİKLER

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	1
Grafik 1.1.2. Hizmet Fiyatları	2
Grafik 1.1.3. Temel Enflasyon Göstergeleri: H ve I	3
Grafik 1.1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedef ve Enflasyon	3
Grafik 1.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	7

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Gelişmiş Ülkeler Büyüme Oranı	12
Grafik 2.1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Büyüme Oranı	12
Grafik 2.1.3. Sanayi Üretim Endeksleri	13
Grafik 2.1.4. PMI Endeksi	13
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	14
Grafik 2.2.2. Ham Petrol (Brent) Fiyatları	14
Grafik 2.3.1. Gelişmiş Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	16
Grafik 2.3.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	16
Grafik 2.4.1. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	17
Grafik 2.4.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	17
Grafik 2.5.1. Küresel Risk Göstergeleri	18
Grafik 2.5.2. Küresel Risk Göstergeleri	18
Grafik 2.5.3. EMBI+ ve ITRAXX Crossover Endeksi	19
Grafik 2.5.4. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	19

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Gıda ve Enerji Fiyatları	21
Grafik 3.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	21
Grafik 3.1.3. Gruplar İtibarıyla TÜFE	22
Grafik 3.1.4. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	22
Grafik 3.1.5. Gıda Grubu Fiyatları	23
Grafik 3.1.6. Meyve ve Sebze İhracat Miktar Endeksi	23
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları	24
Grafik 3.1.8. Konut Grubu Enerji Fiyatları	24
Grafik 3.1.9. CNBC-e Giyim Sektörü Tüketim Endeksi	24
Grafik 3.1.10. Giyim Eşyası İhracat Miktar Endeksi	24
Grafik 3.1.11. Giyim ve Ayakkabı Grubu Fiyatları	25
Grafik 3.1.12. Dayanıklı Mal Fiyatları	25
Grafik 3.1.13. Hizmet Grubu Fiyatları	26
Grafik 3.1.14. Hizmet Sektörü Ciro Endeksi	26
Grafik 3.1.15. Yemek, Ulaştırma ve Haberleşme Hariç Hizmet Fiyatları	27
Grafik 3.1.16. Hizmet Grubu Fiyatları	27
Grafik 3.1.17. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	28
Grafik 3.1.18. İmalat Sanayi Fiyatları	28
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	29

**4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ**

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYİH Büyüme Oranı	31
Grafik 4.1.2. GSYİH	31
Grafik 4.1.3. Üretim Yönünden Büyüme Katkı	32
Grafik 4.1.4. Harcama Yönünden Büyüme Katkı	32
Grafik 4.1.5. Kamu Harcamaları ve Net İhracatın Dönemler İtibarıyla Büyüme Katkıları	32
Grafik 4.1.6. Özel Sektör ve Kamu İnşaat Yatırımları	32
Grafik 4.1.7. TCMB ve CNBC-e Tüketici Güven Endeksleri	33
Grafik 4.1.8. Tüketici Kredileri	33
Grafik 4.1.9. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	33
Grafik 4.1.10. CNBC-e Tüketim Endeksi ve Tüketim Malları İthalat Miktar Endeksi	33
Grafik 4.1.11. Sermaye Malları Üretim Endeksi	34
Grafik 4.1.12. Sermaye Malları İthalat Miktar Endeksi	34
Grafik 4.1.13. Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentisi	35
Grafik 4.1.14. Metalik Olmayan Diğer Mineral Maddeler Sektöründe Üretim, İthalat ve İhracat	35
Grafik 4.1.15. Sanayi Üretim Endeksi	36
Grafik 4.1.16. Sanayi Üretimi Endeksi	36
Grafik 4.2.1. İhracat ve İthalat Büyüme Oranları	37
Grafik 4.2.2. İhracat Miktar Endeksi Sektörel Büyüme Oranları	37
Grafik 4.2.3. İhracat Sipariş Beklentisi ve İhracat Miktar Endeksi	38
Grafik 4.3.1. Toplam Nihai Yurt İçi Talep ve İhracat	39
Grafik 4.3.2. Çıktı Açığı	40
Grafik 4.4.1. İmalat Sanayiinde Çalışılan Saat Başı Reel Birim Ücret Endeksi	42

**5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK**

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	48
Grafik 5.1.2. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	49
Grafik 5.1.3. Getiri Eğrileri	49
Grafik 5.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri	50
Grafik 5.1.5. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	50
Grafik 5.1.6. Döviz Kuru Gelişmeleri	51
Grafik 5.1.7. Yabancı Finansal Kuruluşların TL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	51
Grafik 5.1.8. Fazla TL Likiditesi	52
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSYİH	53
Grafik 5.2.2. Hane Halkı ve Şirket Kredileri	54
Grafik 5.2.3. Kredi Faizleri	55

**6. KAMU MALİYESİ**

Grafik 6.1.1. Seçilmiş Harcama Kalemleri	60
Grafik 6.1.2. Kamunun GSYİH İçindeki Payı	62
Grafik 6.1.3. Reel Vergi Gelirleri	63
Grafik 6.1.4. Vergi Gelirleri	64
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	65
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	66
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	67

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.2.1.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	72
Grafik 7.2.2.1. Enflasyon Tahminleri: Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar	75
Grafik 7.2.2.2. Çıktı Açığı Tahminleri: Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar	75

## TABLÖLAR

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları	25
Tablo 3.1.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	27
Tablo 3.1.3. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri	28
Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	30

### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.4.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	41
Tablo 4.4.2. İmalat Sanayinde Üretimde Çalışılanlar Endeksi	42
Tablo 4.4.3. İmalat Sanayinde Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücretler	42
Tablo 4.4.4. Ticaret – Hizmet ve İnşaat Sektörlerinde Çalışan Başına Reel Ciro	43
Tablo 4.4.5. Ticaret - Hizmet Sektörlerinde İş Gücü Ödemelerinin Ciro İçindeki Payı	44
Tablo 4.4.6. İnşaat Sektöründe Reel Birim Ücretlerdeki Gelişmeler	44
Tablo 4.4.7. Dönemler İtibarıyla Asgari Ücret	45

### 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.2.1 Tasfiye Olunacak Alacaklar	55
--	----

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	59
Tablo 6.1.2. Dördüncü Çeyrekteki Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	60
Tablo 6.1.3. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü	64

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BoJ</b>	Japonya Merkez Bankası
<b>CDS</b>	Kredi İflas Takası
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>GAP</b>	Güneydoğu Anadolu Projesi
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>GSİYH</b>	Gayri Safı Yurt İçi Hasıla
<b>HICP</b>	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
<b>IFS</b>	Uluslararası Finansal İstatistikler
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi yönelim Anketi
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KİFT</b>	Kredi İflas Takası
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşekkülleri
<b>KKS</b>	Konsolide Kamu Sektörü
<b>LIBOR</b>	London Interbank Offered Rate
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneđi
<b>ÖKTG</b>	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
<b>ÖKTG</b>	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PMI</b>	İmalat Sanayi Endeksi
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TBMM</b>	Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>TİM</b>	Türkiye İhracatçılar Meclisi
<b>TL</b>	Türk lirası
<b>ÜFE</b>	Üretici Fiyatları Endeksi