



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2008-III



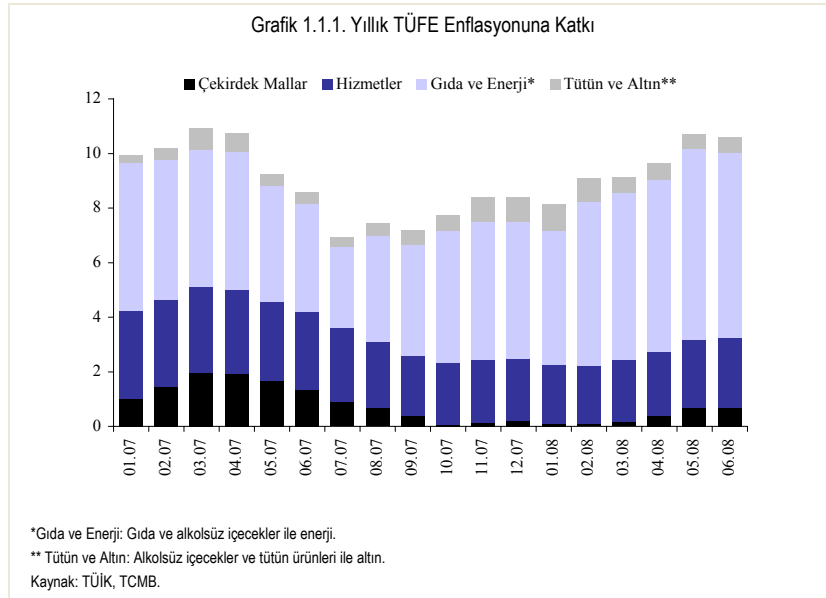
İÇİNDEKİLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Enflasyon Görünümü ve Para Politikası	3
1.3. Riskler	6
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	9
2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası	9
2.2. Uluslararası Piyasalar	16
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	27
3.1. Enflasyon	27
3.2. Beklentiler	37
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	43
4.1. Arz-Talep Dengesi	43
4.2. Dış Talep	48
4.3. İş Gücü Maliyetleri	53
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	59
5.1. Finansal Piyasalar	59
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	64
6. KAMU MALİYESİ	69
6.1. Bütçe Gelişmeleri	70
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	74
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	79
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	79
7.2. Orta Vadeli Görünüm	81
7.3. Riskler	84

1. Genel Değerlendirme

1.1. Enflasyon Gelişmeleri

2008 yılının ikinci çeyreğinde gıda, enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskı artarak devam etmiştir. Haziran ayı itibarıyla 10,61 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun 6,8 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır (Grafik 1.1.1.).



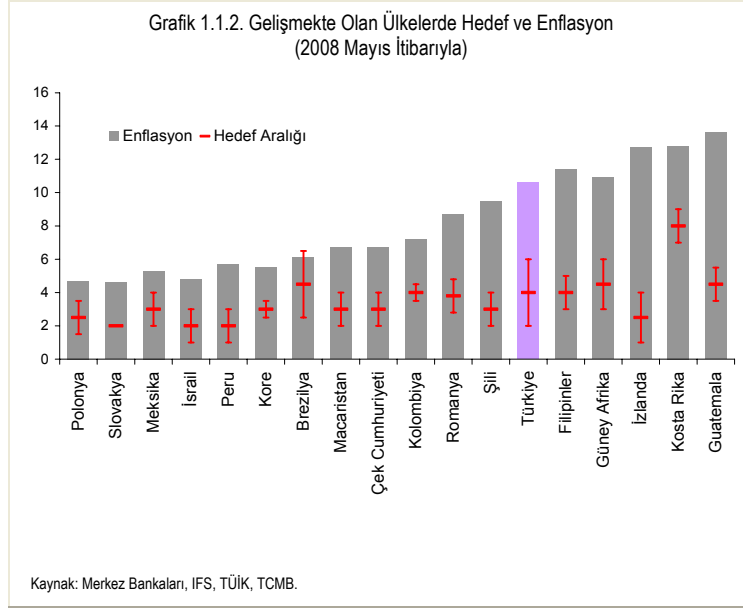
Bu dönemde, gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyondaki düşüş sürecini geciktiren ana unsur olmuştur. Yılın ilk yarısında hava koşullarının geçtiğimiz yıla kıyasla daha olumlu seyretmesi işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düzeltmeyi de beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte, tarımsal üretimde yaşanan kayıpların etkisinin sürmesi ve emtia fiyatlarının yüksek seyrini devam ettirmesi paralelinde işlenmiş gıda fiyatları hızlı artışını sürdürerek yılın ilk altı ayında yüzde 14,2 oranında yükselmiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde enflasyondaki düşüşü engelleyen bir diğer ana unsur enerji fiyatlarındaki gelişmeler olmuştur. Hızla artan petrol fiyatları, yurt içi akaryakıt fiyatlarında belirgin artışlara neden olurken elektrik ve doğalgaz fiyatları üzerinde de baskı oluşturmuştur.

Arz ve talep koşullarına ilişkin açıklanan veriler ise bir önceki Rapor'da ifade edilen görünümle uyumlu gerçekleşmiştir. Uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların yansımaları iç talebi yavaşlatmaya devam ederken dış talep görece olarak güçlü seyretmiştir. İlk çeyrekte özel tüketim harcamalarındaki yüksek düzeyli yıllık artış oranına rağmen mevsimsellikten arındırılmış veriler ekonomideki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmiştir. Bu çerçevede, kira ve diğer hizmetlerin enflasyonundaki yavaşlama sürmüştür. Bununla birlikte, gıda fiyatlarındaki artışlar lokanta hizmetlerini, petrol fiyatlarındaki artışlar ise ulaştırma hizmetlerini olumsuz etkilemeye devam etmiş ve genel hizmet enflasyonunda sınırlı da olsa bir yükseliş gözlenmiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde temel enflasyon göstergelerindeki yükseliş sürmüştür. Bu gelişme fiyatlama davranışlarındaki genel bozulmadan ziyade döviz kurunun etkilerinden kaynaklanan bir görece fiyat değişimini yansıtmaktadır. Yılın ilk dört ayında gerek küresel gerekse yurt içi belirsizliklere bağlı olarak Yeni Türk lirasının (YTL) değer kaybetmesiyle, Mart-Mayıs döneminde döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Bununla beraber, son dönemde YTL'nin yeniden güçlenmesi ve talep koşullarındaki süregelen zayıflama bu etkiyi sınırlamış ve Haziran ayında enflasyonun ana eğiliminde yavaşlama işaretleri gözlenmiştir. Mevcut durumda gıda, enerji ve tütün ürünlerini dışarda bırakan I endeksinin yıllık artış oranının yüzde 6,4 düzeyinde olması, enflasyonun yüksek seyrinin büyük ölçüde Merkez Bankası'nın kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklandığını teyid etmektedir.

Uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar, sadece ülkemizde değil, bütün dünyada enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Grafik 1.1.2'de görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin biri hariç hepsinde enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır.



1.2. Enflasyon Görünümü ve Para Politikası

Yılın ikinci çeyreğinde yıllık enflasyonun yükselmeye devam etmesi küresel finans piyasalarındaki sorunların sürmesi ve yurt içi belirsizlik algılamalarının güçlenmesiyle enflasyon beklentilerindeki bozulma hızlanmış ve orta vadeli enflasyon beklentilerinde belirgin bir yükseliş gözlenmiştir.

Merkez Bankası, enflasyon beklentilerindeki bozulmayı engellemek ve fiyatlandırma davranışlarına ilişkin riskleri bertaraf etmek amacıyla, geçtiğimiz üç ay boyunca parasal sıkılaştırmaya giderek politika faizlerini toplamda 150 baz puan artırmıştır. Gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın da katkısıyla Temmuz ayında enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur.

İktisadi faaliyete ilişkin göstergeler tüketim ve yatırım talebindeki yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir. Para politikasının temkinli duruşunun ve küresel kredi koşullarındaki sıkılaşmanın önümüzdeki dönemde yurt içi talebi sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, orta vadede enflasyonun ana eğiliminin düşüş yönünde olması beklenmektedir.

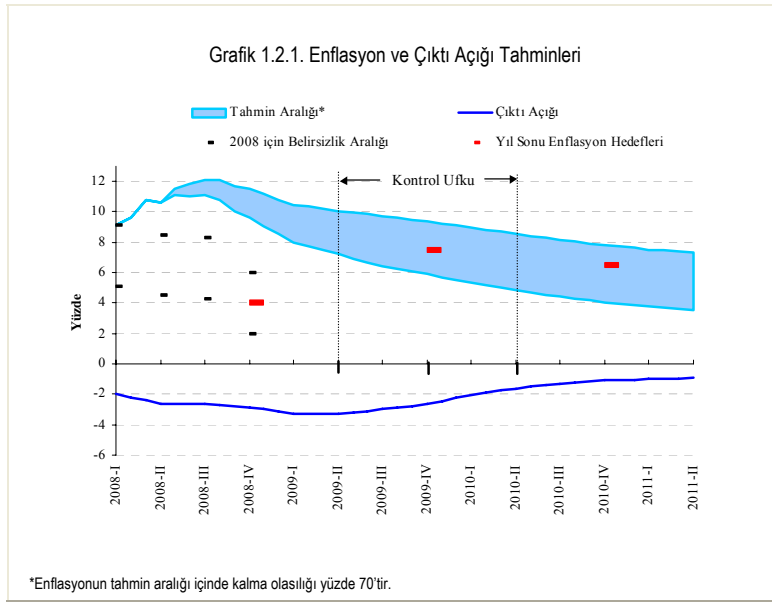
Para politikasının mevcut duruşu enflasyondaki düşüşü desteklemektedir. Yılın ikinci çeyreğinde risk priminde ve enflasyon beklentilerindeki yükselişin etkisiyle piyasa faizlerindeki yükseliş politika faizlerine kıyasla daha belirgin olmuştur. Piyasa faizlerindeki bu yükseliş iç talebi sınırlayarak enflasyondaki düşüşe destek olsa da artan risk priminin fiyatlama davranışlarına etkisi dikkatle takip edilmektedir.

YTL'nin yılın ilk dört ayındaki belirgin değer kaybının ardından son iki ay içinde yeniden güçlenme eğilimi göstermesi, döviz kurunun fiyatlar üzerindeki etkisini sınırlamaktadır. Nisan Enflasyon Raporu'nda yılın ilk dört ayında gözlenen döviz kuru hareketlerinin 2008 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 2 puana ulaşacağı tahmin edilmişti. Döviz kurundaki son gelişmeler sonucunda bu tahmin yüzde 1,2 olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu geçiş etkisinin büyük bir bölümünün Mart-Mayıs döneminde gerçekleşmiş olduğu not edilmelidir.

Nisan Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda petrol fiyatlarının 105 ABD doları düzeyinde seyredeceği varsayılmıştı. Ancak, geçen süre zarfında uluslararası emtia piyasalarında devam eden hızlı fiyat artışları petrol fiyatlarına ilişkin varsayımın yukarı yönlü güncellenmesini gerekli kılmıştır. Güncelleme yapılırken Temmuz ayının ilk üç haftasına ilişkin vadeli fiyatların ortalaması referans alınmış ve bu çerçevede petrol fiyatlarının 140 ABD doları civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu güncelleme, enflasyon tahminlerini 2008 yıl sonu için 1,8 puan yukarı çekerken, 2009 yıl sonu için 0,6 puan artırmıştır.

Gıda fiyat enflasyonuna ilişkin varsayımlarımız 2008 ve 2009 yılı için sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının olumlu seyrine rağmen, tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlara paralel olarak işlenmiş gıda yıllık fiyat artış oranlarındaki yüksek seyrin bir müddet daha devam edeceği öngörülmüştür. Bu çerçevede, gıda fiyat enflasyonu varsayımı 2008 yılı için yüzde 13'ten yüzde 14'e, 2009 yılı için ise yüzde 8'den yüzde 9'a yükseltilmiştir. Bu değişiklik 2008 ve 2009 yılı enflasyon tahminlerinin yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Gıda fiyat artışlarının zaman içinde kademeli olarak yavaşlayacağı ve bu çerçevede 2010 yılı sonunda yüzde 7 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Bu varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, enflasyonun 2008 yılı sonunda yüzde 10,6 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2008 yılının sonlarına doğru sınırlı bir parasal sıkılaştırma olacağı varsayımı altında enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 5,9 ile yüzde 9,3 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılının sonunda ise yüzde 4 ile yüzde 7,8 arasında (orta noktası 5,9) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının ortalarında ise enflasyonun yüzde 5,4 düzeyine düşmesi beklenmektedir (Grafik 1.2.1.). Gıda dışı enflasyonun ise bu tahminlerin de altında gerçekleşmesi beklenmektedir.



Grafik 1.2.1' de gösterildiği gibi, enflasyonun kısa vadede yüksek seviyelerini koruduktan sonra hedeflere doğru yöneleceği tahmin edilmektedir. Güncellenen tahminlerimiz, önümüzdeki üç yıl için yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 düzeyinde belirlenmiş olan hedeflerin, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin oldukça temkinli varsayımlar altında dahi ulaşılabilir olduğuna işaret etmektedir. İktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken bu hedefleri esas alması, arz yönlü şokların ekonomi üzerindeki maliyetlerinin sınırlı kalması açısından önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, iktisadi faaliyete ilişkin veriler öngörülerimiz doğrultusunda gerçekleşmesine rağmen, gıda ve petrol fiyatlarındaki artışlar nedeniyle enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu tahminlerin ana mesajı, arz yönlü şokların ikincil etkilerini bertaraf etmek ve enflasyonda istikrarlı bir düşüş sağlamak için para politikasının temkinli duruşunun bir süre daha devam etmesi gerektiğidir.

Yukarıda ifade edilen para politikası duruşunun mevcut bilgiler dahilinde oluşturulduğu ve dolayısıyla Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmaması gerektiği tekrar vurgulanmalıdır. Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haber bu duruşun değiştirilmesine neden olabilecektir.

1.3. Riskler

Tahminler oldukça temkinli varsayımlar altında güncellendiğinden, enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü riskler en az yukarı yönlü riskler kadar belirgindir. Petrol ve tarımsal emtia fiyatlarına ilişkin belirsizliklerin devam ettiği bir dönemde para politikasının öngörülebilirliğini artırmak amacıyla, gıda ve enerji fiyatlarının baz senaryoya göre daha iyimser ve daha kötümser seyrettiği varsayımlara dayanarak oluşturulan enflasyon ve para politikası görünümü Rapor'un son bölümünde sunulmaktadır.

Kötümser senaryoda gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 16, 12 ve 10 olarak gerçekleşeceği; petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 180 ABD dolarına çıktıktan sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre yapılan projeksiyonlar, yılın kalan döneminde kısa vadeli faizlerin kademeli olarak artırıldığı varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 9,1, 2010 yılı sonunda ise yüzde 7 civarında gerçekleşeceğine işaret etmektedir.

İyimser senaryoda ise gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 12, 6 ve 4 olarak gerçekleşeceği; petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 100 ABD dolarına indikten sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre, kısa vadeli faizlerin bir müddet sabit tutulduktan sonra kademeli olarak düşürüldüğü varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 6,1 civarında, 2010 yılının sonunda ise yüzde 4,9 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Özetle, önümüzdeki dönemde yukarı yönlü riskler gerçekleştiği takdirde, para politikası enflasyon hedeflerinden sapmayı en aza indirmeyi amaçlayacaktır. Gıda ve enerji fiyatlarının beklenenden daha olumlu gelişmesi halinde ise enflasyonun hedeflere daha çabuk ulaşması sağlanacaktır.

Enflasyonda beklenen düşüş eğilimine rağmen, bu düşüşün hızına ilişkin belirsizlikler bulunmaktadır. Uzunca bir süredir devam eden arz yönlü şoklar enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmakta ve geriye yönelik fiyatlama davranışlarının yaygınlaşma riskini de beraberinde getirmektedir. Mevcut talep koşulları arz şoklarının fiyatların geneline yayılmasını sınırlasa da, enflasyonun düşüş hızı iktisadi birimlerin enflasyon hedeflerini ne ölçüde referans aldığına bağlı olarak değişebilecektir. Dolayısıyla Merkez Bankası, önümüzdeki dönem için belirlenen yeni hedeflerin itibarının güçlendirilmesi konusuna odaklanmaya devam edecektir. Bu çerçevede genel fiyatlama davranışlarına ve enflasyonun ana eğilimine ilişkin gelişmeler yakından takip edilecektir.

Küresel finans piyasalarındaki kırılmalıklar devam ederken kredi koşullarındaki sıkılaşma sürmektedir. Bu gelişmelerin küresel ekonomi üzerindeki etkisi henüz netleşmiş değildir. Bunun yanında, emtia fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bütün bu gelişmeler, risk iştahını azaltarak gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımını yavaşlatmakta ve bu ülkeleri piyasa algılamalarındaki değişimlere karşı hassas kılmaktadır. Yurt içi belirsizlik algılamalarındaki artış bu etkileri daha da güçlendirmiştir. Nitekim, 2008 yılının ilk yarısında Türkiye'nin risk priminin gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına kıyasla daha hızlı arttığı görülmektedir. Merkez Bankası, piyasalardaki geçici dalgalanmalara, enflasyondaki orta vadeli düşüşü tehdit etmediği ve genel fiyatlama davranışlarında bozulma eğilimini belirginleştirmedeği sürece sert tepki vermeyecektir.

Son olarak, orta vadeli tahminlerin, otomatik fiyatlama mekanizmaları dışında, dolaylı vergi artışı veya yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki içermediği belirtilmelidir. Bir diğer ifadeyle, kamu bütçesinde sıkılaştırma gereği doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlardaki olası sapmalar enflasyon ve para politikasının görünümünü de değiştirebilecektir.

Fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için basiretli bir para politikası gereklidir fakat bu tek başına yeterli değildir. Uygulanan maliye politikaları ve yapısal reform süreci de en az para politikası kadar önem taşımaktadır. Enflasyonun tek haneli rakamlara inmesinde maliye politikalarının katkısı büyük olmuştur. Bundan sonra da fiyat istikrarına giden yolda maliye politikalarının desteği

önemli olacaktır. Özellikle mevcut konjunktürde ekonomimizin dayanıklılığını koruması için mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığı kritik önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi 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

2.1. Ekonomik Performans ve Para Politikası

2007 yılında yüzde 2,2 oranında büyüyen ABD ekonomisi 2008 yılının ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,5 oranında büyümüştür. 2008 yılının ilk çeyreğinde tüketim harcamaları artışında belirgin bir düşüş gözlenirken yılın kalan döneminde tüketim harcamalarında vergi iadelerinin de etkisiyle geçici de olsa bir rahatlama beklenmektedir. Öte yandan, kırılgan finansal yapı, sıkı kredi koşulları, artan enerji ve diğer mal fiyatları ile konut sektöründeki daralma ve kötüleşen iş gücü piyasası koşulları gibi risk unsurlarının büyüme üzerinde baskı yaratmaya devam edeceği öngörülmektedir. Nitekim, 2008 yılı Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda, ABD ekonomisinin 2008 yılında yüzde 2,0 oranında büyümesinin öngörüldüğü belirtilirken, Nisan ayı itibarıyla 2008 yılı büyüme oranı tahmini yüzde 1,3'e gerilemiştir. Söz konusu tahmin Temmuz 2008 itibarıyla 1,5'e yükselmiştir. Buna ek olarak 2009 yılına ilişkin olarak da 1,5 oranında büyüme öngörülmektedir. 2008 yılında ikinci, üçüncü ve son çeyrekte sırasıyla, yıllık yüzde 1,7, yüzde 0,8 ve yüzde 0,9 oranında büyüme beklenmektedir. ABD ekonomisindeki büyümenin ancak 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren yüzde 2'yi aşacağı tahmin edilmektedir (Tablo 2.1.1).

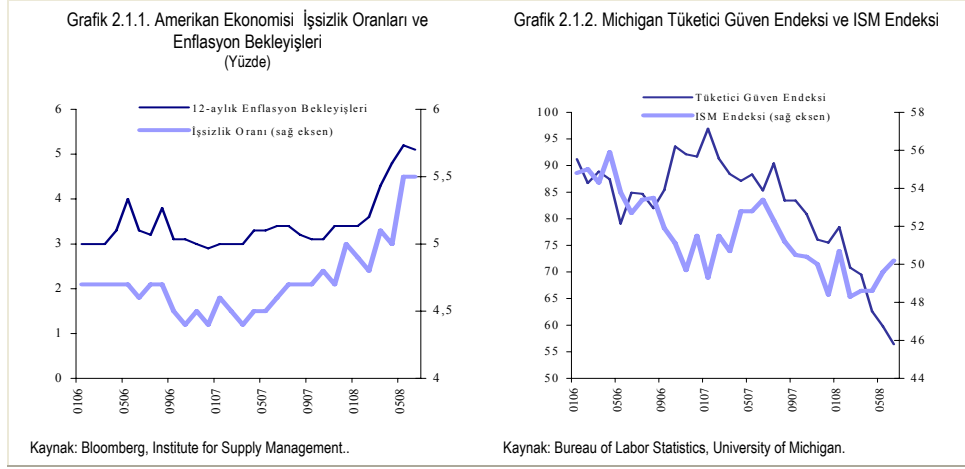
Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2007	2008 *	2009 *	2008				2009				
				I	II*	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*	
<i>Dünya**</i>	4,9	3,7	3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>ABD***</i>	2,2	1,5	1,5	2,5	1,7	0,8	0,9	1,1	1,6	1,9	2,5	
<i>Euro Bölgesi***</i>	2,7	1,6	1,2	2,2	1,9	1,5	1,5	1,0	1,3	1,5	1,7	
<i>İngiltere***</i>	3,0	1,5	1,0	2,5	1,8	1,3	0,9	0,8	1,1	1,3	1,7	
<i>Japonya***</i>	2,0	1,4	1,3	1,1	1,6	1,5	1,2	0,9	1,3	1,6	1,8	
<i>Çin****</i>	11,9	9,3	9,5	10,6	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Almanya***</i>	2,5	2,2	1,2	2,6	2,2	1,7	1,7	0,6	1,2	1,6	1,8	
<i>Fransa***</i>	1,9	1,6	1,3	2,2	1,9	1,5	1,5	1,3	1,4	1,6	1,8	
<i>İtalya***</i>	1,6*	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,8	0,6	0,8	1,0	1,0	

*Tahmin.

Kaynak: ** IMF World Economic Outlook, *** Consensus Forecasts, **** Economic Intelligence Unit.

Enflasyon beklentileri ve işsizlik oranı hızla artarken, reel kesim güven endeksi (ISM) ve tüketici güven endeksindeki zayıf seyir sürmüştür (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).



ABD ekonomisi enflasyon verileri incelendiğinde, son dönemde enflasyon oranının büyük ölçüde küresel emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişin etkisiyle artmaya devam ettiği görülmektedir. Buna karşılık, aynı dönemde, söz konusu artışın çekirdek enflasyon üzerindeki yansımaları zayıflayan iç talebin etkisiyle kısıtlı kalmıştır. Ancak, enerji ve gıda fiyatlarında süregelen ciddi sıçramalar, gerek gerçekleşen enflasyon oranı gerekse enflasyon beklentileri üzerindeki yukarı yönlü baskıyı artırmaktadır.

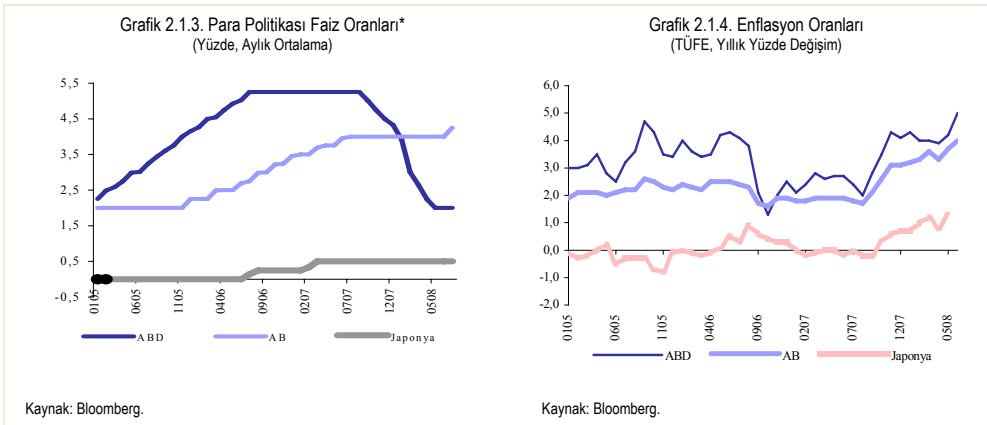
Bilindiği üzere, 2007 yılı Ağustos ayında finansal piyasalarda başlayan likidite sıkışıklığını takiben başta ABD Merkez Bankası (Fed), Avrupa Merkez Bankası (ECB), Kanada Merkez Bankası (BoC) ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) olmak üzere G-10 ülkeleri merkez bankaları tarafından ortaklaşa alınan önlemler kapsamında gecelik piyasalara büyük miktarda fon aktarılmıştır. Finansal piyasalardaki likidite sıkışıklığını gidermeye yönelik alınan bir diğer önlem Fed tarafından 2007 yılı Aralık ayından itibaren uygulamaya konulan ve halen devam etmekte olan Vadeli İhale Kolaylığı (Term Auction Facility-TAF) programıdır.

Buna ek olarak, 2008 yılı Mart ayında büyük zarar rakamları açıklayan önemli bir finansal kuruluş olan Bear Stearns'ün olası iflasının finansal piyasalarda yaratacağı olumsuz etkileri önlemek amacıyla Fed, ABD Hazine Müsteşarlığı ve ABD Menkul Değerler Borsası Komisyonu (Securities Exchange Commission-SEC) ile ortaklaşa alınan kararlar söz konusu kuruluşun başka bir yatırım bankası olan JP Morgan Chase tarafından satın alınması için özel fon sağlamış ve bu çerçevede piyasa yapıcılarının finansman sağlanmasına yönelik Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (Primary Dealer Credit Facility-PDCF)

programını uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, aynı dönemde finansal piyasalarda oluşan bozulmayı gidermeye yönelik olarak Fed, Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (Term Securities Lending Facility-TSLF) programını uygulamaya başlamıştır. Ayrıca, söz konusu dönemde Fed, ECB ve İsviçre Merkez Bankası (SNB) ile kurulmuş olan döviz takas hattını genişletmiş ve Vadeli İhale Kolaylığı ile piyasaya sağlanan likidite miktarının artırılmasına karar vermiştir.

Öte yandan, alınan tüm önlemlere rağmen, finansal piyasalardaki bozulmanın sürmesi üzerine 2008 yılı Mayıs ayından itibaren Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı ve Vadeli İhale Kolaylığı ile sağlanan likiditenin artırılmasına, ek olarak ECB ve SNB ile kurulmuş döviz takas hattının daha da genişletilmesine karar verilmiştir. Ancak, son dönemde konut piyasasında faaliyet gösteren hükümetçe desteklenen Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kuruluşların mali yapısına ilişkin endişeler nedeniyle finansal piyasalardaki huzursuzluğun sürdüğü gözlenmektedir. Bu nedenle, söz konusu kuruluşlar Fed tarafından fonlanması gündeme gelmiştir.

Buna ek olarak, olumsuz finansal piyasa koşullarının, konut piyasasındaki sorunların ve kredi sıkışıklığının ABD ekonomisindeki finansal istikrar ve büyüme üzerine yaratabileceği olumsuz etkileri hafifletmek amacıyla Fed, 2007 yılı Eylül ayından itibaren faiz indirimlerine başlayarak toplamda 325 baz puanlık bir dizi indirimle, politika faiz oranlarını yüzde 2 seviyesine kadar düşürmüştür. Bu dönemde ayrıca, Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı çerçevesinde kullanılan kredilerde reeskont oranlarının baz alınması sebebiyle, reeskont penceresinin daha etkin olarak kullanılmaya başlandığı ve reeskont oranlarında da indirime gidildiği görülmektedir (Grafik 2.1.3 ve Grafik 2.1.4).

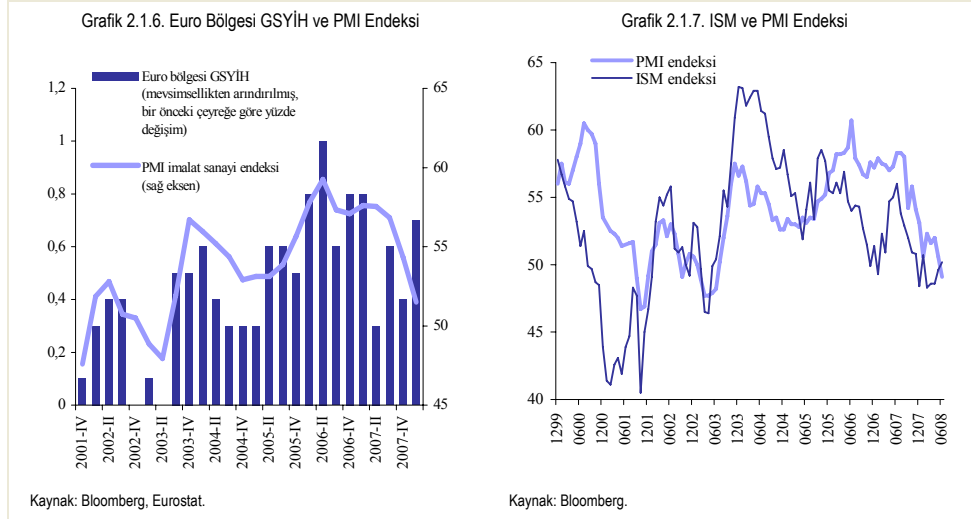
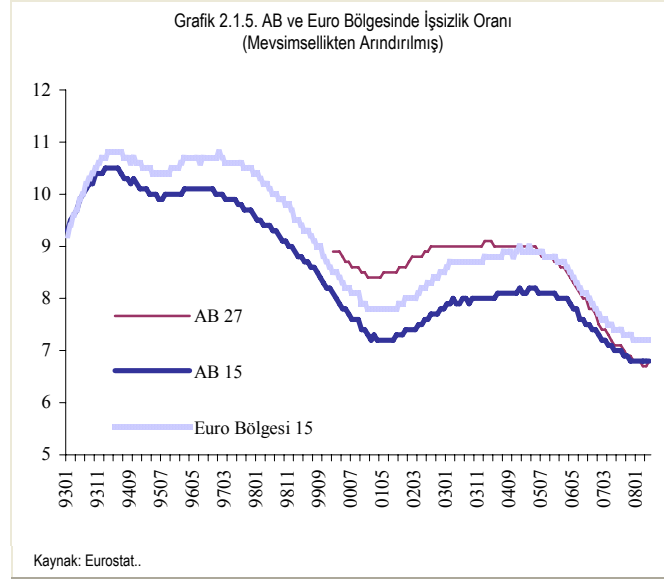


Piyasa likiditesini artırmaya yönelik alınan önlemlerle birlikte izlenen gevşek para politikasının önümüzdeki dönemde büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği ve buna ek olarak mevcut koşullarda büyümeyi yavaşlatan unsurların bir ölçüde azalmakta olduğu tahmin edilmekle beraber enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki risklerin hızla artmakta olduğu gözlenmektedir.

ABD ekonomisindeki güçlü ihracat performansı zayıflayan iç talebin büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini bir ölçüde de olsa azaltmakta ve gerek ekonomik büyümeye gerekse cari açığın azalmasına katkı sağlamaktadır. Ancak küresel ekonomik faaliyetlerin hız kesmesine bağlı olarak önümüzdeki dönemde bu olumlu etkinin azalabileceği endişeleri ön plana çıkmaktadır.

Euro bölgesi 2008 yılının ilk çeyreğinde yıllık yüzde 2,2 oranında büyüme kaydetmiştir. 2008 yılı ilk çeyreğinde iç talep artışları büyümeye önemli oranda katkı sağlamıştır. Söz konusu dönemde yatırımların Euro bölgesi büyümesine katkısı pozitif olmuştur. Kapasite kullanım oranlarının yüksek seviyesini koruması ve finans dışı sektörlerin yüksek kârlılık oranları Euro bölgesi yatırımlarının önümüzdeki dönemde de büyümeye katkı sağlamaya devam edeceğine işaret etmektedir. Ayrıca bu dönemde, özellikle yükselen piyasa ekonomileri kaynaklı dış talebin Euro bölgesinin ihracatını olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Söz konusu ekonomilerin önümüzdeki dönemde de Euro bölgesi ihracatına önemli ölçüde katkı yapması beklenmektedir. Öte yandan, aynı dönemde iç talebin de canlılığını koruması ithalatın artmasına yol açmış, bu sebeple, net ihracat büyümeye kayda değer bir katkı sağlamamıştır (Tablo 2.1.1).

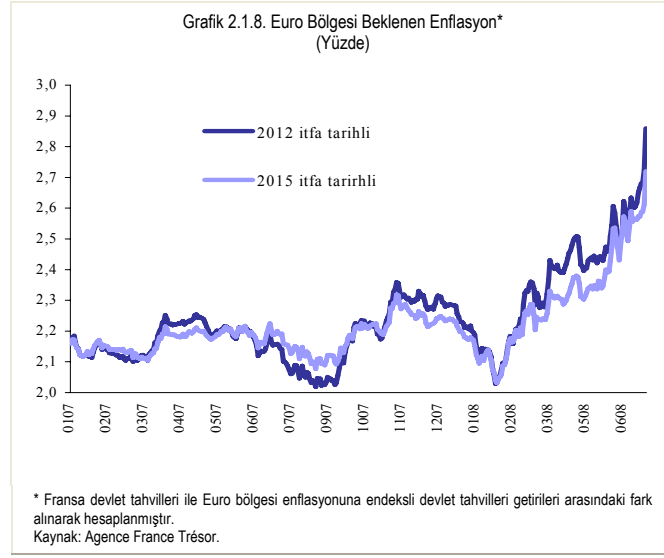
Euro bölgesi işsizlik oranı 2008 yılında son 25 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.1.5). Ancak, istihdamda görülen artışların petrol ve gıda enflasyonunun reel gelirden yaratacağı erimeyi tam olarak gideremeyeceği ve tüketimdeki artış hızının gerileyeceği öngörülmektedir. Buna ek olarak, Euro bölgesi imalat sanayi güven endeksinin (PMI) Haziran ayında 50 eşik değerinin altına inmesi, büyüme beklentilerinin pozitiften negatife döndüğünü göstermektedir. Ayrıca, Euro bölgesi endüstri güven endeksi (ISM) 2008 yılının ilk yarısında büyümeye ilişkin bozulan beklentileri destekler nitelikte aşağı yönlü hareket etmektedir (Grafik 2.1.6 ve Grafik 2.1.7).



Euro bölgesi Uyumlulaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) enflasyonu 2008 yılı Haziran ayında yüzde 4,0¹ oranında gerçekleşerek tarihi yüksek seviyeye ulaşmıştır. Euro bölgesi enflasyon oranındaki artış özellikle gıda ve enerji fiyatlarındaki yüksek artıştan kaynaklanmaktadır. Gıda ve enerji fiyatlarının önümüzdeki dönemde artmaya devam etmesi olasılığı karşısında gerek enflasyon beklentilerinin bozulması gerekse fiyatlama ve ücret belirleme süreçlerinin olumsuz etkilenmesi enflasyonist risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Beklentiler HICP enflasyonunun 2008 yılında fiyat istikrarı için referans alınan yüzde 2 seviyesinin üzerinde gerçekleşeceği, ancak 2009

¹ Geçici.

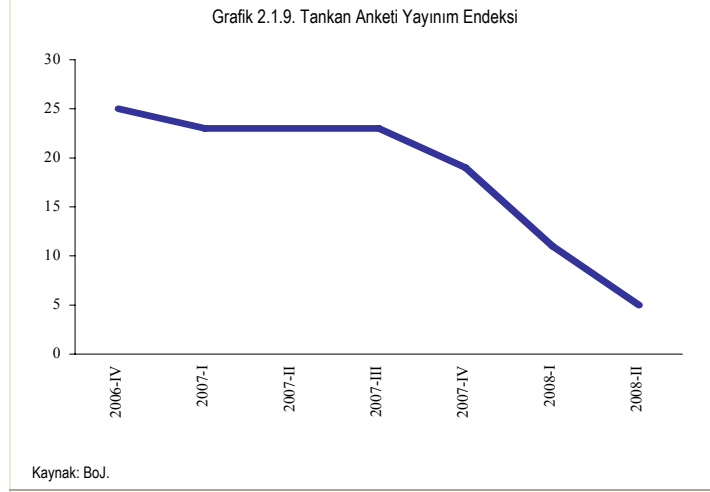
yılından itibaren kademeli olarak azalmaya başlayacağı yönündedir. Diğer taraftan, Euro bölgesi enflasyon beklentileri için gösterge niteliğinde kabul edilen aynı itfa tarihli Fransa devlet tahvilleri ile Euro bölgesi enflasyonuna endeksli devlet tahvilleri getirileri arasındaki farkın artmaya devam etmesi, kısa ve orta dönemde enflasyon beklentilerinin bozulduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.1.4 ve Grafik 2.1.8).



3 Temmuz tarihli toplantısında ECB Yönetim Konseyi Mayıs ayı itibarıyla yüzde 3,7'ye yükselen HICP enflasyonunun ikincil etkilerini en aza indirmek ve fiyat istikrarı üzerinde orta dönem için artan yukarı yönlü riskleri azaltmak için politika faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 4,25'e yükseltmiştir. Bu kararın alınmasında, ECB, enflasyonun fiyat istikrarı açısından yüksek kabul edilecek seviyelerde olduğuna vurgu yapmıştır (Grafik 2.1.3).

2008 yılının ikinci üç aylık döneminde Japon şirketlerinin yatırım beklentileri gerilemeye devam etmiştir. BoJ tarafından firmaların iş yapma eğilimlerini takip etmek amacıyla üç ayda bir düzenlenen Tankan Anketi verileri, büyük imalat sanayi firmalarının beklentilerinin giderek olumsuzla dönmekte olduğunu göstermektedir. Söz konusu veriler, yüksek petrol fiyatlarının 2008 ve 2009 yıllarında şirket maliyetlerini artırması yolu ile yatırımları azaltacağını ve Japonya ekonomisindeki büyüme beklentilerini aşağıya çekmeye devam edeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, Japon Yeni'nin ABD doları karşısında değer kazanmasının da bu sürece destek vereceği ve son

üç çeyrektir azalan büyüme oranının 2008 yılı genelinde yüzde 1,0'a kadar gerileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.1.9 ve Tablo 2.1.1).



2008 yılı Mayıs ayında, yıllık tüketici enflasyonu yüzde 1,5 ile son on yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşmesine rağmen enerji ve gıda dışı fiyatların gerilemesi Japonya ekonomisinde talep yönlü enflasyonist baskıların sınırlı olduğuna işaret etmektedir. Ekonomik büyümenin yavaşlamasının da maliyet yönlü enflasyonist baskıları azaltacağı ve bu çerçevede enflasyonun yıl sonunda yüzde 1,1 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.1.4).

BoJ'un 2008 yılı Nisan ayında para politikası duruşunu sıkıdan durağana geçirdiğini açıklamasının ardından 2008 yılı Haziran ayı toplantısında da gecelik faiz oranlarını değiştirmeyerek yüzde 0,5 seviyesinde tutmuştur (Grafik 2.1.3).

2008 yılının ikinci üç aylık döneminde Çin'deki en önemli gelişme hükümetin petrol fiyatlarına sağladığı desteğin bir bölümünü kaldırarak petrol ürünü fiyatlarını yüzde 18'e varan oranda artırması ve elektrik fiyatlarında yüzde 4,7 oranında artışa gitmesi olmuştur. Söz konusu uygulamanın, benzin fiyatlarını yüzde 16 ile 25 oranında artıracacağı düşünülmekle beraber, ilgili mal kaleminin tüketici fiyat endeksindeki ağırlığının düşük olması nedeniyle benzin fiyatlarındaki artışın yıllık enflasyona yansımalarının sınırlı olacağı düşünülmektedir. Üretimde kullanılan enerjinin sadece yüzde 12'sinin ham petrol olmasından dolayı maliyet yönlü enflasyonist baskının da sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Buna karşılık, söz konusu fiyat ayarlamalarının firma kârlarını ve iç talebi sınırlaması ve büyümeyi yavaşlatması olasıdır.

2008 yılının ilk üç aylık dönemi verileri Çin ekonomisinin yıllık reel yüzde 10,6 oranında büyüdüğüne işaret etmektedir. Çin merkez bankasının sıkı para politikası uygulamasının devam etmesinin iç talepteki büyümeyi sınırlaması ve küresel yavaşlamadan kaynaklanan net ihracattaki gerilemenin 2008 ve 2009 yıllarında büyüme oranlarını, sırasıyla yüzde 9,8 ve 9,0 seviyelerine düşürmesi beklenmektedir.

Enflasyonda 2008 yılı Şubat ayında görülen yüzde 8,8 oranında yıllık artış sonrasında gözlenen düşüş eğilimi Mayıs ayında da devam etmiş ve fiyat artışları yüzde 7,7 seviyelerine kadar gerilemiştir. Yılın ikinci yarısında gıda fiyatlarındaki düzeltme beklentisi ile birlikte bu düşüşün devam etmesi ve yıl sonunda enflasyonun yüzde 6,5, 2009 yılı sonunda da yüzde 4,3 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

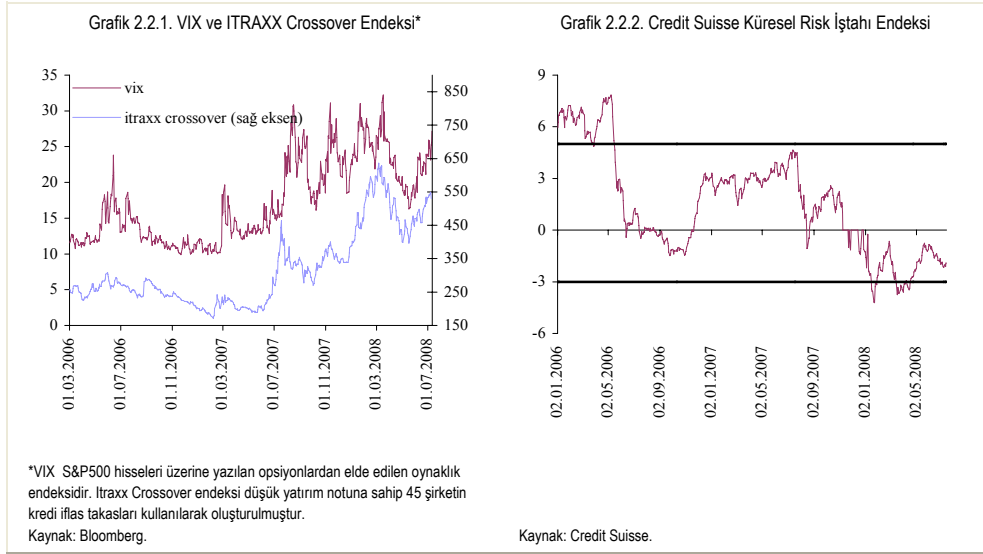
2.2. Uluslararası Piyasalar

2.2.1. Finansal Piyasalar

Küresel mali piyasalarda konut kredileri kaynaklı bozulmanın yarattığı yayılma etkileri son dönemde daha da belirginleşmiştir. Söz konusu etkiler kendini yüksek riskli konut piyasalarında başlayan bozulmanın daha az riskli finansal varlıklara da yayılması ve buna bağlı olarak finansal kuruluşların ardına açıkladıkları zararlar olarak göstermektedir. Özellikle ABD'deki yüksek riskli konut kredilerinden kaynaklanan sorunlara ilişkin endişelerin artması ile beraber bu tür kredilerle ilgili finansal araçları ağırlıklı olarak portföyünde bulduran mali kuruluşların zararları özellikle Temmuz ayında daha güçlü bir şekilde açığa çıkmaya başlamıştır. ABD'nin konut piyasasının temel yapıtaşları olan ve ülkedeki tüm konut kredilerinin yaklaşık olarak yarısına garanti veren hükümet destekli Fannie Mae ve Freddie Mac firmalarının teminat olarak alınan konutların fiyatlarının düşmesine paralel olarak mali yapılarının bozulması son dönemde küresel mali sistemde istikrara yönelik endişeleri artırmıştır. Ancak, Fed ve ABD Hazinesinin iyi işleyen bir mali sistemin en önemli öncelikleri olduğu yönünde vurgu yapması ve söz konusu şirketlerin mali durumunun düzeltilmesi yönünde her türlü adımı atmaya hazırlıklı olduğu açıklamaları küresel mali piyasalardaki gerginliği azaltmıştır.

Mart ayında dünyanın en büyük yatırım firmalarından olan Bear Sterns'in yaşadığı mali sıkıntılar dolayısıyla piyasalarda artan oynaklıklar söz

konusu kurumun JPMorgan'a devredilmesi ile beraber azalmış ve buna paralel olarak risk iştahında artış meydana gelmiştir. Ancak son dönemlerde yukarıda sözü edilen iki önemli kredi kuruluşu dahil bankacılık ve yatırım kuruluşlarının ardı ardına açıkladıkları zararlar ile birlikte, ABD'de beklenen resesyona şiddetine dair endişeler, yatırımcıların ani tepkilerinin belirginleşmesine yol açmıştır. Bu durum özellikle risk iştahında yaşanan gerilemelere paralel olarak gelişmekte olan ülke mali piyasalarında oynaklıkların yeniden yükselmesine neden olmuştur.



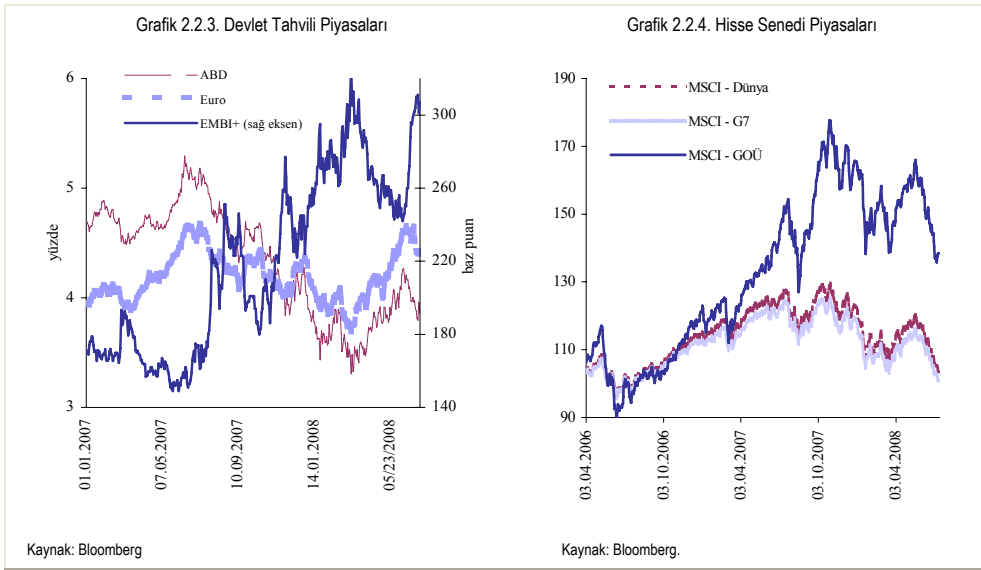
Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi (CSRA) eğilim olarak risk iştahındaki belirgin düşüşü yansıtırken, endeks özellikle son dönemde yatırımcıların panik içinde olduğunu gösteren bölgeye yakın bir seyir izlemektedir.² Öte yandan VIX ve Itraxx Crossover³ endekslerinin 2007 yılı boyunca sergiledikleri artış eğilimleri, 2008 yılı ikinci çeyreğinde tersine dönse de özellikle 2008 yılı Haziran ayından itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyir izlemeye devam etmiştir (Grafik 2.2.1, Grafik 2.2.2).

Gelişmiş ülkelere ait tahvil piyasaları incelendiğinde, öne çıkan unsur ikinci çeyrek boyunca artış eğiliminde olan ABD ve Euro bölgesi uzun vadeli tahvil getirilerinin 2008 yılı Haziran ayının sonundan itibaren düşüş eğilimine girmesidir. Euro bölgesi büyümesinin en önemli belirleyicisi olan Almanya'da

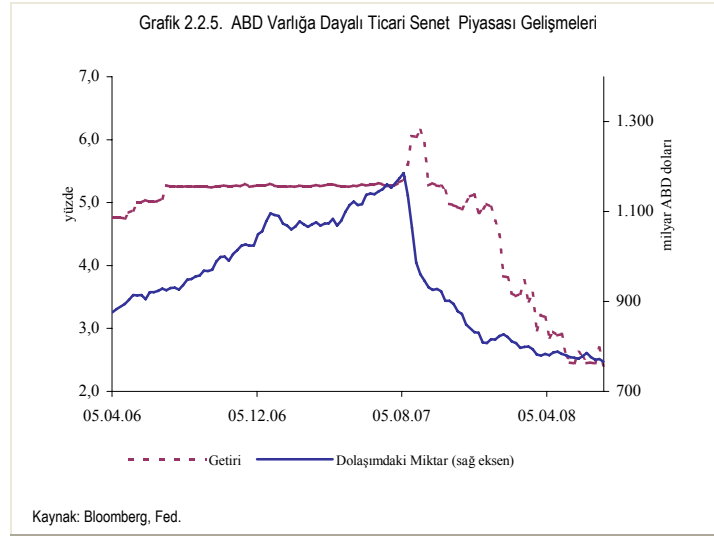
² Endeksin "-3" değerinin altına düşmesi yatırımcıların panik içinde olduğunu gösterirken, "5" değerinin üzeri aşırı iyimserlik bölgesi olarak tanımlanmaktadır.

³ 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.

sinai üretimin yıllık bazda son iki aydır gerilemesi ve emlak krizinden yüksek oranlarda etkilenen İspanya ve İtalya'nın yavaşlama eğilimleri, yatırımcıların güvenli araçlara ilgisinin artmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise EMBI+ risk primi endeksinde 2008 yılı ikinci çeyreğinde düşüş eğilimi gözlenmiştir. Ancak 2008 yılı Haziran ayı sonundan itibaren azalan küresel risk iştahı ve artan belirsizlikler nedeniyle söz konusu endeks hızla yükselme eğilimine girmiştir (Grafik 2.2.3).



Hisse senedi piyasalarında süregelen artış eğiliminin 2007 yılının dördüncü çeyreği itibarıyla tersine dönmüş olduğu gözlenmektedir. Morgan Stanley Sermaye Endeksi (MSCI) G7 ülkeleri alt endeksi, 14 Temmuz 2008 tarihi itibarıyla, 2007 yılı sonuna kıyasla yüzde 15,1 oranında gerilemiştir. Aynı dönemlerde MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) alt endeksi ise, ABD doları bazında, yüzde 16,3 oranında azalış sergilemiştir. Özellikle G7 ülkeleri hisse senedi piyasalarında görülen gerilemenin en önemli belirleyicisinin finansal şirketlerin hisse değerlerinin düşüşü olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.4).



ABD’de firmaların likidite ihtiyaçlarını karşılamakta sıklıkla başvurdukları Varlığa Dayalı Ticari Senetlere (ABCP) olan ilgi, ABD’de emlak piyasasında yaşanan sorunların ardından ticari senetlere esas olan varlıkların değerlerine ilişkin belirsizlikler nedeniyle azalmış ve 2007 yılının ikinci yarısında ihraçların önemli ölçüde gerilemesine neden olmuştur. Söz konusu araçlara olan ilginin gerilemesi firmaların para piyasalarına yönelmelerine ve bankalararası piyasalarda faizlerin sert hareketler sergilemesine neden olmuştur. 2007 yılı sonunda 0,83 trilyon ABD doları seviyesinde olan ABCP stok miktarı 2008 yılı Temmuz ayının ilk haftası itibarıyla 0,78 trilyon ABD dolarına gerilemiştir (Grafik 2.2.5).

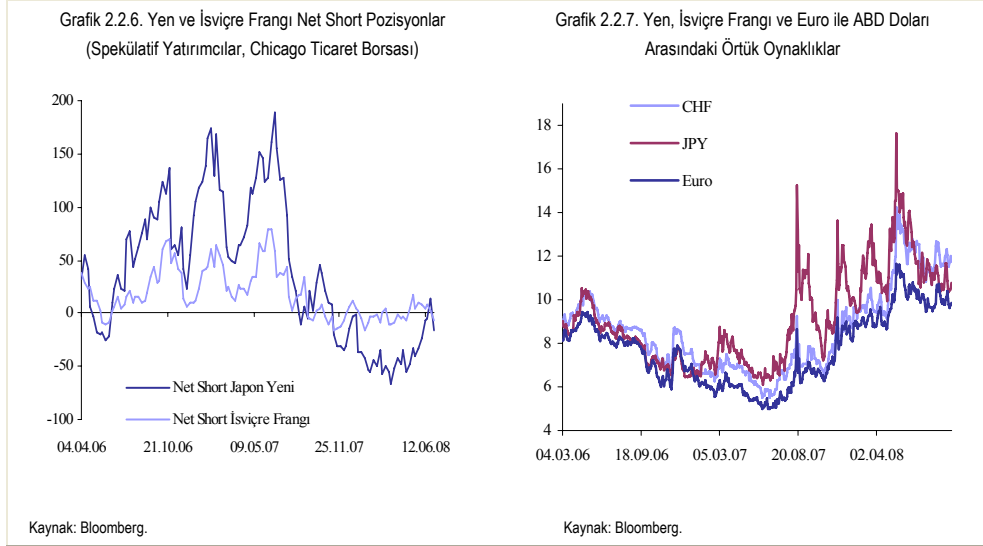
Sanayileşmiş ülkelere ait spot ve ileri vadeli sözleşmelerde oluşan faiz gelişmeleri incelendiğinde, ABD ve Euro bölgesinde 2009 yılının ilk çeyreği ile birlikte faiz artış beklentisinin hakim olmaya başladığı dikkat çekmektedir. ECB’nin son toplantısında faiz artırımının ardından önümüzdeki seneye ertelenen faiz artışı beklentisi, ABD’de önümüzdeki yılın ikinci çeyreğine 50 baz puan olarak fiyatlanmıştır (Tablo 2.2.1).

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

	2008				
	Spot	Eylül	Aralık	Mart	Haziran
ABD doları	3,00	2,93	3,16	3,29	3,50
Euro	4,96	5,07	5,21	5,23	5,20

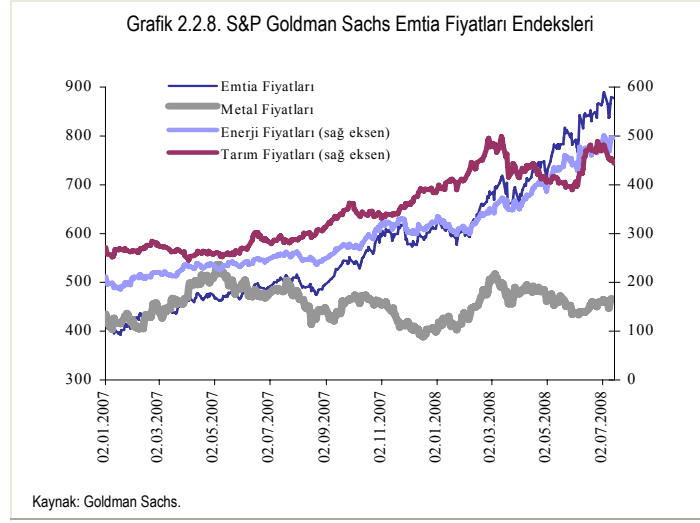
* 3-ay vadeli sözleşmelerde 4 Temmuz tarihinde oluşan getiriler kullanılmış, ABD için spotta Eurodollar faizleri, ileri vadeler için ise CME Eurodollar futures sözleşmeleri, Euro bölgesi için spotta Euribor, ileri vadelerde ise LIFFE futures sözleşmeleri kullanılmıştır. Kaynak: Bloomberg.

Son dönemlerde yatırımcılar tarafından yoğun bir şekilde kullanılan “carry trade” stratejisine ilişkin göstergeler, söz konusu işlemlerde geçtiğimiz dönemde gerileme yaşandığına işaret etmektedir. Japon Yeni üzerine yazılan sözleşmelerde 1 Temmuz 2008 tarihi itibarıyla, spekülative yatırımcılar Japon yenindeki short pozisyonlarını durağana çekerken İsviçre frangındaki durağan durumlarını son bir aylık dönemde de korumuşlardır (Grafik 2.2.6). Euro, Japon Yeni ve İsviçre frangına ilişkin örtük oynaklık serilerinin 2007 yılının ikinci yarısında gözlenen artış eğilimini 2008 yılının ikinci çeyreğinde yerini azalışa bıraktığı görülmekte, ancak serilerin uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.2.7). Bu durum “carry trade” stratejisindeki riskli durumun görece azalmasına rağmen halen devam ettiğine işaret etmektedir.



2.2.2. Emtia Piyasaları

S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksi 2008 yılının ikinci çeyreğinde de yükseliş eğilimini devam ettirerek 2007 yılının aynı dönemine göre yüzde 76,4, bir önceki çeyreğe göre ise yaklaşık yüzde 29 oranında artmıştır. Emtia fiyat endeksinde gözlenen yüksek yıllık artış, temel olarak enerji ve tarım alt endekslerindeki hızlı yükselmeden kaynaklanmaktadır. Söz konusu alt endekslerdeki yıllık yüzde artış, sırasıyla yüzde 95,6 ve yüzde 65,4 olarak gerçekleşmiştir. Metal alt endeksi ise 2008 yılının ikinci çeyreğinde yıllık olarak yüzde 2,8 oranında bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.8).



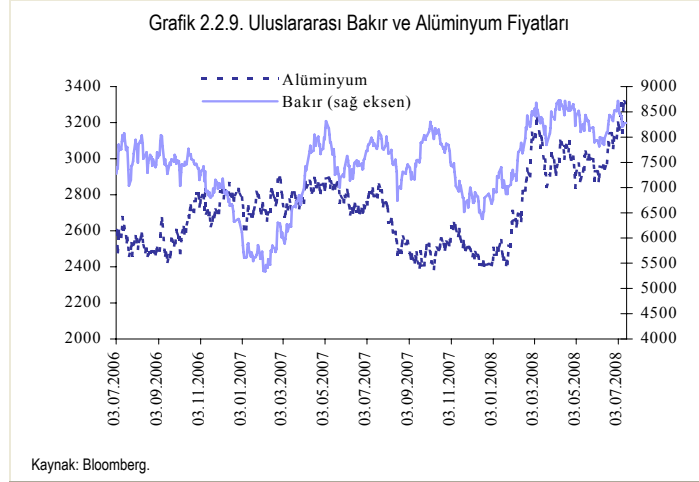
GSCI metaller alt endeksi içinde önemli bir role sahip olan alüminyum ve bakırın Londra Metal Borsasındaki (LME) fiyat gelişmeleri incelendiğinde, 2008 yılının ikinci çeyreği itibarıyla yıllık artışların sırasıyla yüzde 14,3 ve yüzde 12,6 düzeyinde gerçekleştiği gözlenmektedir. Alüminyum ve bakır fiyatlarının çeyreklik bazdaki artışları, yıllık artışların gerisinde kalmıştır (Tablo 2.2.2).

Tablo 2.2.2. Londra Metal Borsası (LME) Gelişmeleri*

ABD Doları / Ton	Değer				Değişim (Yüzde)		
	2007-II	2008-I	2008-II	2008-III**	2008-II/2008-I	2008-II/2007-II	2008-III**/2008-II
Alüminyum	2.725	2.990	3.114	3.306	4,1	14,3	6,2
Bakır	7.560	8.390	8.510	8.280	1,4	12,6	-2,7

* Tablo dönem sonu değerlerinden oluşmuştur.
** 14 Temmuz 2008 tarihi itibarıyla.
Kaynak: Bloomberg.

Alüminyum ve bakır fiyatlarındaki artışta gelişmekte olan ülkelerden kaynaklanan talep canlılığı belirleyici olmuştur. Önemli üretici ülkelerde gözlenen enerji kesintileri de, üretimde beklenmedik gelişmelere yol açarak fiyatların yükselmesine katkıda bulunmuştur. Çin kaynaklı üretim kesintilerinin devam etmesi beklenirken, bu durum özellikle alüminyum fiyatlarının artması için uygun zemin hazırlamaktadır. Enerji girdisi daha yüksek olan alüminyum üretimindeki maliyet artışları da fiyatlar üzerinde baskı yaratan bir diğer unsur olmuştur (Grafik 2.2.9).

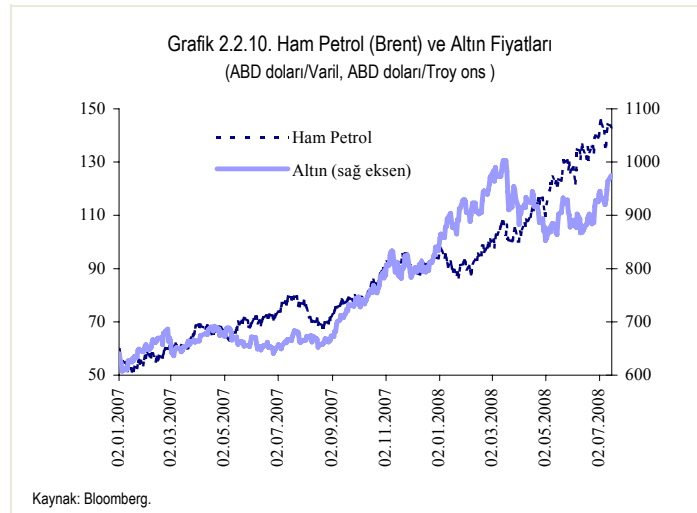


Uluslararası ham petrol fiyatlarında 2008 yılının Şubat ayından itibaren yeniden başlayan artış eğilimi yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiş, 15 Temmuz tarihi itibarıyla ham petrol fiyatı 143,2 ABD doları/varil düzeyine ulaşmıştır (Grafik 2.2.10). Bu düzey, geçen yılın aynı gününe göre yüzde 80,7 oranında bir artışa işaret etmektedir. Uluslararası ham petrol fiyatlarının yılın ikinci çeyreğindeki yükselişinde Nijerya’da devam eden iç kargaşa ve Orta Doğu’daki belirsizliklerin artması, İskoçya’daki grev sonucunda arz sıkıntılarının artacağı beklentisi ve ABD dolarında yaşanan değer kayıpları belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, gelişmekte olan Asya ülkelerinin iç piyasada petrol ürünlerine uyguladıkları sübvansiyon miktarını azaltmaları ve Suudi Arabistan’ın üretim miktarını artırma kararı, petrol fiyatlarının daha fazla artmasını engelleyen unsurlar olmuştur.

Ham petrolde temel göstergeler incelenecek olursa, öncelikle talep canlılığının devam etmekte olduğu dikkat çekmektedir. Özellikle OECD üyesi olmayan ülkelerdeki talep artışı, OECD ülkelerindeki gerilemeyi aşarken, söz konusu ülkelerin aynı zamanda sübvansiyonların yoğun bir şekilde kullanıldığı ülkeler olması, bölge hükümetlerinin almış oldukları sübvansiyonları azaltma kararlarının önemini artırmıştır. Özellikle Çin’in, sekiz ay aradan sonra, iç piyasada petrol ürünleri fiyatlarında yüzde 18’lere varan oranda artışa gitmesi, petrol talebinin düşmesi açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkmıştır. Uluslararası Enerji Ajansı (IEA), bu gelişmeler ışığında, 2007 yılında 1,1 milyon varil (mv)/gün olan talep artışının 2008 yılında 0,8 mv/gün düzeyine gerilemesini beklemektedir.

Üretim tarafında ise OPEC 2008 yılı Mart ayındaki olağan toplantısında üretim seviyesini 2008 yılı Eylül ayındaki olağan toplantısına dek sabit tutma kararı almıştır. Son fiyat gelişmelerinin ardından Suudi Arabistan üretim miktarını artırırken, Nijerya'daki kesintiler OPEC'in belirgin katkı yapmasını engellemiştir. Üretim açısından öne çıkan en önemli unsur ise OPEC üyesi olmayan ülkelerin üretimlerinde gözlenen sorunlardır. Başta Rusya ve Meksika olmak üzere bazı ülkelerde gözlenen üretim daralmaları, bazı yatırım kuruluşlarının 2008 senesinde OPEC üyesi olmayan ülkelerdeki üretim miktarının 2007 yılı seviyesinde kalacağını tahmin etmesine neden olmuş ve söz konusu gelişmelerin stok seviyelerinde gerilemeyi beraberinde getireceği düşüncesiyle fiyatlar üzerinde baskı yaratmıştır.

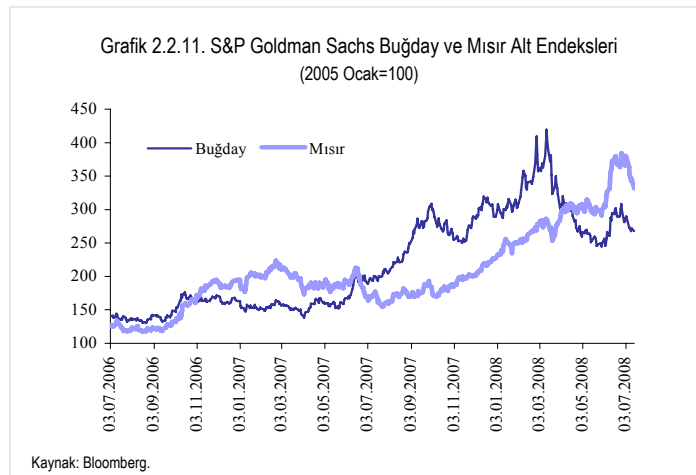
Ham petrol fiyatlarının yakın dönemde izleyeceği seyrin belirlenmesinde, başta İran-İsrail gerginliği ve Nijerya'daki saldırılar olmak üzere jeopolitik sorunların ortadan kalkması en önemli unsur olarak öne çıkarken, Çin'de kömür üretimindeki daralmadan kaynaklanan enerji sıkıntılarının giderilmesi ve gelişmekte olan Asya ülkelerinde tüketicilerin artan fiyatlara vereceği tepki diğer önemli unsurlar arasında almaktadır. Yılın sonlarına doğru OPEC üyesi olmayan ülkeler kaynaklı üretim artışı kış ayları öncesinde büyük önem arz etmektedir. Diğer yandan, jeopolitik belirsizliklerin devamı ve geçmiş yıllarda yaşananlara benzer kasırga kaynaklı üretim kesintileri arz belirsizliklerinin yoğun olduğu dönemde ani fiyat sıçramalarını beraberinde getirebilecektir.



Gelişmiş ülkelerin mali piyasalarında yaşanan çalkantılar, enflasyonun küresel ölçekte artış eğilimine girmesi ve gelişmekte olan ülkelerin fiziki altın talebindeki yükseliş, altın fiyatlarının 14 Mart 2008 tarihinde 1.003 ABD

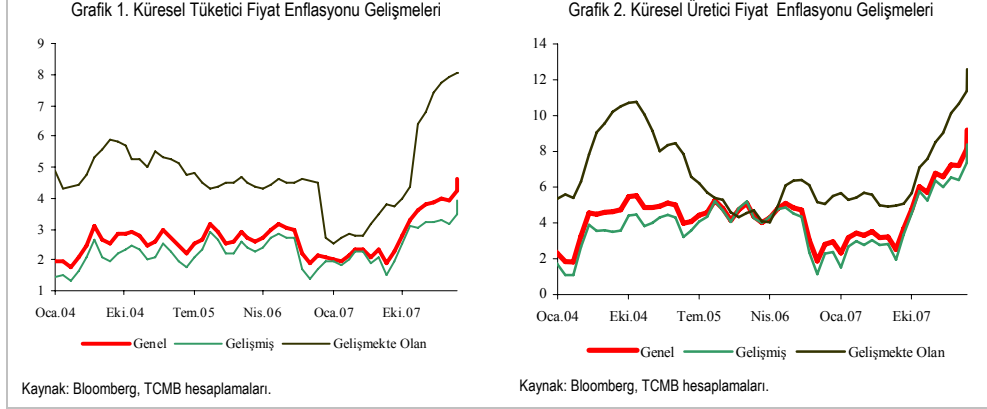
doları/Troy ons ile tarihi zirve değerine çıkmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, IMF'nin altın satışına gideceğini açıklaması, Fed'in de benzer bir politika izleyebileceğine ilişkin söylentiler altın fiyatlarının bu tarihten itibaren düşmesine yol açmıştır. Altın fiyatları, 15 Temmuz 2008 tarihi itibarıyla geçen yılın aynı gününe göre yüzde 46,6 oranında artarak 974,8 ABD doları/Troy ons değerinde işlem görmüştür (Grafik 2.2.10).

Son bir yıllık dönemde enflasyonun global ölçekte yükselmesine neden olan en önemli etkenlerden biri de uluslararası piyasalarda gıda fiyatlarında gözlenen hızlı artışlardır. S&P Goldman Sachs endeksi içinde yüzde 11 paya sahip olan Tarımsal Hammadde Fiyatları Alt Endeksi'nin içinde mısır ve buğday yüzde 6,8 ile en önemli bileşen konumundadır. 14 Temmuz 2008 tarihi itibarıyla S&P Goldman Sachs buğday alt endeksi yüzde 33,6 oranında, mısır alt endeksi ise yüzde 87,1 oranında yıllık artışlar sergilemiştir. Kuraklığa bağlı rekolte kayıpları ile mısır ve buğdayın alternatif yakıt üretiminde kullanılması söz konusu tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki artışın temel kaynağını oluşturmuştur. Bununla birlikte, buğday fiyatlarında yılın ikinci yarısında gerçekleşmesi beklenen rekolte artışının etkisiyle 14 Temmuz 2008 itibarıyla yılın ilk çeyreğine göre yüzde 11,9 oranında bir düşüş gözlenmiştir. Mısırdaki ise stok gerilemelerine bağlı olarak aynı dönemde yüzde 17 oranında bir artış gerçekleşmiştir. ABD'de mısırın etanol üretiminde kullanılması ve etanol üretiminin hızlı artması, önümüzdeki dönemde mısır fiyatlarındaki artışın kalıcı olabileceğine işaret etmektedir. Buğdayda ise, rekolte artışı beklentisine bağlı olarak fiyat artışlarının sürmesi daha az olası görünmektedir (Grafik 2.2.11).



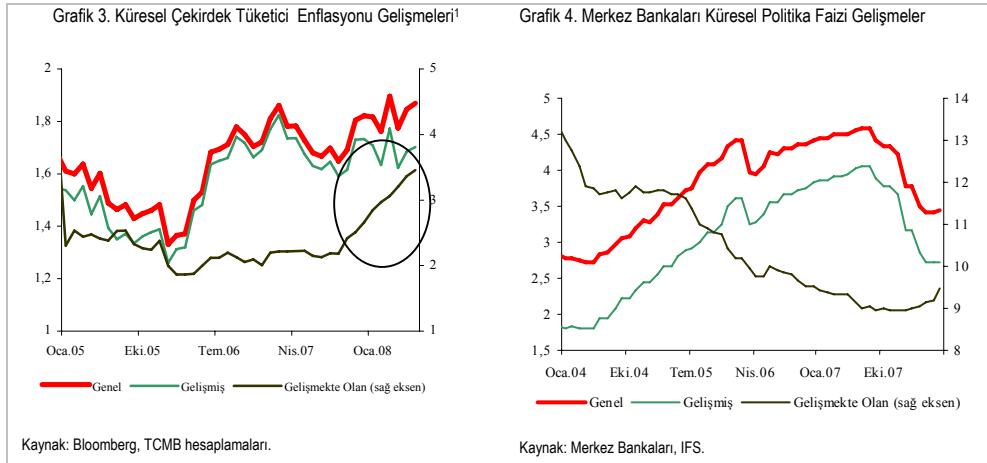
KUTU 2.1. KÜRESEL ENFLASYON GELİŞMELERİ VE PARA POLİTİKASI TEPKİLERİ

Türkiye ekonomisinde 2006 yılından bu yana enerji ve gıda fiyatlarında gerçekleşen yüksek oranlı artışlar enflasyondaki düşüş sürecini geciktirmektedir. Uluslararası veriler beklentilerin üzerinde artan enerji ve gıda fiyatlarının, Türkiye'ye özgü bir sorun olmadığını ve küresel ölçekte fiyat istikrarını tehdit eder düzeye ulaştığını göstermektedir (Grafik 1 ve Grafik 2).¹ Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyonlarında gözlenen artışlar da dikkat çekmektedir (Grafik 3). Bu kutuda, artan enflasyon oranlarına karşısında merkez bankalarının politikalarının nasıl farklılaştığı incelenecektir.



2007 yılında beliren ABD kökenli emlak piyasası krizinin zamanla tüm küresel ekonomiyi etkilemesi küresel büyüme sürecinin sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri artırmıştır. Aynı dönemde, dünya hammadde talebi, başta Çin ve Hindistan olmak üzere, gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak hızla artmıştır. Bu durum tüketici ve üretici fiyatlarının son yılların en yüksek seviyelerine ulaşmasına yol açmıştır. 2007 yılının üçüncü çeyreğinden başlayarak, gelişmekte olan ülkelerde tüketici enflasyonunun yanı sıra çekirdek enflasyonun da artış gösterdiği dikkat çekmektedir.

Dünya genelinde merkez bankaları politika faizlerinin gelişimi incelendiğinde, Mart ayına kadar gerileyen gelişmiş ülke merkez bankaları politika faiz oranı endeksinin Haziran ayı sonuna kadar durağan seyrettiği, buna karşılık gelişmekte olan ülke merkez bankaları politika faiz oranı endeksinin 2007 yılı Aralık ayına kıyasla 55 baz puanlık artışa işaret ettiği görülmektedir. Bir başka deyişle, gelişmiş ülke merkez bankaları para politikalarını finansal çalkantının başladığı 2007 yılına kıyasla belirgin bir biçimde gevşetirken, gelişmekte olan ülke merkez bankaları aynı dönemde para politikalarını sıkılaştırmıştır (Grafik 3). Daha alt detayda incelendiğinde, endekse dahil edilen 19 gelişmekte olan ülkeden 9'unun Haziran ayında politika faiz oranlarını 25 ile 50 baz puan arasında artırmış olması dikkat çekmektedir.²



¹ Endeksleştirme sürecinde ülke gruplaması IMF tanımları çerçevesinde gerçekleştirilirken, 14 gelişmiş ülke (ABD, Japonya, İngiltere, Kanada, Güney Kore, Avustralya, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka, Hong Kong, İsrail, Singapur, Yeni Zelanda) ve Euro bölgesi ile 19 gelişmekte olan ülke (Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G. Afrika, Arjantin, Malezya, Tayland, Çek Cumhuriyeti, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Vietnam) kapsama dahil edilmiştir. 2006 yılı itibarıyla söz konusu ülkeler dünya GSYİH'sinin yüzde 93,2'sini oluşturmaktadır. Afrika (G. Afrika hariç) ve Orta Doğu hariç tutulduğunda dünya GSYİH'si içinde gelişmekte olan ülkeler yüzde 22,0 ağırlığa sahipken, bu çalışmada söz konusu ülke grubunun ağırlığı yüzde 16,4 ile sınırlı kalmıştır. Bileşik endeksler elde edilirken ağırlıklandırma 2000-2006 dönemi, ABD doları ve euro bazında ortalama GSYİH büyüklükleri baz alınarak gerçekleştirilmiştir.

² Söz konusu dönemde Brezilya, Türkiye ve G. Afrika politika faizlerini 50 baz puan artırırlarken Meksika, Rusya, Polonya, Endonezya, Romanya ve Filipinler politika faiz oranlarında 25 baz puan artışa gitmişlerdir.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler değerlendirildiğinde, hemen hemen bütün ülkelerde enflasyonun hedefin üzerinde kaldığı gözlenmektedir. Haziran 2008 tarihi itibarıyla 18'i gelişmekte olan ülke olmak üzere 25 ülkede enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaktadır. Bu ülkelerden 11'i enflasyon hedefini aralık olarak, geri kalan 14'ü ise bir tolerans/belirsizlik aralığı ile birlikte nokta hedef olarak belirlemiştir. 2008 yılı Haziran ayı itibarıyla, 6'sı gelişmiş ülke olmak üzere 23 ülkede enflasyon oranları belirlenen aralıkların üzerinde seyretmektedir. Hedefin aşılmadığı iki ülkede de (Brezilya ve Norveç) enflasyonun 2006 ve 2007 yıllarına kıyasla önemli oranda arttığı ve olumsuz küresel konjonktürün devam etmesi halinde enflasyon hedef aralığının dışına çıkılmasının olası olduğu düşünülmektedir (Tablo 1).

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkelerde Yıllık Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşmeleri

	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi	Enflasyon Hedefi (2008)	2006	2007 ⁽¹⁾	2008 ⁽¹⁾
Yükselen Piyasalar					
İsrail	1997-II	1-3	-0,1	3,4	4,8
Çek Cum	1998-I	3 (+/-1)	1,7	5,4	6,7
Polonya	1998-IV	2,5 (+/-1)	1,4	4,0	4,6
Brezilya	1999-II	4,5 (+/-2)	3,1	4,5	6,1
Şili	1999-III	2-4	2,6	7,8	9,5
Kolombiya	1999-III	3,5-4,5	4,5	5,7	7,2
Güney Afrika ⁽⁴⁾	2000-I	3-6	5,0	8,6	10,9⁽²⁾
Gana	2007-II	6-8	10,9	12,7	18,4
Tayland ⁽⁴⁾	2000-II	0-3,5	1,5	1,2	3,6
			(3,5)	(3,2)	(8,9)
Kore	2001-I	3 (+/-0,5)	2,2	3,6	5,5
Meksika	2001-I	3 (+/-1)	4,1	3,8	5,3
Macaristan	2001-II	3 (+/-1)	6,5	7,4	6,7
Peru	2002-I	2 (+/-1)	1,1	3,9	5,7
Filipinler	2002-I	5-6	4,3	3,9	11,4
Slovakya	2005-I	0-2	3,7	2,4	4,1
Endonezya	2005-III	5 (+/-1)	6,6	6,6	11,0
Romanya	2005-III	4 (+/-1)	4,9	6,6	8,5⁽²⁾
Türkiye	2006-I	4 (+/-2)	9,7	8,4	10,6
Sanayileşmiş Ülkeler					
Yeni Zelanda	1990-I	1-3	2,6	3,2	4,0
Kanada	1991-I	1-3	1,7	2,4	3,1
İngiltere	1992-IV	2(+/-1)	3	2,1	3,8
İsveç	1993-I	2 (+/-1)	1,6	3,5	4,3
Avustralya	1993-II	2-3	3,3	3,0	4,2⁽³⁾
İzlanda	2001-I	2,5(+/-1,5)	7	5,9	12,7
Norveç	2001-I	2,5(+/-1)	2,2	2,8	3,4

(1) 2007 ve 2008 Haziran itibarıyla hedeften sapan ülkeler koyu olarak gösterilmiştir.

(2) Mayıs

(3) Mart

(4) Güney Afrika ve Tayland çekirdek enflasyonu hedeflemektedir. Enerji ve gıda fiyatlarındaki artışların Tayland enflasyonu üzerindeki etkilerini göstermek amacıyla genel tüketici fiyatları enflasyonu parantez içinde gösterilmektedir. G. Afrika'da çekirdek enflasyon, ipoteğe dayalı konut kredilerine bağlı tahvilin faiz maliyetinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır.

Kaynak: Bracke, T., M. Franta and J. Strasky (2008), "Monetary Policy Strategies and Exchange Rate Regimes in Mediterranean Countries," ECB, unpublished manuscript. Listedeki ülkelerin merkez bankası internet sayfaları.

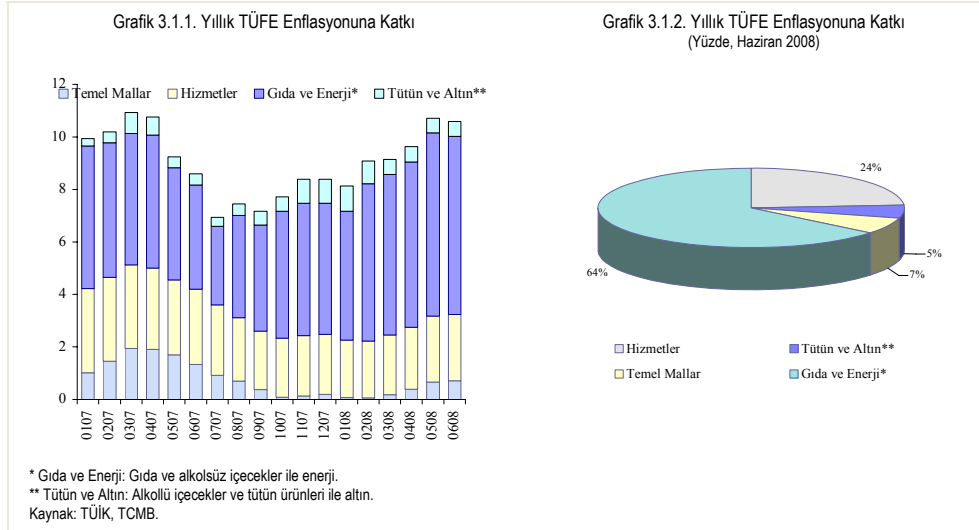
Yukarıda açıklanan gelişmeler ışığında, Türkiye'de son dönemlerde artan enflasyon oranlarının küresel ölçekte de süregelen bir eğilim olduğu göze çarpmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde belirgin bir biçimde artan enflasyon oranları, gelişmiş ülkelerin makroekonomik görünümünde de önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Her ne kadar gelişmiş ülke merkez bankaları finansal piyasalardaki sorunların başladığı dönemden sonra para politikalarını gevşetmiş olsa da, bu ülkelerde politika faizleri endeksinin Mart ayından itibaren durağan seyretmesi ve süregelen enflasyon artışları, başta ABD olmak üzere birçok gelişmiş ülkede faiz indirim sürecinin sonuna gelindiğini düşündürmektedir. Öte yandan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde gerçekleşen enflasyon oranlarının hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmesi, önümüzdeki dönemde söz konusu ülkelerde parasal sıkılaştırmanın devam edebileceği beklentisini güçlendirmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

3.1. Enflasyon

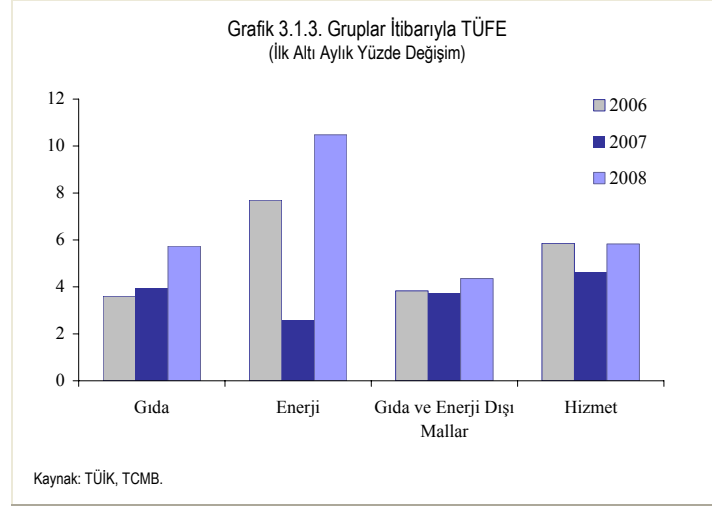
2008 yılının ikinci çeyreğinde yıllık enflasyon yüzde 10,61'e yükselmiştir. Yılın ilk yarısındaki artış yüzde 6 ile son beş yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır. Gıda ve enerji fiyatlarındaki hızlı artışın hem doğrudan etkileri hem de hizmet fiyatları üzerindeki dolaylı yansımaları yıllık enflasyondaki artışın temel belirleyicisi olmayı sürdürmektedir. Buna ek olarak, yılın ilk dört ayında Yeni Türk lirasında gözlenen değer kaybının gecikmeli etkileri de ikinci çeyrekte enflasyondaki artışta rol oynamıştır.

Gıda, enerji, tütün ürünleri ve altın fiyatlarındaki gelişmelerin yıllık enflasyona yaptıkları katkı yılın ikinci çeyreğinde artmaya devam etmiştir. Hizmetler ile temel mal fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı ise daha ziyade baz etkisinden kaynaklanan bir yükseliş göstermiştir (Grafik 3.1.1). Haziran ayı itibarıyla yıllık enflasyonun yüzde 64'ünü gıda ve enerji fiyat artışları oluşturmuştur (Grafik 3.1.2).



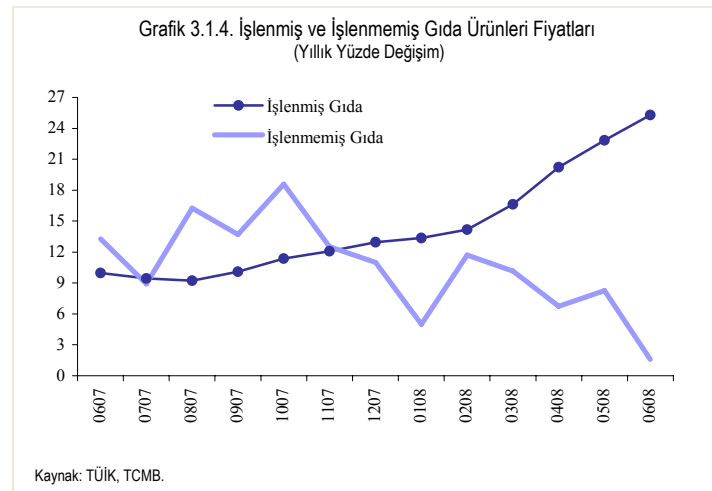
2008 yılının ilk yarısında gıda fiyatlarındaki artış son yıllara kıyasla daha yüksek gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.3). Bu dönemde işlenmemiş gıda fiyat artışları yavaşlansa da, yurt içi arz kayıpları ile uluslararası gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar neticesinde işlenmiş gıda fiyatlarındaki yükseliş eğilimi sürmüştür. Nitekim, yılın ilk yarısında işlenmiş gıda fiyatları yüzde 14 oranında artmıştır. Benzer şekilde, enerji fiyatları da

önceki yıllara kıyasla daha yüksek bir oranda artarak tüketici enflasyonunun yükselişinin temel belirleyicilerden biri olmuştur.



Gıda ve enerji dışı mal fiyatlarında yılın ilk yarısında gözlenen yüzde 4,4 oranındaki artış son iki yıldaki oranların üzerinde kalmıştır (Grafik 3.1.3). Bu gelişme, özellikle dayanıklı mal grubu fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlardan kaynaklanmıştır. Aynı dönemde, hizmet grubundaki fiyat artışı da geçen yılın üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda ve enerji fiyatlarının etkisi ile yemek ve ulaştırma hizmetleri fiyatları hızlı bir şekilde artarken, bu kalemler haricinde kalan hizmetlerin fiyat artış hızı gerilemeye devam etmiştir.

Özetle, yılın ilk yarısında enflasyonda gözlenen yükselişte gıda ve enerji fiyatları belirleyici olmuştur. Nitekim, Haziran ayı itibarıyla bu iki grubun yıllık enflasyona katkısı 6,8 puan düzeyindedir.



Son dönemde işlenmemiş gıda ürünleri yıllık fiyat artışları dikkate değer bir şekilde yavaşlamıştır (Grafik 3.1.4). Bu yavaşlamada meyve ve sebze fiyatlarındaki gelişmeler etkili olurken, diğer yandan, meyve ve sebze dışında kalan işlenmemiş gıda ürünleri (bakliyat, pirinç gibi) fiyatları yükseliş göstermiştir (Tablo 3.1.1). Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar, meyve ve sebze fiyatlarının seyrinde etkili olan başlıca faktörlerin üretim, dış talep, gıda imalatı talebi ve akaryakıt fiyatları olduğuna işaret etmektedir. Söz konusu faktörlerden, akaryakıt fiyatlarının seyri son dönemde grup fiyatlarını olumsuz yönde etkilese de, üretimin bir önceki yıla kıyasla daha olumlu seyretmesi ve bu grubun ihracatında gözlenen yavaşlama, meyve ve sebze fiyatlarındaki gerilemeyi beraberinde getirmiştir. Özellikle, Haziran ayında Rusya'ya yapılan ihracatın daralması ile birlikte taze meyve ve sebze fiyatları mevsimsel eğiliminin üzerinde bir oranda azalış göstermiştir.

	Çeyreklik Yüzde Değişim				Yıllık Yüzde Değişim	
	2007-I	2007-II	2008-I	2008-II	2008-I	2008-II
İşlenmemiş Gıda	11,74	-5,93	10,90	-13,25	10,16	1,60
1. Meyve ve Sebze	20,61	-15,06	16,81	-34,28	13,04	-12,53
Taze Meyve	28,53	15,90	14,75	-13,34	20,19	-10,13
Sebze	15,64	-36,68	18,26	-48,66	7,88	-12,53
2. Diğer İşlenmemiş Gıda	4,78	2,30	6,14	5,40	7,89	11,16
İşlenmiş Gıda	2,28	0,58	5,61	8,06	16,63	25,30
1. Ekmek ve Tahıllar	4,20	1,45	6,84	12,42	20,14	33,14
2. Ekmek ve Tahıllar Dışı İşlenmiş Gıda	1,10	0,03	4,88	5,38	14,48	20,61
Bitkisel Sıvı Yağlar	0,98	-0,53	15,60	19,67	40,27	68,76

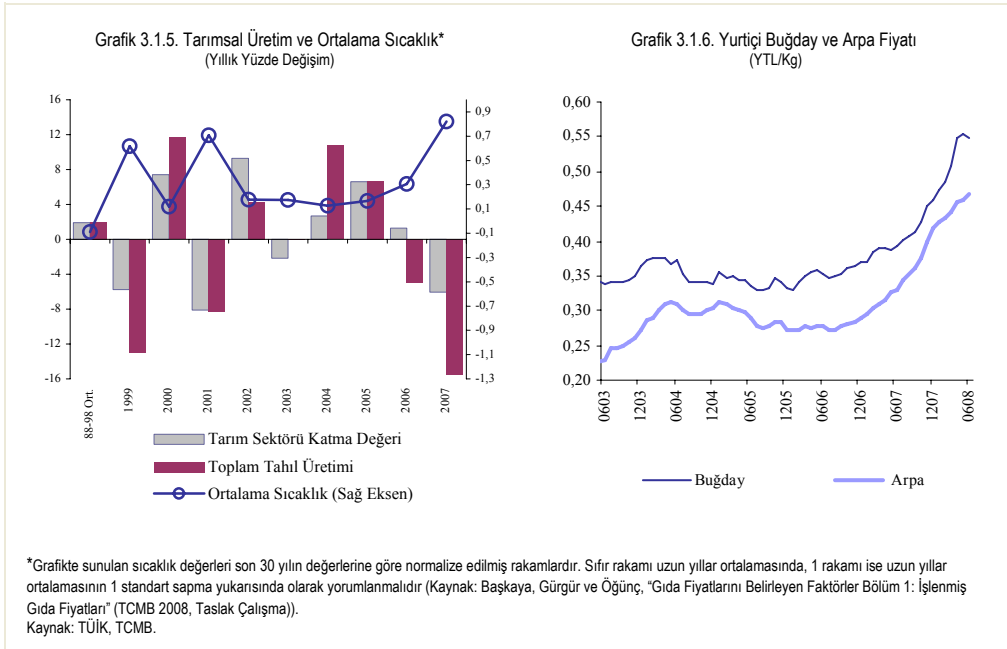
Kaynak: TÜİK, TCMB.

İşlenmiş gıda ürünleri fiyatları artış oranında son bir yılda gözlenen hızlanma ikinci çeyrekte belirginleşerek devam etmiştir (Tablo 3.1.1). Böylelikle, işlenmiş gıda ürünleri yıllık enflasyonu 2008 yılı ilk yarı sonu itibarıyla yüzde 25,30 oranına ulaşmıştır. Bu yükselişte hem ekmek ve tahıllar hem de diğer işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışların etkisi olmuştur (Tablo 3.1.1). İşlenmiş gıda ürünleri fiyat artışlarında özellikle iklim koşullarındaki bozulma ile gıda sektörü ithalat fiyatlarındaki yükselişlerin belirgin katkısı dikkat çekmektedir. Söz konusu etkilere ek olarak, akaryakıt fiyatlarında süregelen artışlar da yukarı yönlü baskıyı kuvvetlendirmektedir.

2008 yılının ilk yarısında ekmek ve tahıllar dışında kalan işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarının hızlanmasına en önemli katkıyı, belirtilen dönemde yüzde 38,3 oranında artan bitkisel sıvı yağ fiyatları yapmıştır (Tablo 3.1.1).

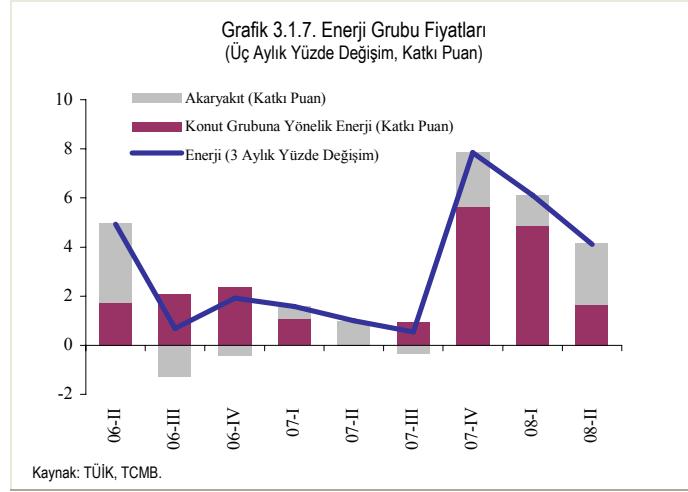
Bu sektörde, hem yağ hammaddesi ithal edilmekte hem de yurt içi arz açığı ithalat yoluyla karşılanmaktadır. Dolayısıyla, ithalat fiyatlarındaki artışlar grup fiyatları üzerinde etkili olmaktadır.

Ekmek ve tahıllar grubu fiyatlarındaki artışlarda ise buğday fiyatlarındaki hızlanmanın etkisi önemli ölçüde hissedilmektedir. Ülkemizde, tarımsal üretim ile iklim koşulları arasında yakın bir bağ bulunmaktadır (Grafik 3.1.5). Sıcaklığın uzun yıllar ortalamasının belirgin olarak üzerine çıktığı dönemlerde, tarımsal üretim ve bunun önemli bir kısmını oluşturan tahıl ürünleri üretimi dikkate değer şekilde gerilemektedir. Tahıl ürünleri üretiminde 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla yüzde 5 ve yüzde 15,5 oranlarındaki azalma ve buna ek olarak uluslararası fiyatlardaki hızlanma başta buğday ve arpa olmak üzere tahıl ürünleri fiyatlarını yüksek oranda arttırmış (Grafik 3.1.6), bu artışlar ise ekmek ve tahıllar grubu fiyat artışlarını beraberinde getirmiştir. Üretim kayıplarından kaynaklanan olumsuz etkilerin azalacağı ve bu doğrultuda işlenmiş gıda ürünleri fiyatları artış hızının yılın ikinci yarısında yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. Gıda fiyatlarının önümüzdeki dönemde izleyeceği seyre ilişkin tahminlere temel oluşturan varsayımlar Kutu 3.1'de özetlenmektedir.

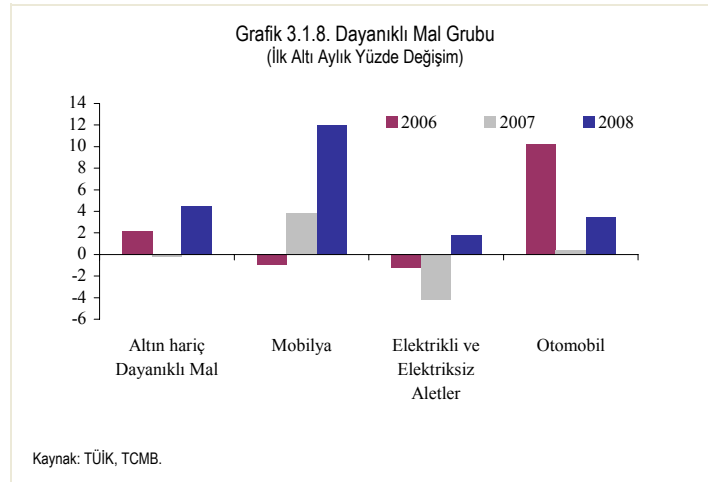


2008 yılının ilk çeyreğinde akaryakıt fiyatları ile elektrik tarifelerinde yapılan ayarlama sonucunda yüksek oranda artan enerji fiyatları, yılın ikinci çeyreğinde de yüzde 4,12 oranında artmıştır (Grafik 3.1.7). Bu gelişmede,

uluslararası petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş sebebiyle artan akaryakıt ürünleri fiyatları belirleyici olmuştur. Temmuz ayı başında elektrik tarifelerinde yapılan ayarlama ile grup fiyatlarındaki artış eğiliminin yılın üçüncü çeyreğinde de süreceği öngörülmektedir.



2008 yılı ikinci çeyrek sonu itibarıyla enerji ve gıda ürünleri dışında kalan mal grubu yıllık enflasyonu ilk çeyreğe kıyasla 1,77 puan artarak yüzde 4,18 olmuştur. Bu gelişmede, dayanıklı mal grubu fiyatlarında gözlenen yükselişler etkili olurken, giyim fiyatları olumlu seyrini korumuştur.



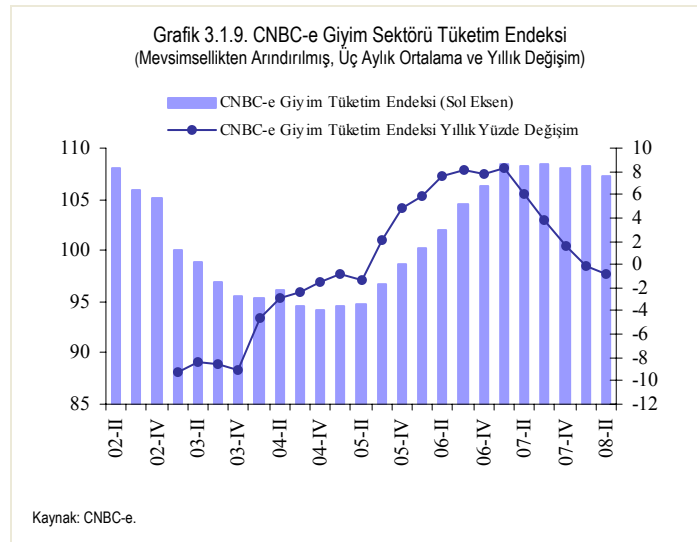
Dayanıklı tüketim malları (altın hariç) fiyatları, 2008 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 2,81 oranında artmış, grup fiyatları yıllık artışı Haziran ayı itibarıyla yüzde 0,30 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.2). Özellikle, yılın ilk altı aylık döneminde birikimli olarak yüzde 12,04 artarak geçmiş yıllardaki

gerçekleşmelerin oldukça üzerinde kalan mobilya fiyatları, grup fiyat gelişmelerinde belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.8). Özellikle kur gelişmelerine daha duyarlı olan elektrikli ve elektriksiz ev aletleri grubu ve otomobil fiyatlarındaki ilk altı aylık birikimli enflasyon, geçtiğimiz yıldaki değerlerin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.8).

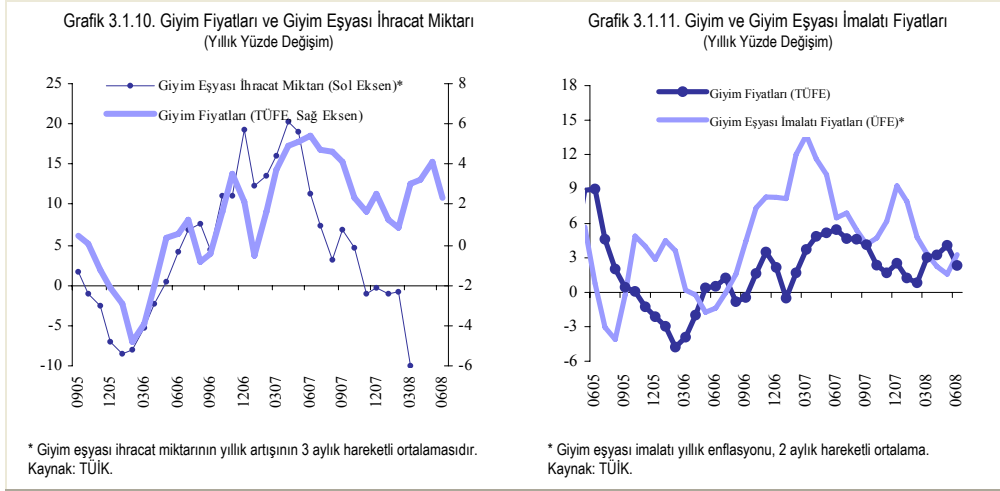
Tablo 3.1.2. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2007				2008	
	II	III	IV	Yıllık	I	II
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	-1,36	-1,60	-2,41	-4,21	1,58	2,81
Mobilya	4,50	-6,34	0,94	-1,80	4,13	7,60
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-3,75	-1,80	-1,80	-2,35	1,16	0,68
Otomobil	-2,74	0,71	-4,42	-3,37	1,04	2,44
Diğer Dayanıklı Mallar	1,09	-0,52	0,32	1,71	0,04	0,89

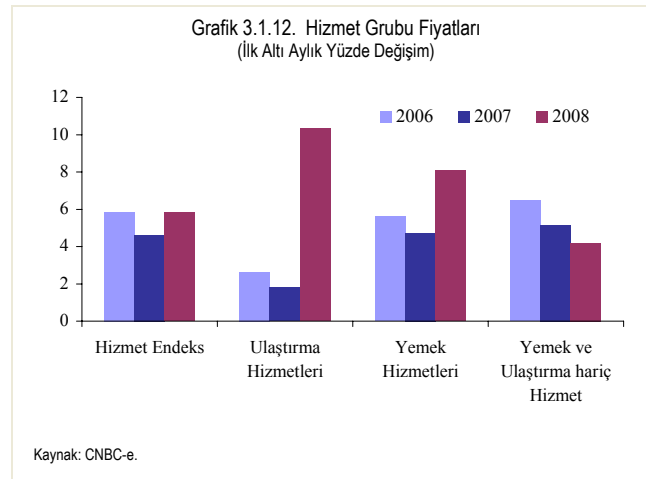
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Giyim ve ayakkabı grubu fiyatları yıllık enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe kıyasla yaklaşık bir puan gerileyerek yüzde 2,86 olmuştur. Mevsimsellikten arındırılmış CNBC-e Tüketim Endeksi, giyim sektörü iç piyasa satışlarında yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 3.1.9). Benzer şekilde, giyim eşyası ihracatı yıllık artış hızı da son dönemde belirgin bir yavaşlama eğilimi sergilemektedir (Grafik 3.1.10). Giyim eşyası imalat sanayi fiyatları olumlu seyrini ikinci çeyrekte de sürdürmüştür (Grafik 3.1.11). Söz konusu gelişmeler, toplam talep ile maliyet koşullarının giyim fiyat enflasyonunun aşağı yönlü seyrine katkıda bulunduğu işaret etmektedir. Mevcut görünüm, giyim fiyatlarının yıllık artış hızının yılın geri kalan döneminde yavaşlamaya devam edebileceğine işaret etmektedir.

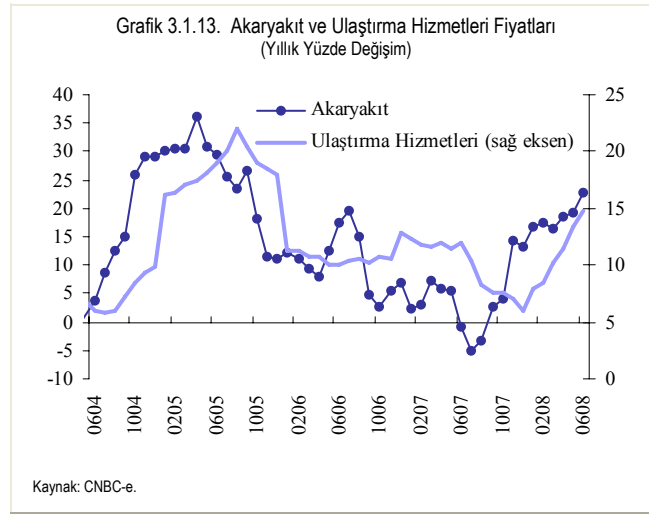


Hizmet fiyatlarının son dönemdeki seyri, özellikle gıda ve enerji fiyatlarının tüketici enflasyonu üzerindeki ikincil etkilerinin gözlenmesi açısından önemli bilgiler içermektedir. Ulaştırma ve yemek hizmetlerinin yılın ilk yarısındaki artışları, akaryakıt ve gıda fiyatlarında son bir yıldaki hızlı artışların etkilerini yansıtmakta ve geçtiğimiz iki yılın aynı dönemine kıyasla belirgin olarak yüksek kalmaktadır (Grafik 3.1.12). Diğer taraftan, yemek ve ulaştırma hizmetleri dışında kalan hizmet kalemleri enflasyonunun düşüş eğilimini sürdürmesi ile genel hizmet enflasyonu yılın ilk yarısında geçmiş yıllara paralel bir seyir izlemiştir.

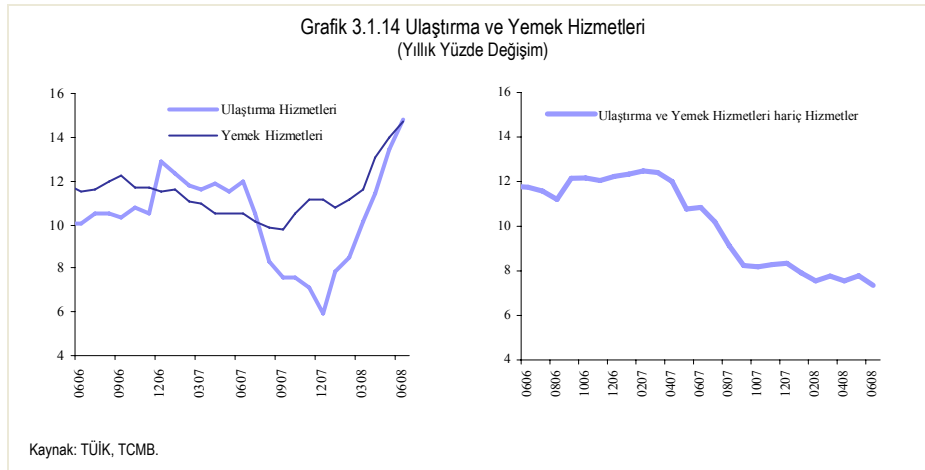


Ulaştırma hizmetleri sektöründe akaryakıtın temel girdi olarak kullanılması sebebiyle bu sektördeki enflasyon davranışı üzerinde uluslararası petrol fiyatlarının seyri belirgin olarak etkili olmaktadır. Ulaştırma hizmetlerindeki yıllık fiyat artış oranları gecikmeli olarak akaryakıt fiyatları yıllık enflasyonuna yansımaktadır (Grafik 3.1.13). 2005

yılıının ikinci yarısından itibaren genel olarak yavaşlayan akaryakıt fiyatları yıllık artış eğilimi 2007 yılıının ikinci yarısından itibaren tekrar hızlanmış ve buna paralel olarak 2008 yılıının ilk çeyreğinden itibaren ulaştırma hizmetleri yıllık enflasyonu istikrarlı olarak yükselmiştir. Akaryakıt fiyatlarındaki artışın yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğü dikkate alındığında, ulaştırma hizmetleri fiyat artışlarının yılın üçüncü çeyreğinde de hızlı seyrini koruyacağı öngörülmektedir.

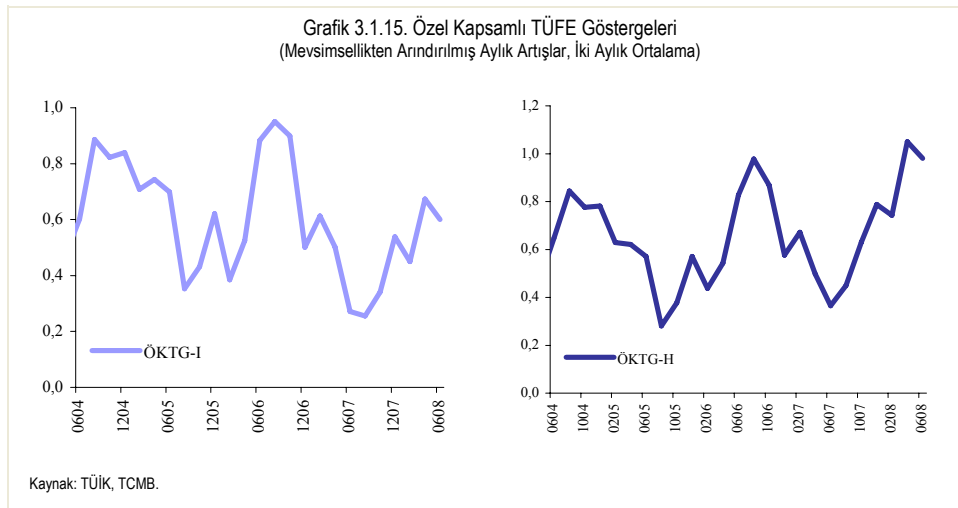


Akaryakıt fiyatlarının doğrudan yansımaları ile ulaştırma hizmetleri fiyatlarında görülen artışa benzer olarak, gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar da yemek hizmetleri fiyatlarında hızlı bir yükselişe neden olmaktadır. Ulaştırma ve yemek hizmetleri yıllık enflasyonları son bir yılda sırasıyla 2,8 ve 4,2 puan yükselirken, bunların dışında kalan hizmetlerin yıllık enflasyonu 3,5 puan gerilemiştir (Grafik 3.1.14).

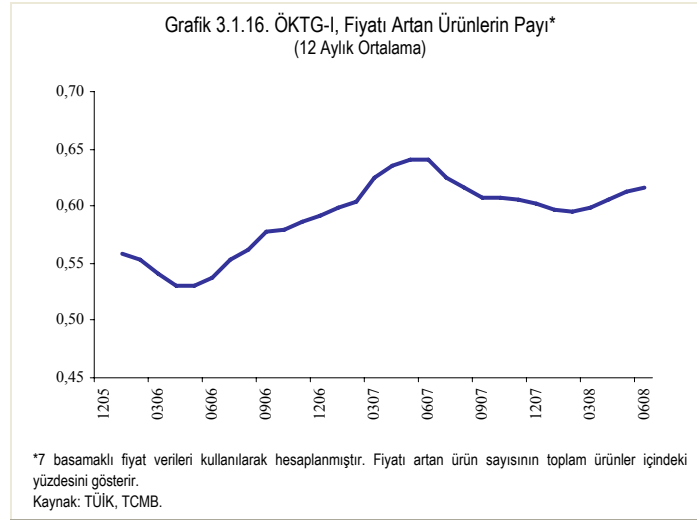


Tablo 3.1.3. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)						
	2007				2008	
	II	III	IV	Yıllık	I	II
TÜFE	1,47	0,31	4,02	8,39	3,09	2,82
1. Mallar	1,18	-0,11	4,65	8,29	3,27	2,69
Enerji	1,00	0,55	7,85	11,25	6,11	4,12
İşlenmemiş Gıda	-5,93	2,23	3,30	10,99	10,90	-13,25
İşlenmiş Gıda	0,58	4,26	5,31	12,95	5,61	8,06
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	3,90	0,88	-0,82	4,29	-2,35	6,87
Dayanıklı Mallar	-1,73	-1,15	-1,71	-3,34	3,45	1,97
Dayanıklı Mallar (Altın Fiy. Hariç)	-1,36	-1,60	-2,41	-4,21	1,58	2,81
Yarı Dayanıklı Mallar	7,43	-3,50	7,67	7,86	-1,23	9,20
Dayanısız Mallar	-2,07	2,52	4,21	11,69	6,44	-1,43
2. Hizmetler	2,28	1,50	2,32	8,64	2,55	3,20
Kira	3,33	4,56	3,30	16,01	2,79	2,74
Lokanta ve Oteller	1,94	2,27	3,64	10,87	3,13	4,58
Ulaştırma Hizmetleri	1,70	2,10	1,91	5,93	4,10	5,98
Diğer Hizmetler	2,19	-0,36	1,27	5,29	1,68	1,80

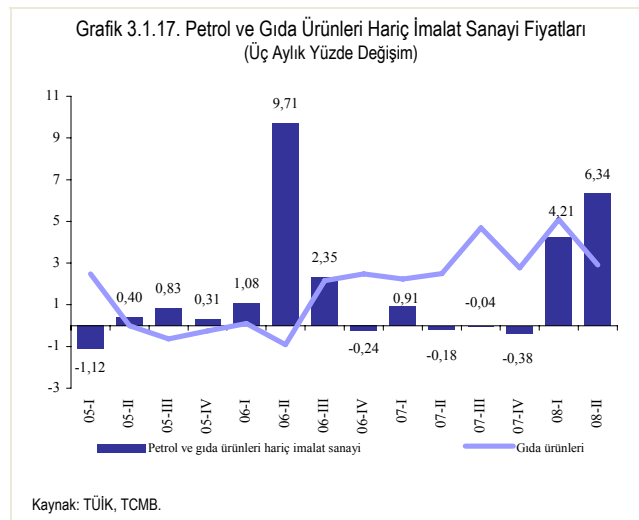
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Son dönemde gıda ve enerji fiyatlarındaki yüksek artışlar genel tüketici fiyatları artışlarını sürüklerken, ikincil etkileri kısmi olarak özel kapsamlı göstergelere de yansımaktadır. Özel kapsamlı göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları son bir yıllık dönemde yükselmiş, Mayıs-Haziran ortalaması ise bir önceki dönem olan Mart-Nisan ortalamasına kıyasla gerilemiştir. ÖKTG-H'nin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları, işlenmiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışa bağlı olarak ÖKTG-I'nın artışlarının üzerinde seyretmektedir. ÖKTG-I içinde yer alan mal ve hizmet fiyatlarının artış eğilimine bakıldığında ise fiyatı artan mal ve hizmetlerin payının yılın ikinci çeyreğinde bir miktar yükseldiği görülmektedir (Grifik 3.1.16).



Tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet yönlü etkilerin değerlendirilmesi açısından üretici fiyatlarındaki gelişmeler önem taşımaktadır. 2007 yılı genelinde belirgin bir değişim göstermeyerek enflasyona olumlu katkıda bulunan petrol ve gıda ürünleri hariç imalat sanayi fiyatlarının, 2008 yılı ile birlikte artış eğilimine girdiği ve yılın ilk yarısında özellikle ana metal fiyatlarındaki yüksek artışların etkisiyle yüzde 10,82 oranında arttığı görülmektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde ara ve sermaye malları fiyatlarındaki artışların da ivmelenerek sürdüğü gözlenmiştir. Özetle, yılın ikinci çeyreğinde uluslararası emtia fiyatlarındaki artışlar üretici fiyatlarını olumsuz etkilemeye devam etmiştir (Grafik 3.1.17).

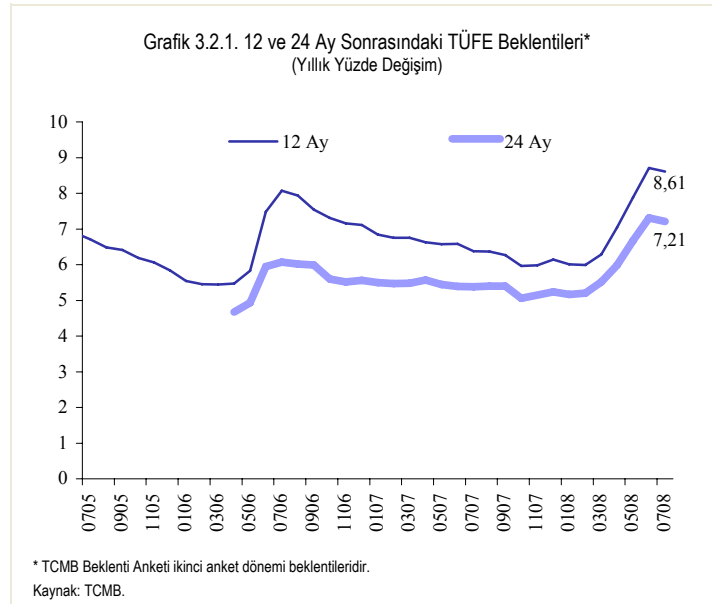


	2007					2008	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II
Petrol ve Gıda Ürünleri Hariç							
İmalat Sanayi	0,91	-0,18	-0,04	-0,38	0,30	4,21	6,34
Ara Malları Fiyatları	1,29	0,58	0,15	-1,25	0,75	7,28	8,84
Sermaye Malları Fiyatları	0,03	-1,80	-0,06	-0,48	-2,32	4,56	6,60
Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatları	0,96	-0,51	-0,80	-3,06	-3,41	1,59	3,05
Dayanaksız Tüketim Malları Fiyatları	1,54	1,10	2,40	2,88	8,15	1,33	1,77
Enerji Fiyatları	2,64	0,19	4,22	2,65	10,02	16,89	16,65

Kaynak: TÜİK, TCMB.

3.2. Beklentiler

Enflasyon beklentilerinde Mart ayından itibaren gözlenen yükseliş eğilimi Nisan-Haziran döneminde de sürmüştür. Beklentilerde görülen bozulmada, enerji ve gıda fiyatlarında süregelen artışlar ve enflasyon gerçekleştirmelerindeki olumsuz seyrin yanı sıra enflasyon hedeflerinin yukarı yönlü revize edilmesi de etkili olmuştur. Mayıs ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle Temmuz ayında enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur. Son anket dönemi itibarıyla 2008 yıl sonu, gelecek on iki ve yirmi dört ay sonraki yıllık enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 10,76, 8,61 ve 7,21 düzeyindedir (Tablo 3.2.1).



Enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin bir ölçüsü olarak değerlendirilen değişim katsayısında¹ ise son dönemde önemli bir farklılaşma gözlenmemektedir (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
Temmuz-07	2	7,49	6,38	0,09	5,38	0,11
Ağustos-07	2	7,16	6,37	0,12	5,40	0,12
Eylül-07	2	7,18	6,27	0,10	5,40	0,13
Ekim-07	2	6,94	5,96	0,12	5,06	0,11
Kasım-07	2	7,90	5,98	0,09	5,15	0,09
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

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

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

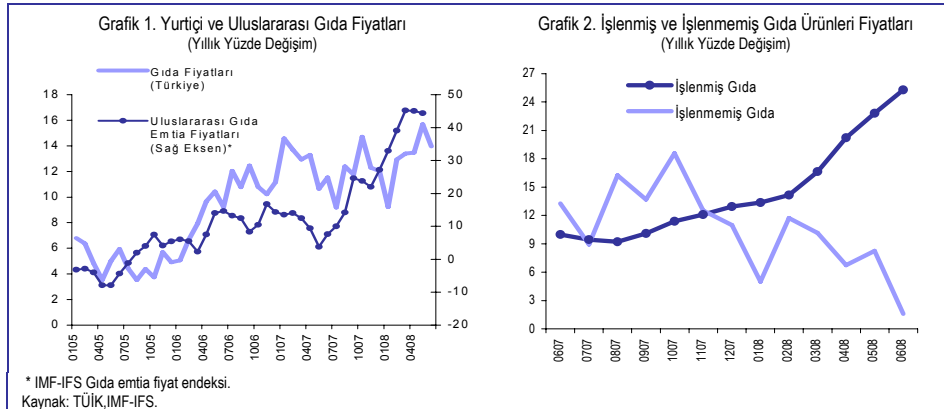
KUTU 3.1. GIDA FİYATLARINDA ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

2005 yılının son çeyreği ile birlikte hızlanma eğilimine giren gıda fiyatları, 2006 ve 2007 yıllarında yüksek oranda artışlar göstermiş ve bu eğilimini 2008 yılının ilk yarısında da sürdürmüştür (Grafik 1). Belirtilen dönemde yurt içi gıda fiyatları artış oranındaki hızlanmanın, uluslararası gıda fiyatları ile benzer bir eğilim sergilediği gözlenmiştir. Yakın dönemdeki yurt içi fiyat gelişmeleri, işlenmemiş gıda fiyatları artışının dikkate değer bir şekilde yavaşladığına, buna karşılık işlenmiş gıda fiyatlarının artış eğilimini sürdürerek, gıda fiyatlarındaki yükselişte temel belirleyici olduğuna dikkat çekmektedir (Grafik 2). Yukarıda özetlenen mevcut görünüm çerçevesinde bu kutuda, gıda fiyatlarının önümüzdeki dönemde nasıl bir seyir izleyeceğine ilişkin tahminler ve bu tahminlere temel oluşturan varsayımlar sunulmaktadır. Tahminlere geçmeden önce, fiyatların yukarı yönlü seyrinde etkili olan temel gelişmelere kısaca değinmenin faydalı olacağı düşünülmüştür. Bu gelişmeler şu şekilde özetlenebilir:

(i) Yurt içinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden hava sıcaklıkları ve yağış miktarında görülen azalmaya bağlı olarak tarımsal üretimde yaşanan kayıpların etkisi: Özellikle tahıl ürünleri (buğday) üretimindeki belirgin gerileme, ekmek-tahıl ürünleri (ekmek, bulgur, makarna, şehriye, buğday unu vb.) fiyatları başta olmak üzere işlenmiş gıda ürünleri fiyat artışlarını hızlandırmıştır.

(ii) Uluslararası gıda fiyatlarındaki artışların etkisi: Dünya gıda emtia fiyatlarının yükselişinde gerek arz gerekse talep yönlü unsurlar etkili olmaktadır. Kısa vadede etkisini hissettiren başlıca arz kaynaklı unsurlar, olumsuz iklim koşulları, petrol ve benzeri girdi maliyetlerindeki artışlar ve son dönemde yurt içi arzı artırmaya yönelik olarak bazı ihracatçı ülkelerin ihracatlarına sınırlama getirmeleri olarak sıralanabilir. Orta vadede ise tarım sektöründe verimlilik artışlarının geçmiş yılların gerisinde kalması ve artan şehirleşme ve sanayileşmeyle tarıma ayrılan kaynakların azalması arzı kısıtlayan başlıca unsurlardır. Talep tarafında ise bir çok gelişmekte olan ülkede gözlenen gelir artışlarına paralel olarak gıda talebinin yüksek oranda artması ve bir kısım hububat türlerinin alternatif enerji üretimi amacıyla kullanılması gibi etkenler önemli bir rol oynamaktadır. Söz konusu etkilere ek olarak, fiyatların yükselişinde spekülasyon etkilerinin de rol oynadığına dair görüşler bulunmaktadır.

(iii) Akaryakıt ve enerji fiyatlarındaki artışların gıda ürünleri üretim (petrol ürünü olan motorin ve gübrede fiyat artışları) ve taşıma maliyetlerini artırması: Türkiye Ziraat Odaları Birliği'ne göre, buğday maliyetinin yüzde 25'ini gübre, yüzde 24'ünü ise mazot masrafı oluşturmaktadır.



Orta Vadeli Öngörüler

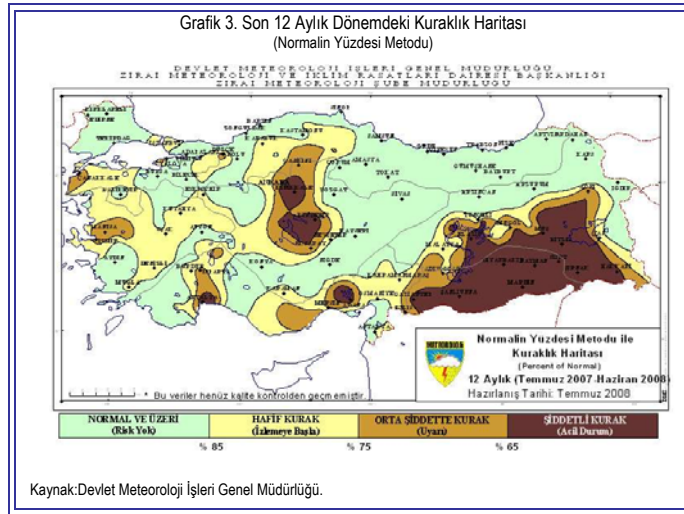
Gıda grubunda yer alan alt grupların fiyatlama davranışındaki farklılıklar, bu gruba ilişkin tahminler oluşturulurken işlenmemiş ve işlenmiş gıda ürünleri fiyatları olmak üzere iki ayrı grup bazında çalışılmasını gerekli kılmıştır. Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar, işlenmemiş gıda fiyatlarının çoğunlukla meyve ve sebze fiyatlarındaki gelişmeler paralelinde hareket ettiğine, meyve ve sebze fiyatlarının gelişiminde ise büyük ölçüde üretim, dış talep, gıda imalatı talebi ve akaryakıt fiyatlarının etkili olduğuna işaret etmektedir. Öte yandan, işlenmiş gıda fiyatlarının iklim koşulları ve uluslararası fiyatlar başta olmak üzere, döviz kurları, motorin fiyatları, yurt içi buğday fiyatları ve talep koşullarındaki gelişmeler doğrultusunda şekillendiği gözlenmektedir.¹ Söz konusu faktörlerin önümüzdeki dönemdeki seyrine ilişkin değerlendirmeler, işlenmemiş ve işlenmiş gıda fiyat tahminlerine temel oluşturmaktadır.

¹ Kaynak: Başkaya, Gürgür ve Ögünç, "Gıda Fiyatlarını Belirleyen Faktörler Bölüm 1: İşlenmiş Gıda Fiyatları" (TCMB 2008, Taslak Çalışma).

İşlenmemiş Gıda Fiyatları

İşlenmemiş gıda fiyatları yıllık artışının 2008 yılında son iki yıla kıyasla önemli ölçüde yavaşlayacağı, sonrasındaki dönemde ise görece ılımlı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir (Tablo 1). Önümüzdeki dönemde iklim koşullarındaki iyileşmenin meyve ve sebze üretimini olumlu yönde etkilemeye devam edeceği, ayrıca bu gruba yönelik dış talep koşullarının ek bir ivmelenme göstermeyerek, toplam arz üzerinde dikkate değer bir baskı oluşturmayacağı varsayılmıştır. Öte yandan, mevcut durumda yağış miktarındaki normalleşmenin henüz ülke geneline tam olarak yansımadağı görülmektedir (Grafik 3). Özellikle Güneydoğu Anadolu Bölgesi ve Konya Ovası'nda kuraklık yoğun olarak etkisini sürdürmektedir. Bu durum, kırmızı mercimek gibi bazı bakliyatlarda belirgin üretim kayıplarına ve dolayısıyla da fiyat artışlarına neden olmaktadır. Zira, (diğer işlenmemiş gıda fiyatları altında yer alan) bakliyat ürünlerindeki fiyat artışları 2008 yılının ilk yarısında dikkate değer bir oranda hızlanmış ve son on iki aylık dönemdeki artış yüzde 75 düzeyine ulaşmıştır. Bakliyat üretiminde önemli bir yeri olan Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde kuraklık kaynaklı etkilerin sürmesi, diğer işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışların bir süre daha sürebileceğine işaret etmektedir. Bu durum, işlenmemiş gıda fiyatlarının yakın dönem tahminleri oluşturulurken göz önünde bulundurulmuştur.

Akaryakıt fiyat artışlarının gecikmeli etkilerle 2008 yılının ikinci yarısında da fiyatlar üzerinde bir miktar yukarı yönlü baskı oluşturacağı, ancak sonrasındaki iki yılda -petrol fiyatları için Raporun son bölümünde baz alınan varsayımlar çerçevesinde- bu gruptan gelen katkının yavaşlayacağı öngörülmektedir. Benzer şekilde, talep koşullarının mevcut görünümü göz önüne alınarak, gıda imalat sanayinden kaynaklanan yaş meyve ve sebze talebinin önümüzdeki dönemde ılımlı seyredeceği varsayılmıştır. Yukarıda özetlenen varsayımlar altında, orta vadeli enflasyon tahminleri oluşturulurken, işlenmemiş gıda fiyatları yıllık fiyat artışının 2008 yılı sonunda, mevcut seviyesinin 3,9 puan üzerine çıkarak, yüzde 5,5 düzeyine ulaşacağı, sonrasında ise 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 5,1 ve 4,7 oranlarında gerçekleşerek ılımlı bir yavaşlama eğilimi sergileyeceği bir görünüm esas alınmıştır (Tablo 1).



İşlenmiş Gıda Fiyatları

Bankamız bünyesinde yapılan çalışmalar, ülkemizde işlenmiş gıda fiyatları enflasyonun son dönemde hızlanmasının büyük ölçüde kuraklığa bağlı arz yönlü şoklardan ve uluslararası fiyatlarda gözlenen hareketlerden kaynaklandığını göstermektedir.² Basına yansıyan ilk değerlendirmeler, iklim koşullarındaki görece iyileşmeyle birlikte 2008 yılı hahubat hasadının (Güneydoğu ve İç Anadolu Bölgeleri'nin bazı kesimlerinde üretim kayıpları sürmekle birlikte) bir önceki yıla kıyasla görece olumlu gerçekleşeceği yönündedir. Nitekim, 2008 yılı ilk çeyreğinde tarım katma değerinin bir önceki yıla kıyasla yüzde 5,6 oranında artış göstermesi olumlu bir sinyal niteliğindedir. Benzer şekilde, yılın ilk dört ayında yüksek

² Başkaya, Gürgür ve Ögünç (2008). 2005 yılı sonrası dönemde işlenmiş gıda fiyatlarının hızlanmasında etkili olan başlıca alt gruplar, "ekmek-tahıllar", "katı-sıvı yağlar" ve "peynir ve diğer süt ürünleri"dir. 2008 yılı ile birlikte söz konusu bu gruplardan, "peynir ve diğer süt ürünleri"nin katkısı yavaşlarken, diğer iki grubun katkısı dikkate değer bir şekilde belirginleşmiştir. Ekmek-tahıl grubu fiyatları üzerinde büyük ölçüde buğday fiyatlarının, katı-sıvı yağlar grubunda ise ithalatçı konumunda olduğumuz bitkisel yağ (ithalat) fiyatlarındaki hızlanmanın etkileri hissedilmektedir.

oranda artış gösteren yurt içi buğday fiyatlarının artış hızının Mayıs ayında oldukça yavaşlaması ve sonrasında Haziran ayında gerilemesi bu görünümü desteklemektedir.³ Söz konusu bu gelişmelerden yola çıkarak, tahminler oluşturulurken yılın ikinci yarısında üretim kayıplarından kaynaklanan enflasyonist etkinin yavaşlayacağı varsayılmıştır. 2009 ve 2010 yılları için ise iklim koşullarının normalleşme sürecini devam ettireceği (bazı bölgelerdeki iyileşme geriden takip etmekle birlikte) bir görünüm esas alınmıştır.

Uluslararası gıda fiyatlarında kaydedilen artışların yurt içine yansımaları büyük ölçüde işlenmiş gıda ürünleri fiyatları kanalıyla gerçekleşmektedir. IMF tarafından oluşturulan dünya gıda fiyatları endeksi Mart ayı sonrasında yatay bir görünüm sergilemektedir. Uzun bir süredir artışta olan gıda imalat sanayi ithalat fiyatları ise Mayıs ayında sınırlı da olsa gerilemiştir (öte yandan gıda sektörü ara malı ithalat fiyatlarındaki yükseliş eğilimi sürmektedir). Mevcut veriler çerçevesinde, 2008 yılının ikinci yarısı için uluslararası gıda fiyatlarının artış hızının önemli ölçüde yavaşladığı bir görünüm esas alınmıştır. Orta vadede ise küresel ölçekte gıda ürünlerine olan talebin gücünü koruyacağı,⁴ bu nedenle, uluslararası fiyatlardan kaynaklanan olumsuz etkinin -son iki yıla kıyasla belirgin şekilde yavaşlamakla birlikte- süreceği varsayılmıştır.

Ayrıca, tahminler oluşturulurken, YTL'deki değer kaybının etkisinin 2008 ile sınırlı kalacağı, motorin fiyatlarından gelen katkının ise petrol fiyatları için öngörülen senaryo çerçevesinde zaman içerisinde yavaşlayacağı varsayılmıştır. Benzer şekilde, tahminler oluşturulurken gıda sektöründe toplam talep koşullarının ılımlı seyredeceği bir çerçeve esas alınmıştır.

Bu varsayımlara göre oluşturulan tahminler, Haziran ayı itibarıyla yüzde 25,3 olan işlenmiş gıda ürünleri yıllık fiyat artışının yılın ikinci yarısında yavaşlayacağına, ancak yine de 2008 yılını yüzde 21,7 gibi yüksek bir düzeyde tamamlayacağına işaret etmektedir (Tablo 1). 2009 ve 2010 yıllarında ise işlenmiş gıda fiyatlarının kademeli olarak yavaşlamaya devam ederek sırasıyla yüzde 12,5 ve 9,1 düzeylerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir (Tablo 1). Dikkati çekeceği üzere, işlenmiş gıda fiyatlarına ilişkin tahminler işlenmemiş gıda fiyatlarına kıyasla daha temkinli bir görünüm sergilemektedir. Bu durum, büyük ölçüde kuraklık ve ithalat fiyatları gibi unsurların işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki etkisini yansıtmaktadır.

Tablo 1. Gıda Fiyatlarında Orta Vadeli Öngörüler				
	2008-Haziran Gerçekleşme	2008	2009*	2010*
İşlenmemiş Gıda	1,60	5,5	5,1	4,7
İşlenmiş Gıda	25,30	21,7	12,5	9,1
Gıda ve Alkolsüz İçecekler (Baz Senaryo)	13,96	14	9	7
Gıda ve Alkolsüz İçecekler (İyimser Senaryo)		12	6	4
Gıda ve Alkolsüz İçecekler (Kötümser Senaryo)		16	12	10

* Tahminlerde 2009 ve 2010 yıllarında gıda grubu tüketim kalıbının sabit kalacağı varsayımı yapılmıştır.

İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarına ilişkin tahminler toplulaştırıldığında, gıda fiyat artış oranı 2008 yılı sonunda yüzde 14 düzeyine, sonrasında 2009 ve 2010 yıllarında yüzde 9 ve 7 oranları ile kademeli bir yavaşlama eğilimine işaret etmektedir. Rapor'un son bölümünde sunulan orta vadeli enflasyon tahminleri üretilirken bu rakamlar kullanılmıştır. Gıda ürünleri fiyatlarının diğer alt gruplara kıyasla oynaklığının fazla olması, bu gruba ilişkin tahminlerin belirsizliğini artıran bir unsurdur. Bu nedenle Tablo 1'de sunulan rakamlar, kesin bir tahminden ziyade geliştirilmiş bir "varsayım" olarak değerlendirilmelidir. Bu noktadan hareketle, Rapor'un son bölümünde gıda fiyatlarına ilişkin alternatif senaryolara da yer verilmiştir. Buna göre, kötümser senaryo altında gıda fiyatları enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 16, 12 ve 10 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. İyimser senaryoda ise gıda fiyatları enflasyonunun 2008 yılı sonunda bir önceki yıldaki düzeyini koruyacağı, 2009 ve 2010 yıllarında ise sırasıyla yüzde 6 ve 4 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır.

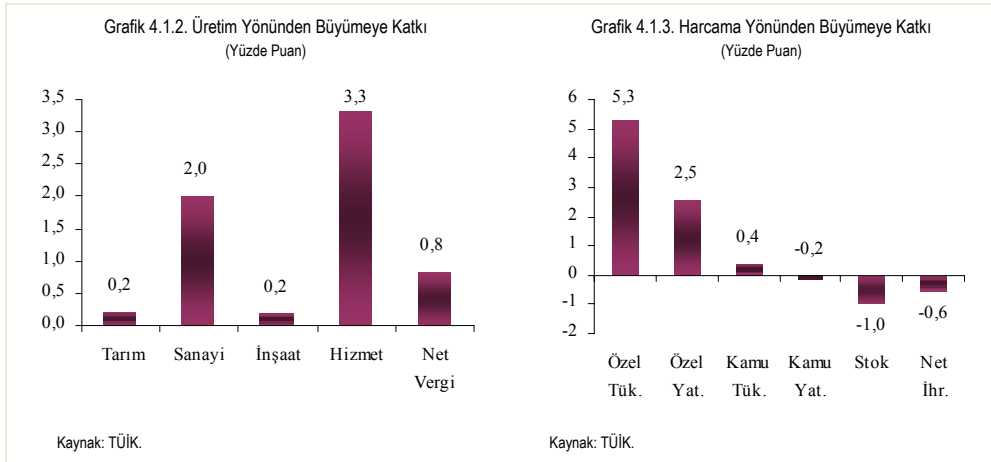
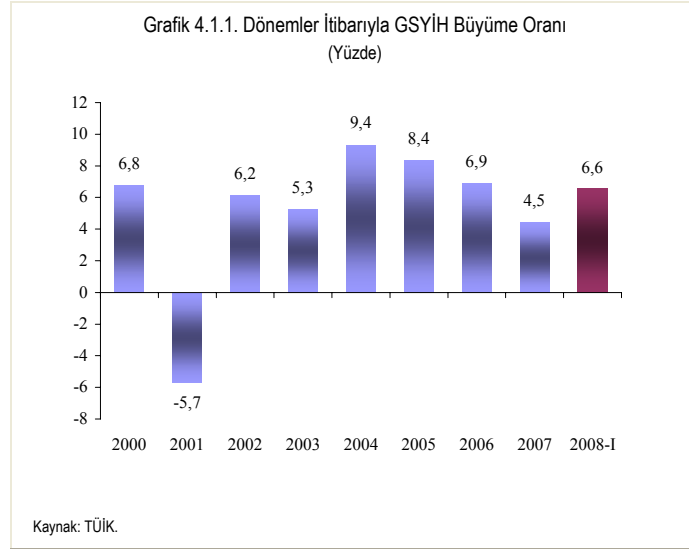
³ Benzer bir yavaşlama eğilimi uluslararası buğday fiyatlarında da gözlenmektedir. ABD buğday fiyatları Mart ayındaki tepe noktası sonrasında yavaşlama eğilimi sergilemiştir.

⁴ Yörükoğlu (2008), "Economic Convergence and Decoupling in Monetary Policy", presentation at the conference "Current Issues in Economic Governance", Bilkent, Ankara (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/YorukoğluBilkent08.pdf>).

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

4.1. Arz-Talep Dengesi

Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) 2008 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 6,6 oranında artış göstermiştir (Grafik 4.1.1). Üretim yönünden incelendiğinde, büyümeye en yüksek katkıyı hizmet ve sanayi sektörlerinin yaptığı görülürken, tarım ve inşaat sektörlerinin katkısı sınırlı kalmıştır (Grafik 4.1.2). Harcama tarafından incelendiğinde ise büyümenin temelde özel kesim talebinden kaynaklandığı görülmektedir. Buna karşılık, ihracattaki hızlanmayla birlikte net dış talebin büyümeye yaptığı olumsuz katkı önceki iki çeyreğe kıyasla daha sınırlı olmuştur. (Grafik 4.1.3).



Toplam nihai yurt içi talep yılın ilk çeyreğinde yıllık yüzde 7,5 oranında artış göstermiştir (Tablo 4.1.1). Ancak, bu dönemde geçen yılın aynı dönemindeki düşük baz etkisinin belirgin biçimde hissedildiği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, iktisadi faaliyetlerdeki eğilimlere ilişkin sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek için yüksek olarak nitelendirilebilecek yıllık büyüme oranları yerine mevsimsellikten arındırılmış verilerdeki çeyreklik değişimin incelenmesi uygun olacaktır. Nitekim, yıllık bazda yüksek bir oranda artış gösteren toplam nihai yurt içi talep çeyreklik bazda gerilemiştir.

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri
(Yıllık Yüzde Artış)

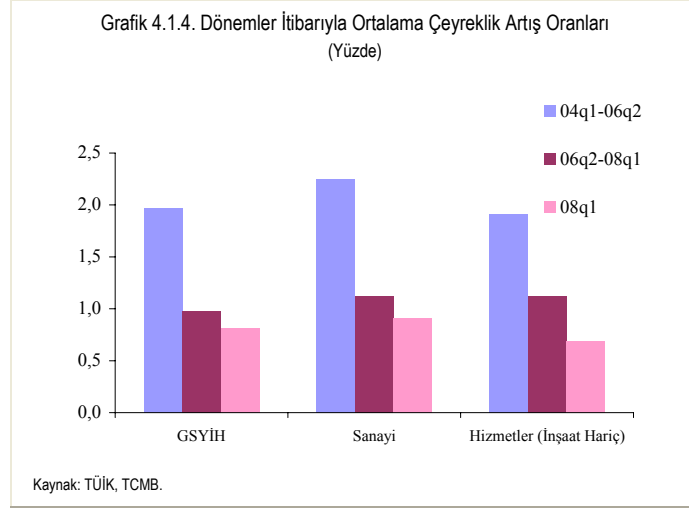
	2006		2007				2008	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
1-Tüketim Harcamaları	5,1	5,5	1,7	7,6	2,7	4,4	6,9	
Kamu	8,4	4,7	2,1	3,3	1,6	2,8	4,2	
Yerleşik Hanehalkı Tüketimi	4,6	5,6	1,6	8,2	2,9	4,6	7,3	
Yurt İçi Tüketim	4,6	5,6	1,2	6,3	1,9	3,8	7,1	
Gıda, İçki ve Tütün	3,9	7,0	3,7	3,6	0,2	3,5	5,8	
Giyim ve Ayakkabı	-3,9	-0,7	-10,8	-4,3	0,8	-3,9	7,7	
Mobilya, Ev Aletleri	5,3	7,3	-3,9	2,7	1,0	1,5	3,0	
Ulaştırma-Haberleşme	7,4	3,1	-1,8	12,9	4,9	4,6	17,7	
Lokanta ve Oteller	2,5	7,3	0,3	4,3	-6,6	1,8	5,2	
2-Sabit Sermaye Yatırımları	13,3	2,8	1,2	2,1	7,2	3,3	9,5	
Kamu	2,6	4,3	8,4	15,9	2,2	7,6	-7,7	
Özel	15,0	2,6	0,2	0,0	8,1	2,7	11,3	
Makine-Teçhizat	12,2	-3,2	-3,7	-1,6	11,9	0,7	15,6	
İnşaat	20,3	12,9	8,2	2,8	2,2	6,3	4,8	
3- Stok Değişimi*	-0,1	1,9	1,8	0,0	3,2	1,7	-1,0	
4-Mal ve Hizmet İhracatı	6,6	12,5	9,3	4,2	2,5	6,7	12,2	
5-Mal ve Hizmet İthalatı	6,9	8,6	5,6	14,4	15,7	11,1	11,9	
Net İhracat*	-0,3	0,4	0,5	-2,6	-3,7	-1,5	-0,6	
6-Toplam Yurtiçi Talep	7,0	6,8	3,2	5,9	7,0	5,7	6,8	
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	7,0	4,8	1,6	6,3	3,8	4,1	7,5	
8-GSYİH	6,9	7,6	4,0	3,4	3,4	4,5	6,6	

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde puan.

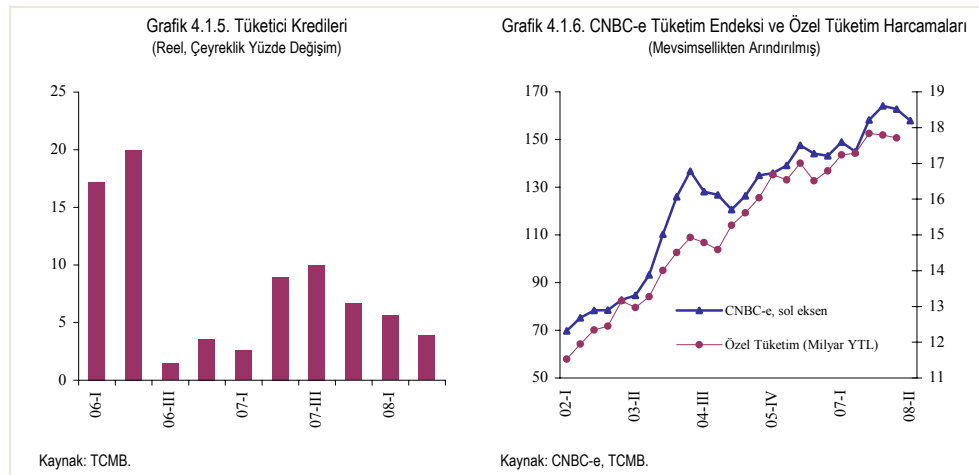
Kaynak: TÜİK.

Nisan Enflasyon Raporu'nda, GSYİH'nin 2007 yılının son çeyreğinde sergilediği hızlı çeyreklik artışın kalıcı bir eğilime işaret etmediği ve 2008 yılının ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergelerin iktisadi faaliyette yavaşlama sinyalleri verdiği vurgulanmıştı. Nitekim, bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH çeyreklik büyüme oranı yüzde 0,8 oranında gerçekleşmiştir (Kutu 4.1). 2004Ç1-2006Ç2 döneminde çeyreklik bazda ortalama yüzde 2 oranında gerçekleşen GSYİH büyümesi, son iki yıllık süreçte 2006 yılı Haziran ayında uygulanan parasal sıkılaştırmanın ve 2007 yılının ikinci yarısında etkileri belirginleşen küresel kredi sorunlarının olumsuz etkileri nedeniyle gerileyerek anılan dönemde ortalama yüzde 1 oranında seyretmiştir. Dolayısıyla, 2008 yılının ilk çeyreğinde gözlenen yüksek yıllık büyüme rakamının büyük oranda baz etkisinden kaynaklandığı değerlendirilmekte ve önümüzdeki dönemde yıllık büyüme oranlarının daha düşük seviyelerde

seyredeceği tahmin edilmektedir. Benzer bir eğilimi, üretim yönünden temel bileşenler özelinde de gözlemek mümkündür (Grafik 4.1.4).

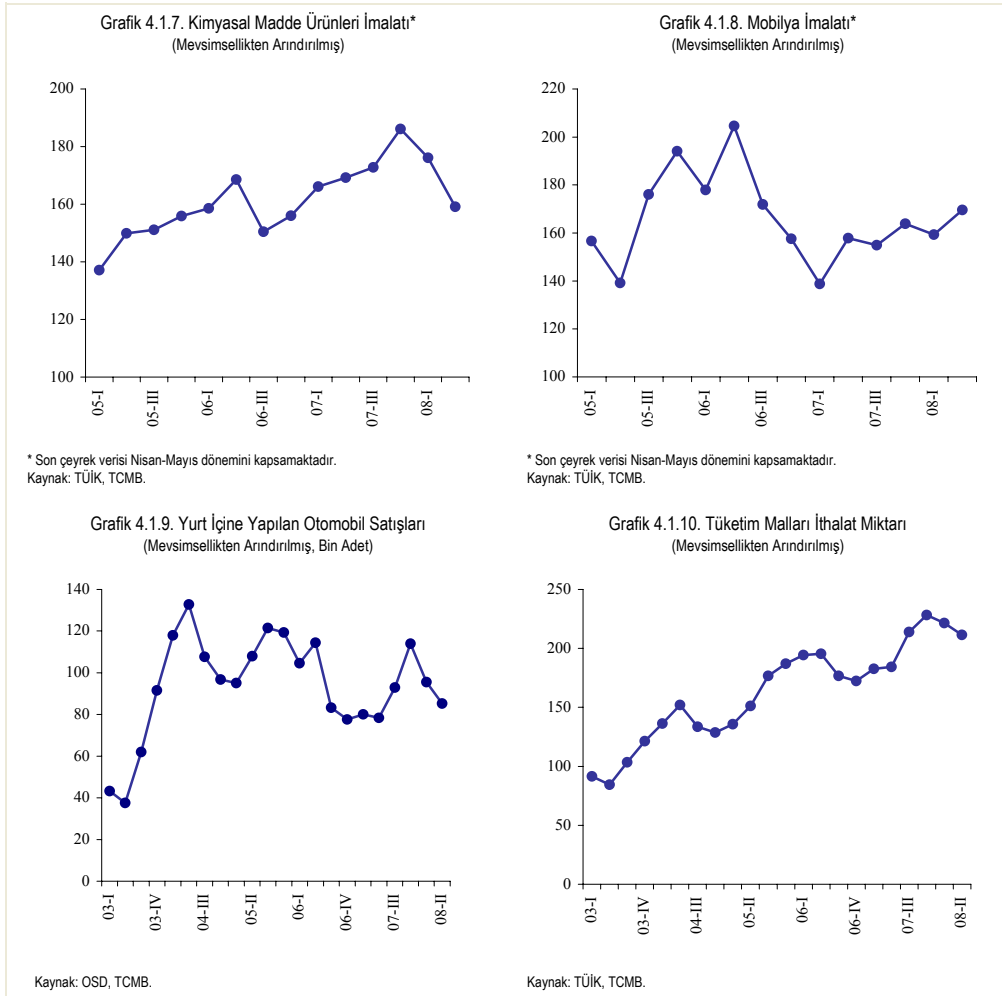


Harcama bileşenleri incelendiğinde ise, yurt içi talepte sürdürüldüğü belirtilen yavaşlama eğiliminin özel tüketim harcamalarına ilişkin verilerle de desteklendiği görülmektedir. Nitekim, mevsimsellikten arındırılmış verilerle özel kesim tüketim talebinin son iki çeyrekte gerilediği vurgulanmalıdır. Özel sektör inşaat yatırımlarında bir miktar toparlanma gözlenirse de, dönemlik artış oranı hâlâ sektörün canlı olduğu dönemlere kıyasla düşüktür. Buna karşılık, özel sektör makine-teçhizat yatırımlarında son iki çeyrekte belirgin bir hızlanma gözlenmiştir.



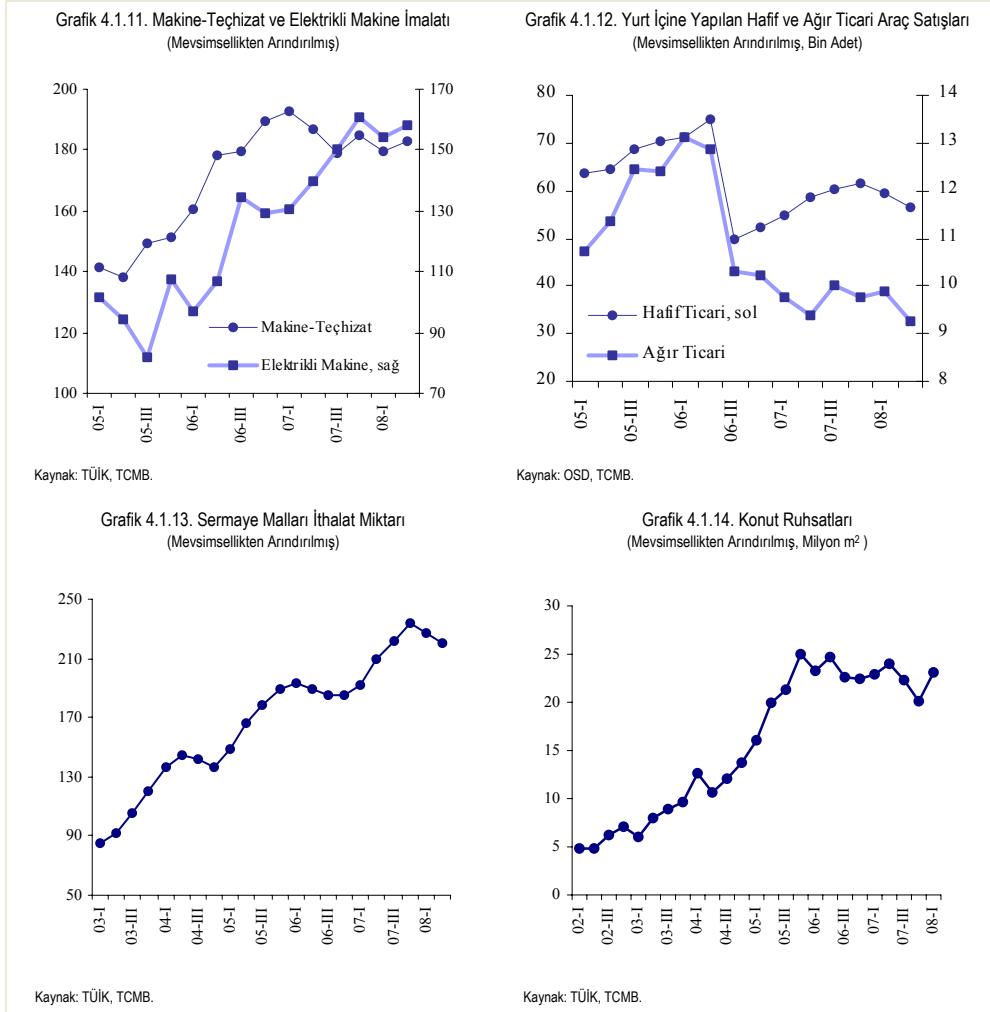
Mevcut göstergeler yılın ikinci çeyreğinde tüketim talebindeki yavaşlamanın sürdürüldüğüne işaret etmektedir. Tüketici güven endeksleri yılın ilk çeyreğine kıyasla daha düşük bir düzeyde gerçekleşirken, reel tüketici kredisi

kullanımındaki yavaşlama sürmektedir (Grafik 4.1.5). CNBC-e tüketim endeksi mevsimsellikten arındırılmış verilerle ilk çeyreğin ardından ikinci çeyrekte de gerilerken, kimyasal madde ürünleri imalatı da aynı eğilimi sergilemiştir (Grafik 4.1.6 ve Grafik 4.1.7). Mobilya imalatı yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir toparlanma sergilese de, üretim düzeyi sektöre yönelik talebin canlı olduğu dönemlere kıyasla düşük seyretmektedir (Grafik 4.1.8). Yurt içine yapılan otomobil satışları yılın ilk yarısında hızla düşerken, başta binek otomobil talebindeki keskin daralmadan kaynaklanmak üzere, tüketim malları ithalat miktarı da aynı dönemde gerilemiştir (Grafik 4.1.9 ve Grafik 4.1.10). Yarı-dayanıklı ve dayanıksız malların ithalat artış hızında ise sınırlı bir düşüş gözlenmektedir.



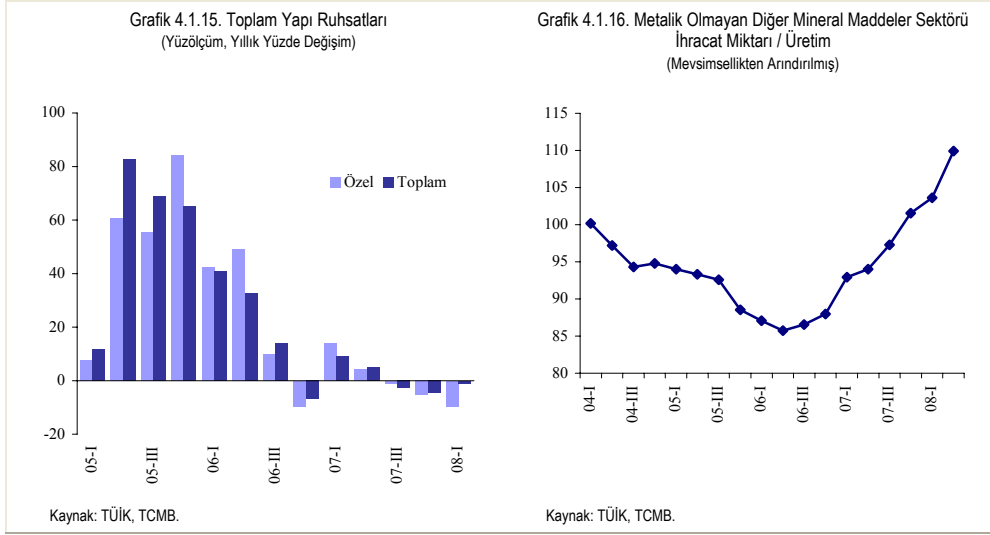
Öte yandan, yatırım talebine ilişkin göstergelerden makine-teçhizat ve elektrikli makine imalatında yatay bir seyir gözlenmektedir (Grafik 4.1.11). Hafif ve ağır ticari araç yurt içi satışları ilk çeyrek düzeylerinin altında

gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.12). Sermaye malları ithalat miktarı özellikle taşımacılık araçlarındaki keskin düşüştən kaynaklanarak yılın ilk iki çeyreğinde de dönemlik bazda gerilemiştir (Grafik 4.1.13). Taşımacılık araçları hariç tutulduğunda yatırım malları ithalatındaki azalış daha sınırlı olmakla birlikte sürmektedir.



Konut ruhsatları mevsimsellikten arındırıldığında 2006 yılı başlarından bu yana gözlenen durgun seyrin 2008 yılı ilk çeyreğindeki sınırlı toparlanmaya rağmen sürdüğü görülmektedir (Grafik 4.1.14). Anılan dönemde toplam yapı ruhsatları geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 1 oranında gerilemiştir. Kamu sektörünün pozitif katkısı dışlandığında, özel kesim yatırım eğiliminin daha da zayıf olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.15). Metalik olmayan diğer mineral maddeler sektörü ihracat miktar endeksi üretim endeksine bölünerek elde edilen endeks, yurt içi talebin güçlü seyrettiği dönemde

gerilerken, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren istikrarlı bir artış eğilimine girmiştir (Grafik 4.1.16). Yılın ikinci çeyreğinde bu eğilimin daha da belirginleşmesi, inşaat sektöründeki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir.

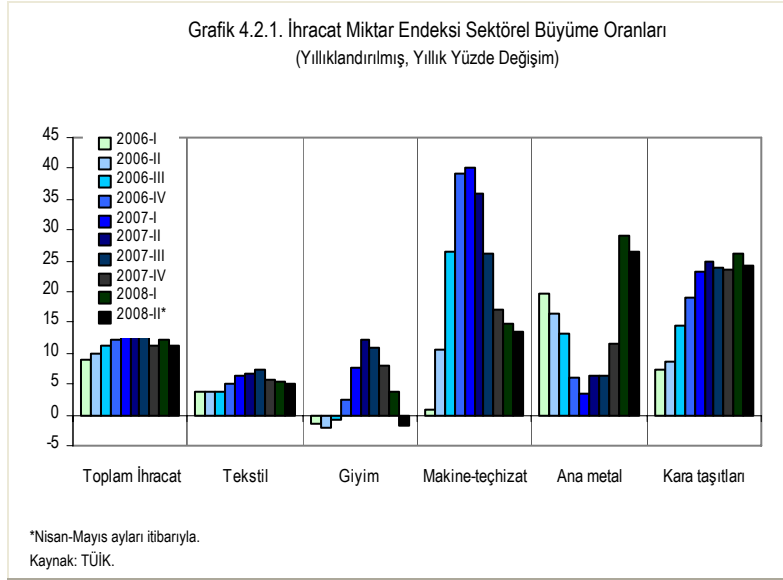


4.2. Dış Talep

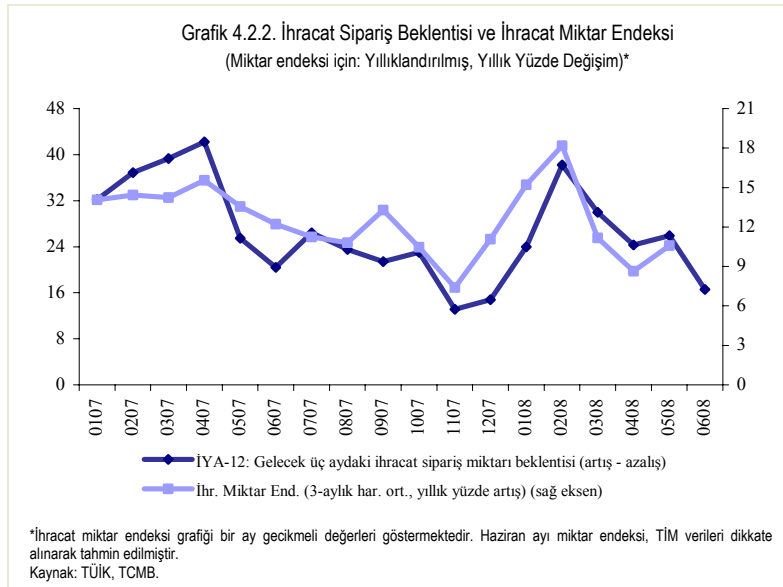
Yurt içi talepteki artış ve YTL'deki güçlenme, 2007 yılının ikinci yarısında, miktar olarak ithalat artış hızının artmasına neden olmuş, dolayısıyla net ihracatın GSYİH büyümesine olumsuz katkısı önemli ölçüde artış göstermiştir. Ancak, 2008 yılının ilk çeyreğinde ithalatın miktar olarak yavaşlaması, mal ihracatının yüksek performansını sürdürmesi ve turizm gelirlerindeki iyileşme sonucunda net ihracatın negatif katkısında belirgin bir düşüş olmuştur.

Son dönemlerdeki ihracat artışında kara taşıtları, ana metal ve kimyasal ürün gibi sanayiler temel belirleyici olmuştur. Makine-teçhizat sektörü ihracatı yüksek oranda artmış olmakla birlikte, 2007 yılı boyunca ve 2008 yılının ilk yarısında yavaşlama eğilimi göstermiştir. Tekstil ihracatı istikrarlı bir seyir izlemiş olmasına karşın buradaki artış toplam ihracat performansının gerisinde kalmıştır. Giyim sektörü ihracatında ise belirgin bir yavaşlama görülmektedir (Grafik 4.2.1). İthalatın miktar olarak artışında esas olarak ana metal ve metal eşya sanayi, elektrikli makina ve cihazlar ile 2007 yılının son çeyreğinden itibaren kara taşıtları sektörleri belirleyici olmuştur. Nominal ithalat artışında ise toplam ithalat içinde büyük paya sahip olan enerji ithalatı etkili olmuştur.

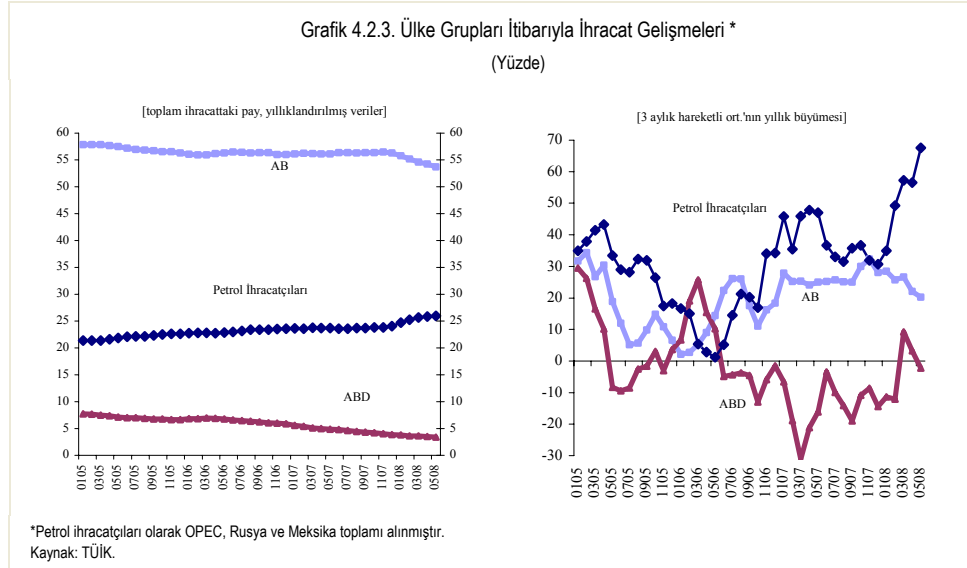
2008 yılının ilk yarısında petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki belirgin artış bu gelişmenin temel nedeni olmuştur.



Güncel veriler, ihracattaki yüksek oranlı büyümenin 2008 yılının ikinci çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir. Ancak, TCMB İktisadi Yönelim Anketi'nde yer alan "Gelecek üç aydaki ihracat sipariş miktarı beklentisi" Haziran ayında bir miktar gerilemiştir (Grafik 4.2.2). İthalat ise Mart ayından itibaren belirgin bir yavaşlama kaydetmiştir.

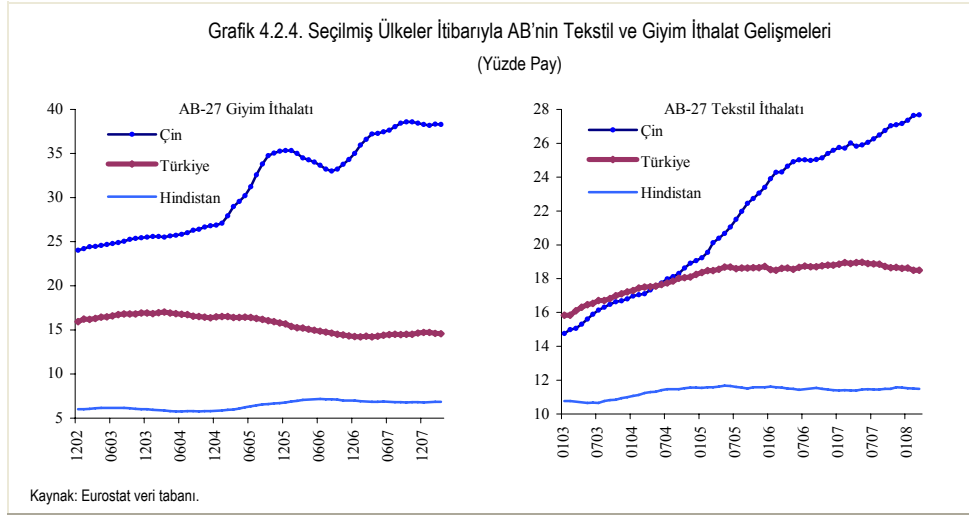


Başta gelişmiş ülkelerde olmak üzere, küresel düzeyde ekonomik faaliyetlerde beklenen yavaşlama Türkiye'nin ihracat performansı açısından bir risk oluşturmaktadır. AB ülkelere yapılan ihracatın payı yüzde 50'nin üzerinde olup, söz konusu ülkelere yapılan ihracatta son aylarda bir yavaşlama gözlenmiş ve AB'ye yapılan ihracatın payında belirgin bir düşüş olmuştur. Buna karşın, petrol ihracatçısı ülkeler ile AB ve ABD dışı ülkelere yapılan ihracatın payında artış gözlenmektedir (Grafik 4.2.3). AB ve ABD dışındaki ülkelere yapılan ihracatın payındaki artış, ihracat için alternatif pazar imkânlarının genişlemesi anlamına geldiğinden, dış talep açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

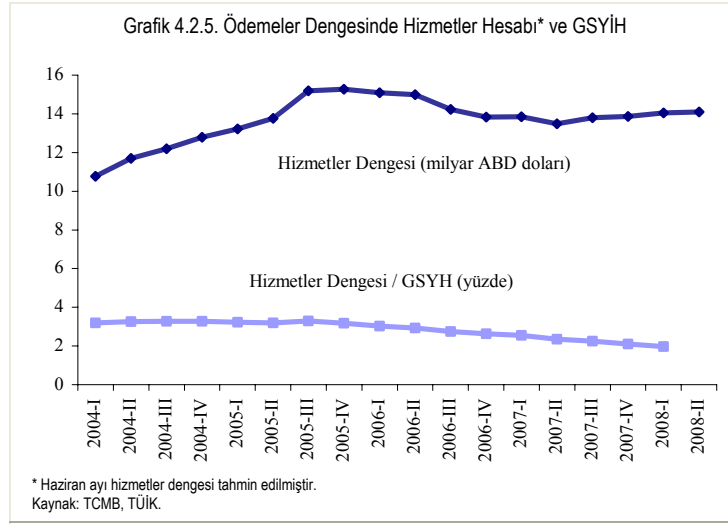


Kara taşıtlarında yeni model üretimlere geçilmesi, bu sektörde 2006 yılının ikinci yarısından itibaren hızlanan ihracatın önümüzdeki dönemde de yüksek oranda artmaya devam edebileceğine işaret etmektedir. Diğer yandan, Türkiye ürün kalitesinde gösterdiği gelişim ve AB'ye olan coğrafi yakınlığı nedeniyle, nakliye maliyetlerinin arttığı son dönemlerde tekstil ve giyim sektörü ihracatında rekabet avantajı yakalama potansiyeline sahiptir. Nitekim, Türkiye'nin AB'nin giyim ithalatı içindeki payının 2006 yılının özellikle ikinci yarısından itibaren nispeten istikrarlı bir seyir izlediği, Çin ve Hindistan'ın payındaki artışın ise durduğu görülmektedir (Grafik 4.2.4). Ancak, AB'nin tekstil ithalatı içerisinde Türkiye'nin 2007 yılı ikinci yarısından itibaren payı gerilerken Çin'in payındaki artışın devam etmesi, tekstil ihracatı açısından olumsuz bir görünüm arz etmektedir.

Reel ithalatta 2008 yılının ilk çeyreğinde önemli bir yavaşlama gözlenmemiştir. Ancak, yavaşlayan yurt içi talep ve YTL'deki değer kaybının etkisiyle 2008 yılının ikinci çeyreğinde tüketim ve sermaye malları ithalatının çeyreklik bazda gerilemesine bağlı olarak reel ithalat da yavaşlama eğilimi göstermiştir. 2008 yılının ilk beş ayı itibarıyla yıllık bazda reel ithalat artışı reel ihracat artışının altında gerçekleşmiştir. Bu itibarla dış ticaret açığındaki genişleme hızının da 2008 yılında bir miktar yavaşlayacağı tahmin edilmekle birlikte, petrol ve diğer emtiaların uluslararası ticaret fiyatlarının yüksek oranlı artış eğilimini sürdürme ihtimali dış ticaret açığına ilişkin risk oluşturmaya devam etmektedir.

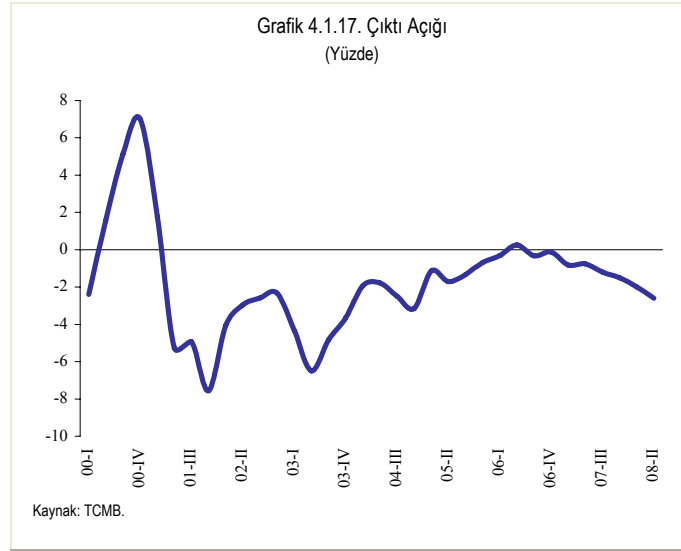


Cari işlemler açığını sınırlayan önemli bir kalem olan hizmetler hesabı fazlası, özellikle 2006 yılından bu yana kayda değer bir artış göstermemiş, GSYİH içindeki payı ise gerileme eğiliminde olmuştur. Söz konusu durum, hizmet gelirlerindeki artışa karşın, yerleşiklerin yurt dışındaki turizm harcamaları ve sigortacılık başta olmak üzere, hizmet giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 2008 yılı Ocak-Mayıs dönemi ödemeler dengesi gelişmeleri, bu görünümün 2008 yılı ilk yarısında da sürdüğüne işaret etmektedir.



Özetle, gerek tüketim gerekse yatırım talebine ilişkin göstergeler 2008 yılının ikinci çeyreğinde yurt içi talebin ilk çeyreğe kıyasla daha zayıf olacağı yönünde sinyal vermektedir. Yılın ilk üç aylık dönemindeki baz etkisinin ortadan kalkmasıyla birlikte, ikinci çeyrekte yıllık büyüme oranlarının daha düşük gerçekleşmesi beklenmektedir. Diğer yandan, 2008 yılı ilk çeyreğinde GSYİH'ye negatif katkısı önemli ölçüde azalan net ihracatın, ikinci çeyrekte itibaren GSYİH'ye katkısının pozitifte dönebileceği tahmin edilmektedir. Sonuç olarak, yurt içi talepteki yavaşlamanın belirginleştiği bir dönemde net dış talepteki artışın GSYİH büyümesindeki yavaşlamayı bir miktar sınırlaması beklenmektedir.

Bu noktada toplam talep görünümünün enflasyon açısından değerlendirilmesi önem arz etmektedir. 2006 yılının ikinci yarısından itibaren enflasyona düşüş yönünde katkı yapar nitelikte ılımlı bir büyüme eğilimi sergileyen yurt içi talep, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde toparlanma sinyalleri vermiştir. Ancak, geçen yılın son çeyreğinde uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların belirginleşmesi yurt içi talepteki toparlanmayı geciktirmekte ve yerleşiklerin talebini sınırlamaktadır. Bu çerçevede, ithal tüketim ve yatırım malları talebinde keskin bir düşüş gözlenirken, ihracatın gücünü koruması nedeniyle ara malı ithalatında daha sınırlı bir yavaşlama gözlenmektedir. Küresel finans piyasalarındaki sorunların devam ediyor olması ve para politikasının temkinli duruşu önümüzdeki dönemde de yurt içi talebi sınırlamaya devam edecektir. Dolayısıyla, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı yapmaya devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 4.1.17).



4.3. İş Gücü Maliyetleri

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan “İmalat Sanayi Üretimde Çalışanlar ve Üretimde Çalışılan Saat Endeksi” sonuçlarına göre 2008 yılının birinci çeyreğinde imalat sanayi istihdamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,7 oranında artış kaydetmiştir (Tablo 4.3.1). Bu dönemde imalat sanayi üretiminin yüzde 6,3 oranında artması sonucu işgücü verimliliği yüzde 4,6 oranında yükselmiştir. İmalat sanayi çalışılan saat başı reel birim ücret endeksi artan verimliliğe bağlı olarak yüzde 3,5 oranında gerilemiştir (Grafik 4.3.1). 2008 yılının ilk çeyreğinde imalat sanayi reel birim ücretleri 2007 yılı ortalamasına göre daha hızlı gerileyerek enflasyon açısından olumlu bir görünüm arz etmiştir.

Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

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

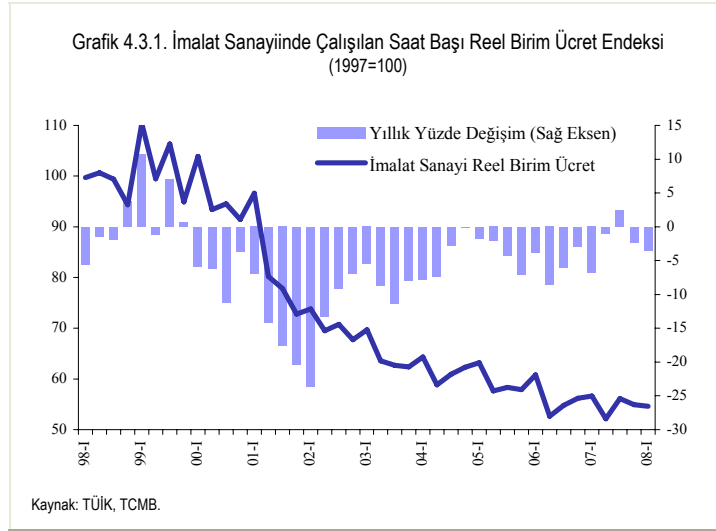
(2) İmalat Sanayi Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

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

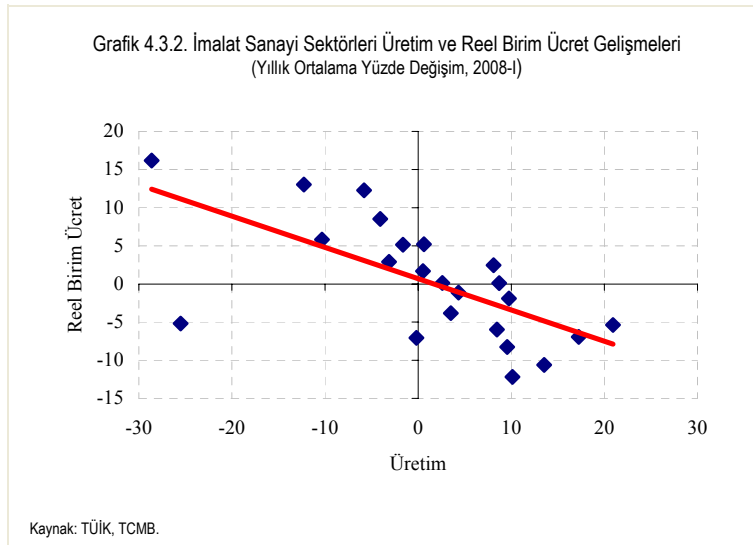
(4) İmalat Sanayi Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

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

Kaynak: TÜİK, TCMB.



2008 yılı ilk çeyreği itibarıyla, imalat sanayi alt sektörlerinde reel ücret artışlarının genel olarak iş gücü verimlilik artışlarının gerisinde kalmasından dolayı, üretim ile reel birim ücretler ters yönde bir gelişim sergilemiştir (Grafik 4.3.2). Bu dönemde yıllık ortalama olarak, 23 imalat sanayi alt sektörünün 9'unda üretim artarken reel birim ücretler gerilemiştir. Geri kalan sektörlerden 7'sinde ise üretim düşerken reel birim ücretler yükselmiştir (Tablo 4.3.2). Bu durum reel birim ücret gelişmelerinde üretimin, dolayısı ile iş gücü verimliliğinin önemini ortaya koymaktadır. Reel birim ücretleri artan söz konusu 7 sektörde, deri ve deri ürünleri, basın, yayın ve mobilya sektörleri haricinde üretici fiyat artışları imalat sanayi ortalama üretici fiyat artışının gerisinde kalmıştır. Bu durum, imalat sanayi genelinde birim ücretlerden kaynaklı enflasyonist bir baskının sınırlı olabileceğini düşündürmektedir.



Tablo 4.3.2. İmalat Sanayi Sektörlerinde Üretim, Reel Birim Ücret ve Üretici Fiyatları
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	Üretim				Reel Birim Ücret					Üretici Fiyatları					
	2008			4 Çeyrek Ortalaması	2007				4 Çeyrek Ortalaması	2008				4 Çeyrek Ortalaması	
	II	III	IV		II	III	IV	I		II	III	IV	I		
İmalat Sanayi	2,9	3,2	5,1	6,3	4,4	-1,0	2,5	-2,3	-3,5	-1,1	10,4	7,4	5,6	4,6	4,6
Gıda Ürünleri ve İçecek	2,3	2,3	-0,6	7,3	2,6	-3,2	1,9	1,8	0,0	0,1	4,1	6,8	9,6	11,8	11,8
Tütün Ürünleri	-16,3	-16,7	-11,9	-0,6	-12,3	14,4	18,8	5,3	16,6	13,0	8,1	4,2	2,1	1,5	1,5
Tekstil Ürünleri	7,1	-2,0	-5,2	-12,3	-3,1	-5,1	6,4	2,2	7,9	2,9	11,7	8,1	4,1	0,7	0,7
Giyim Eşyası	3,4	6,1	6,4	-1,6	3,5	-8,7	-2,1	-4,8	0,0	-3,8	7,8	8,5	8,2	6,4	6,4
Derinin İşlenmesi Bavul, Çanta vb.	5,2	-1,9	-10,9	-7,8	-4,1	2,9	9,1	12,2	10,3	8,5	12,3	9,7	6,3	4,8	4,8
Ağaç ve Mantar Ürünleri (mob. hariç)	19,8	23,7	3,1	8,0	13,5	-17,6	-15,7	0,1	-9,0	-10,6	8,0	9,1	8,7	7,1	7,1
Kağıt ve Kağıt Ürünleri	6,9	7,3	6,6	17,5	9,6	-8,1	-2,3	-4,9	-17,3	-8,3	20,1	14,6	6,6	-0,4	-0,4
Basım ve Yayım	-1,1	2,8	2,3	-1,6	0,6	5,8	3,3	-0,5	12,0	5,2	9,7	9,0	8,1	7,7	7,7
Kok Kömürü Rafine Edilmiş Petrol ürn.	-0,9	-0,7	-0,6	1,8	-0,2	-4,9	-11,1	-10,7	-2,4	-7,1	9,0	-1,3	0,9	7,7	7,7
Kimyasal Madde Ürünleri	0,9	14,8	20,0	7,5	10,1	-4,8	-10,6	-17,8	-14,5	-12,2	9,9	7,1	4,3	2,9	2,9
Plastik-Kauçuk Ürünleri	14,2	5,6	9,2	3,7	8,1	-5,9	2,7	3,3	10,1	2,5	12,6	9,6	6,3	3,4	3,4
Metalik Olmayan Diğer Mineral Mad.	-1,2	-0,7	-1,0	6,1	0,5	5,9	5,2	3,7	-5,8	1,7	9,9	8,9	7,3	5,2	5,2
Ana Metal	12,3	8,6	7,5	10,7	9,8	-5,8	1,7	-0,9	-2,6	-1,9	28,0	14,3	4,5	0,7	0,7
Metal Eşya (makine teçhizat hariç)	10,8	12,8	15,0	-4,0	8,7	-0,6	-5,8	-4,0	10,6	0,1	13,4	12,7	11,1	8,5	8,5
B.y.s. Makine ve Teçhizat	4,9	-1,7	-4,4	-5,1	-1,6	-4,4	12,5	1,6	11,7	5,2	10,9	7,7	4,5	1,6	1,6
Büro, Muhasebe Bilgi İşlem Makineleri	-54,2	20,8	-41,6	16,4	-28,6	145,0	9,1	49,1	-26,1	16,2	4,4	0,2	-5,3	-9,7	-9,7
B.y.s Elektrikli Makine ve Cihazlar	28,7	11,0	23,5	21,5	20,9	-14,7	6,7	-6,1	-5,7	-5,4	15,8	10,6	5,6	2,1	2,1
Radio, TV, Haberleşme Cihazları	-34,1	-26,4	-25,2	-14,5	-25,5	9,4	-13,1	-12,7	-2,4	-5,2	2,6	-2,0	-7,0	-11,4	-11,4
Tıbbi, Hassas ve Optik Aletler, Saat	-27,8	-4,0	-3,2	0,1	-10,3	32,3	-3,9	1,2	1,8	5,8	10,5	7,3	2,4	-3,2	-3,2
Taşıt Araçları ve Karoseri	5,3	6,8	22,3	35,1	17,3	2,9	3,5	-8,4	-25,0	-7,0	9,3	7,6	5,2	2,1	2,1
Diğer Ulaşım Araçları	-1,2	13,0	14,7	8,5	8,5	-2,1	-11,2	-9,7	0,6	-6,0	-18,0	-34,4	-50,3	-58,8	-58,8
Mobilya	-22,9	-9,9	1,5	18,9	-5,8	41,3	19,7	14,2	-11,1	12,3	20,4	17,4	12,1	5,5	5,5

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Ülkemizde hizmetler sektörü ücretlerine ilişkin zaman serilerinin mevcut olmaması ve gelir yöntemi ile milli gelir kapsamında iş gücüne yapılan ödemelerin yeni milli gelir serisi çerçevesinde güncellenmemiş olması nedeniyle, hizmetler sektörüne ilişkin ücret maliyetleri konusunda analiz yapılması güçleşmektedir. Ancak, TÜİK tarafından 2008 yılı Temmuz ayında açıklanan 2006 yılı kazanç yapısı anketi sonuçları hizmet sektöründeki ücret düzeylerine ilişkin bazı ipuçları vermektedir (Tablo 4.3.3). İnşaat ve otel-lokanta sektörlerinin ücret düzeyi asgari ücrete oldukça yakınken, mali aracı kuruluşlar, enerji, eğitim ve sağlık hizmetlerindeki ücretler asgari ücretin oldukça üzerinde seyretmektedir. Bu veri, inşaat ve otel, lokanta gibi sektörlerdeki ücretlerin asgari ücret değişikliklerine göreli olarak daha duyarlı olabileceğini göstermektedir. Ancak, söz konusu verinin zaman içindeki gelişimini gözlemleme imkanı olmadığı için hizmetlerdeki ücret kaynaklı maliyet baskısı konusunda bir eğilimden bahsetmek mümkün olmamaktadır. Ayrıca, kayıt dışı ücret ödemelerinin yaygın olduğu hizmetler sektöründe ücret maliyetlerine yönelik sağlıklı analiz yapmak güç olmaktadır.

Tablo 4.3.3. Sektörel Ortalama Ücretler
(2006)

Ekonomik Faaliyet (NACE Rev. 1.1)	Aylık ortalama brüt temel ücret (YTL)
Toplam	994
Madencilik ve Taşocakçılığı	1 025
İmalat	893
Elektrik, Gaz, Buhar ve Sıcak Su Üretimi ve Dağıtım	1 526
İnşaat	745
Toptan ve Perakende Ticaret; Motorlu Taşıt, Motosiklet, Kişisel ve Ev Eşyalarının Onarımı	970
Oteller ve Lokantalar	802
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	1 425
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	2 244
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri	1 001
Eğitim	1 257
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	1 187
Diğer Sosyal, Toplumsal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	967
Brüt Aşgari Ücret (Yıl ortalaması)	450

Kaynak: TÜİK, TCMB.

**KUTU 4.1. 2008 YILININ İLK ÇEYREĞİNDE İKTİSADİ FAALİYETTE HIZLANMA VAR MI?
MEVSİMSSEL UNSURLAR VE ÇALIŞILAN İŞ GÜNÜ SAYISININ MİLLİ GELİR VERİLERİNE ETKİSİ¹**

İktisadi faaliyetteki eğilimlerin yönüne ilişkin olarak ilgili verinin yıllık değişiminden ziyade çeyreklik büyüme oranlarına odaklanmak daha sağlıklı değerlendirmelerin yapılabilmesine olanak tanımaktadır. Baz etkilerinin kuvvetli olduğu dönemlerde düşen yıllık büyüme oranları iktisadi faaliyette yavaşlama olduğu şeklinde yanlış yorumlanabildiği gibi, 2008 yılının ilk çeyreğinde olduğu gibi önceki çeyreklere kıyasla hızlı artış gösteren yıllık büyüme oranının ekonomide hızlı bir canlanmaya işaret ettiği yönündeki değerlendirmeler de yanıltıcı olabilmektedir. Yıllık ve çeyreklik büyüme oranları ters yönlü hareket edebilmekle birlikte, yavaşlama ve toparlanma eğilimlerini açıklamakta yıllık büyüme oranlarının daha gecikmeli bilgi vermesi de muhtemeldir. 2004 yılı ikinci çeyreği, 2007 yılı ilk çeyreği ve 2008 yılı ilk çeyreğinde bir önceki üç aylık dönemlere kıyasla daha yüksek bir yıllık büyüme oranı görülse de, mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan çeyreklik büyüme oranları dönemlik bazda yavaşlama sinyali vermektedir. Yıllık büyüme oranları düşerken, çeyreklik değişimlerin ekonomide toparlanmaya işaret ettiği örnekler de mevcuttur (Tablo 1).

Dönemlik büyüme oranları incelenirken karşılaşılan en temel problem mevsimsel unsurların seriler üzerindeki etkisidir.² Örneğin, GSYİH çeyrekler itibarıyla incelendiğinde, iktisadi faaliyetin yıl içinde en düşük seviyesinde olduğu birinci çeyrekte itibaren yükselerek üçüncü çeyrekte zirve yaptığı ve ardından gerilediği dalgalı bir seyir görülmektedir (Grafik 1). Dolayısıyla, mevsimsel unsurların hakim olduğu serilerde ham verilerle yapılan dönemlik kıyaslamaların bilgi içeriği oldukça sınırlı olmaktadır. Bu durum, milli gelir verilerini bir önceki üç aylık dönem ile kıyasarken mevsimsellikten arındırılmış serilerin kullanılması gereğini ortaya koymaktadır.

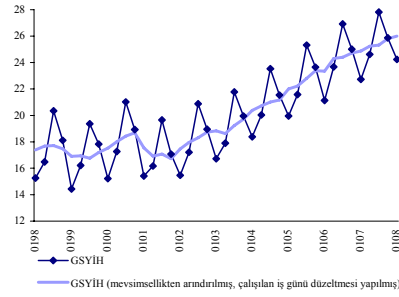
Bununla birlikte, milli bayramlardan kaynaklanan tatillerin yanı sıra özellikle her yıl farklı bir zaman dilimine denk gelen dini bayramların çalışılan iş günü sayısı üzerinde belirgin etkileri bulunmaktadır. Söz konusu durumlarda, çeyreklik bazda doğru bir değerlendirme yapabilmek için yalnızca mevsimsel unsurların arındırılması yeterli olmamaktadır. Dini bayramların zaman içinde kayar nitelikte olması nedeniyle tatillerin ay/çeyrek bazında dönemler içindeki dağılımının değişmesi, mevsimsellikten arındırma işleminde dikkate alınması gereken etkenlerden bir tanesidir. Örneğin, 2006 yılının son ve 2007 yılının ilk çeyreklerine eşit biçimde dağılan çalışılan iş günü kaybı, 2007 yılı son ve 2008 yılı ilk çeyrekleri arasında ciddi bir değişime uğramıştır (Tablo 2).

Tablo 1. GSYİH Yıllık ve Çeyreklik Büyüme Oranları (Yüzde)

	Yıllık	Çeyreklik
04-1	10,0	3,5
04-2	11,9	1,7
04-3	8,1	1,3
04-4	8,0	0,8
05-1	8,5	3,9
05-2	7,7	1,1
05-3	7,6	2,6
05-4	9,8	2,5
06-1	5,9	-0,1
06-2	9,7	4,0
06-3	6,3	0,4
06-4	5,7	1,3
07-1	7,6	0,6
07-2	4,0	1,4
07-3	3,4	0,4
07-4	3,4	1,9
08-1	6,6	0,8

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 1. 1998 Yılı Sabit Fiyatlarıyla Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (Milyar YTL)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Tablo 2. Bayramlardan Kaynaklanan Çalışılan İş Günü Kaybı

01-4	2
02-1	3
02-4	3
03-1	4
03-4	3
04-1	3
04-4	2
05-1	3
05-4	3
06-1	4
06-4	3
07-1	3
07-4	5
08-1	0

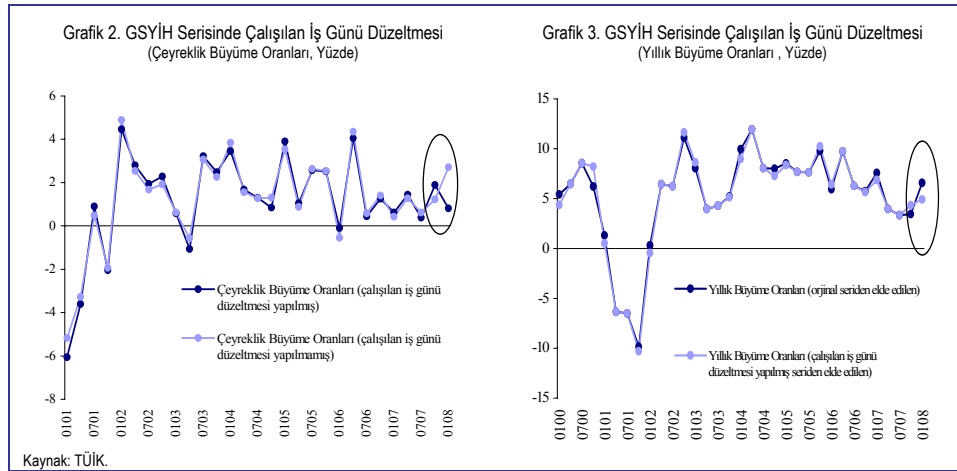
Kaynak: TCMB.

¹ Çağrı Sarıkaya (2008), "2008 Yılı İlk Çeyreğinde İktisadi Faaliyette Hızlanma Var mı? Mevsimsel Unsurlar ve Çalışılan İş Günü Sayısının Milli Gelir Verilerine Etkisi", TCMB Araştırma Notu, yayın sürecinde.

² Mevsimsellikten arındırma yöntemleri ile milli ve dini bayramlardan kaynaklanan iş günü düzeltilmesine imkan tanıyan Demetra programının kullanımı konusunda detaylı bilgi için bkz. Oğuz Atuk ve Beyza Pınar Ural (2002), "Seasonal Adjustment Methods: An Application to the Turkish Monetary Aggregates", TCMB Kitaplar Serisi.

Bu gibi durumlarda, çalışılan iş günü kaybını dikkate almaksızın yalnızca mevsimsel unsurları ayırtıran yöntemler dönemlik değişimleri gerçekte olduğundan farklı gösterecektir. Tablo 2 geriye dönük bir şekilde incelendiğinde, geçmiş yıllarda bayramlardan kaynaklanan iş günü kaybının son ve ilk çeyrekler arasında dengeli dağıldığı görülmektedir. Böyle durumlarda anılan iki dönem kıyaslanırken, çalışılan iş günü kaybını dikkate alan ve almayan yöntemler önemli bir farklılık göstermezken, 2007 yılı son çeyreğine kümelenen iş günü kaybının dikkate alınmaması halinde GSYİH düzeyinin olduğundan düşük, 2008 yılı ilk çeyreğine ilişkin dönemlik büyüme oranının ise olduğundan yüksek bulunması sürpriz olmayacaktır. Nitekim, çalışılan iş günü kaybını dikkate alan ve almayan mevsimsellikten arındırma yöntemlerinin çeyreklik büyüme oranları itibarıyla neden olduğu farklılaşma açıkça görülmektedir (Grafik 2). 2007 yılı son çeyreğine ilişkin dönemlik büyüme oranı çalışılan iş günü dikkate alınmadığında olduğundan daha düşük görünürken, 2008 yılı ilk çeyreğinde tersi bir durum söz konusudur. Çalışılan iş günü kaybındaki farklılaşma karşılaştırılan dönemler arasında ne kadar fazlaysa, ölçüm hatası da o kadar büyük olacaktır. Nitekim, çalışılan iş günü kaybı dikkate alındığında yüzde 0,8 olarak bulunan GSYİH çeyreklik büyümesinde iş günü kaybı dikkate alınmadığında yüzde 2,7 gibi yüksek bir oran elde edilmektedir. Bu denli büyük bir farklılaşmanın, çıktı açığı ve dolayısıyla enflasyon görünümüne ilişkin yanıltıcı değerlendirmelere yol açması kaçınılmazdır.

Benzer bir analiz, yalnızca çalışılan iş günü düzeltmesi yapılmış serilerin yıllık büyüme oranları karşılaştırılarak da yapılabilir. GSYİH serisi ele alındığında 2007 yılı son çeyreğinde yıllık 3,4 oranında gerçekleşen büyüme, iş günü düzeltmesi yapıldığında yüzde 4,3'e yükselmektedir. Bu örnekte, 2007 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre iki gün fazla iş günü kaybı olmasının yıllık büyüme oranına yaptığı olumsuz katkı açıkça görülmektedir. Benzer şekilde, kayan bayramlar sebebiyle 2008 yılının ilk çeyreğinde iş günü kaybının olmaması, yüzde 6,6 olarak açıklanan yıllık büyüme oranına 1,7 puanlık katkı yapmaktadır (Grafik 3). Diğer bir deyişle, yılın ilk çeyreğine ilişkin GSYİH yıllık büyüme oranı çalışılan iş günü sayısı düzeltmesi yapılarak hesaplandığında yüzde 4,9 oranına gerilemektedir. Şüphesiz bu veriler göstermektedir ki, çalışılan iş günü sayısı dikkate alındığında, yıllık büyüme oranları itibarıyla yapılan karşılaştırmalar dahi 2007 yılı son çeyreğine kıyasla hızlı bir toparlanma olmadığı değerlendirilmesini beraberinde getirecektir.



Sonuç olarak, iktisadi faaliyetteki son dönem eğilimleri konusunda fikir veren çeyreklik büyüme oranlarının mevsimsel etkenler ve iş günü sayısı gibi unsurlara duyarlı olduğu görülmektedir. Büyümeye ilişkin değerlendirmeler yapılırken anılan unsurların göz önüne alınması, mevcut enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası duruşuna temel oluşturan iktisadi çerçevenin doğru biçimde anlaşılmasına katkı sağlayacaktır. 2008 yılının ilk üç aylık dönemine ilişkin GSYİH yıllık büyüme oranı iktisadi faaliyette bir ivmelenme olduğu şeklinde bir yanılsamaya neden olabilmektedir. Mevsimsellikten (ve çalışılan iş günü sayısından) arındırılmış veriler bir önceki çeyrek ile kıyaslandığında potansiyelin altında ılımlı bir büyüme oranına işaret etmektedir. Geçmişte olduğu gibi bundan sonraki raporlarda da herhangi bir serinin önünde yer alacak "mevsimsellikten arındırılmış" ifadesi aynı zamanda çalışılan iş günü sayısına ilişkin düzeltmelerin de yapıldığı anlamına gelecektir.

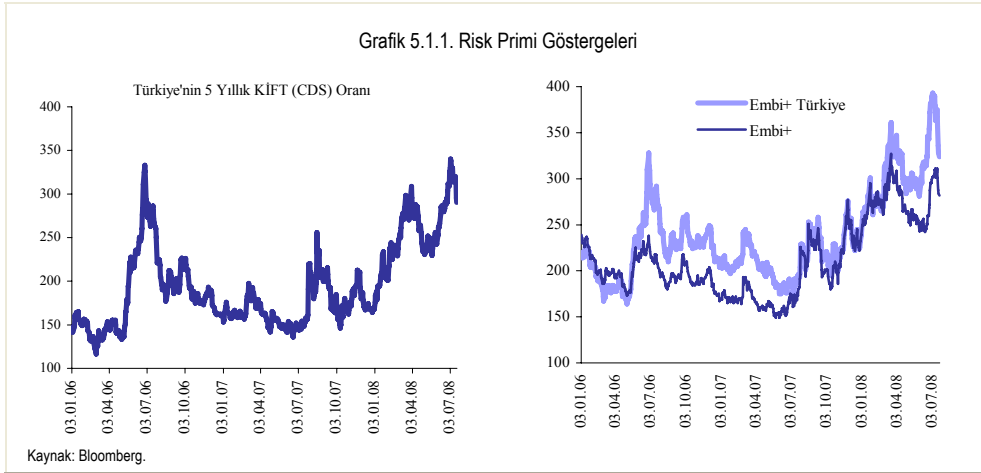
5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Finansal Piyasalar

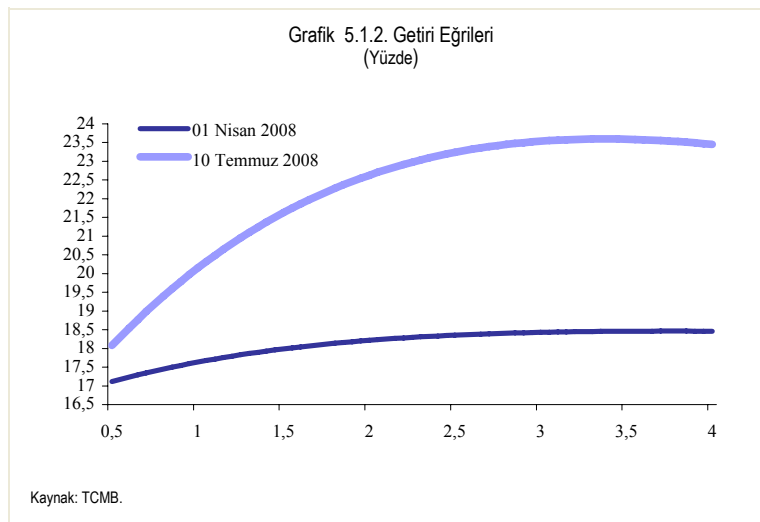
2008 yılının ikinci çeyreğinde, yükselen gıda ve petrol fiyatlarıyla beraber küresel ekonomide orta vadeli enflasyon baskılarına ilişkin endişeler artarken finansal piyasalardaki sorunların boyutları ve yansımaları konusundaki belirsizlikler devam etmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak küresel risk algılamalarındaki bozulma da sürmüştür.

Küresel ekonomideki yavaşlamanın boyutu henüz tam olarak netleşmemiş olsa da, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyete ilişkin verilerin beklenenden olumlu gerçekleşmiş olması gelişmiş ülke ekonomilerinin durgunluğa girme olasılığını azaltmıştır. Öte yandan, ABD ipotekli konut kredileri piyasasında başlayan, ardından para ve sermaye piyasalarına yayılan finansal oynaklık sürecinde finans kuruluşlarının kayıplarının beklentileri aşabileceği ve söz konusu sorunların etkilerinin sonraki dönemlere de yansiyebileceği endişeleri finans piyasalarındaki belirsizliği artırmıştır. Bunun yanı sıra, hızla artan petrol ve gıda fiyatlarının enflasyondaki artış eğilimini güçlendirmesi, küresel risk iştahının zayıf seyrini korumasına yol açan bir diğer etken olmuştur.

Küresel ekonomiye dair risklerin canlılığını koruması risk iştahının azalmasına, buna bağlı olarak gelişmekte olan ekonomilerin risk primlerinin artmasına ve bu ekonomilere sermaye akışının yavaşlamasına yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki bozulma eğilimi 2008 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmiştir. Ülkemizde de 5 yıllık Kredi İflas Takası (KİFT) primi ve JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksi gibi risk primi ölçütlerinde artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Bu dönemde, küresel belirsizliğin yanı sıra yurt içi belirsizlik algılamalarında da artış gözlenmesi, Türkiye'nin risk priminde gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre daha yüksek oranlı bir artışa yol açmıştır. Küresel ekonomik konjonktüre ilişkin belirsizlikler ortadan kalkmadan risk primlerinde ve finansal göstergelerdeki oynaklıkta kalıcı bir düşüş beklenmemektedir.

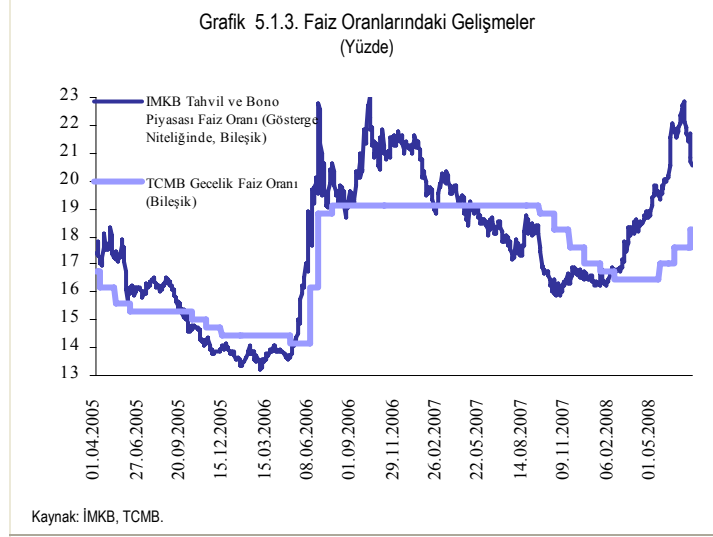


2008 yılının ikinci çeyreğinde belirsizlik algılamalarındaki artışa bağlı olarak piyasa faizlerinde de yükseliş yaşanmıştır. Nitekim 1 Nisan tarihinde oluşan getirilerin, 10 Temmuz tarihinde oluşan getirilerin her vadede üzerinde gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 5.1.2). Yukarı yönlü bu hareketin temel belirleyicisi küresel ve yurt içi belirsizlik algılamalarındaki bozulma kaynaklı risk primi artışıdır. Tüm bunların yanında, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışa paralel olarak enflasyon beklentilerindeki bozulma eğilimi de faizlerdeki artışta etkili olmuştur. Öte yandan, 10 Temmuz tarihine ait getiri eğrisinin uzun ucu, önceki dönemden farklı olarak negatif eğimli hale gelmiştir. Bu değişim tek başına piyasanın orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflenen enflasyon oranlarına yakınsadığı anlamına gelmese de, orta vadede enflasyonda azalış patikasına girileceği beklentisinin güçlendiğine işaret etmektedir.

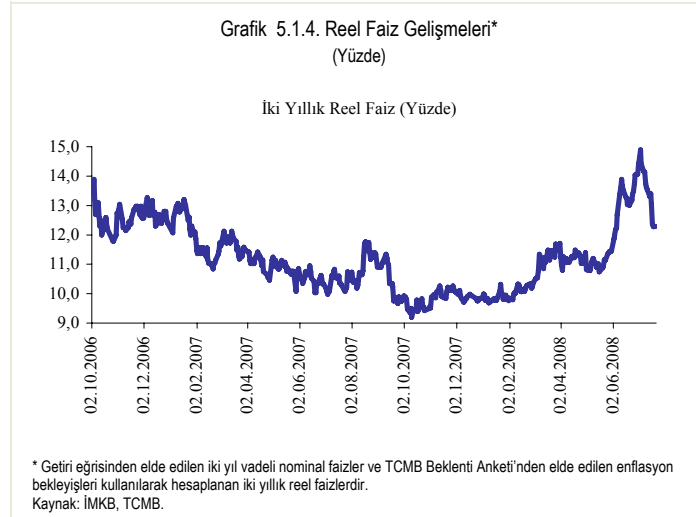


Bu gelişmeler doğrultusunda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasasında oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç

Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranında ilk çeyrekte başlayan artış eğilimi ikinci çeyrekte de güçlenerek devam etmiştir. DİBS faizlerindeki yükseliş, söz konusu dönemde gerçekleştirilen politika faizlerindeki artışın üzerinde gerçekleşmiş, bunun sonucunda gösterge niteliğindeki faiz oranı ile TCMB gecelik faiz oranı arasındaki fark açılmıştır (Grafik 5.1.3).

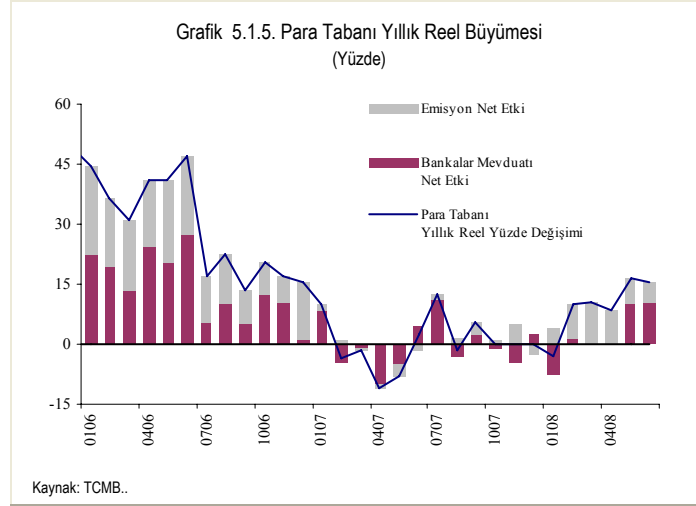


Orta vadeli reel faizlerdeki yükseliş eğilimi yılın ikinci çeyreğinde yurt içi belirsizlik algılamalarının artmasının da etkisiyle belirginleşmiştir (Grafik 5.1.4). Reel faizlerin mevcut seviyesi iç talebi sınırlamakta ve enflasyondaki düşüşü desteklemektedir.

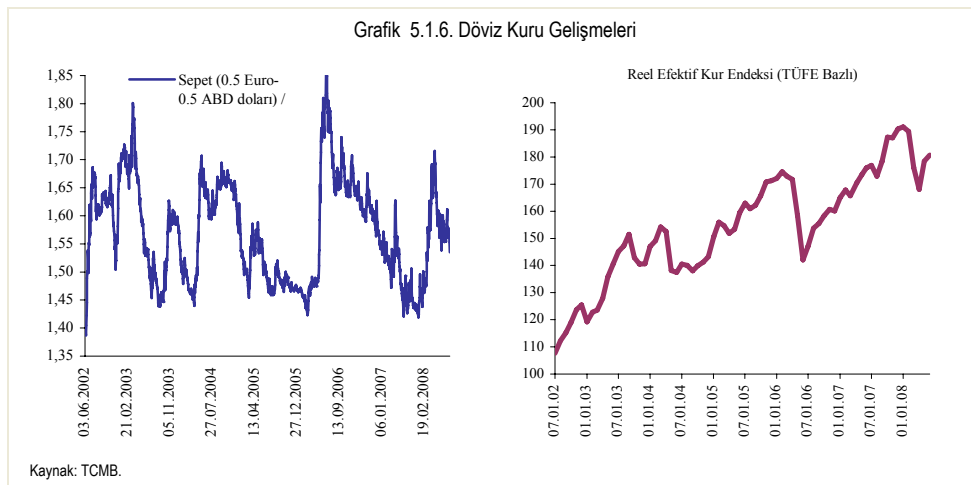


2008 yılının ikinci çeyreğinde para tabanındaki yıllık artış hızında sınırlı bir yükselme gözlenmiştir. Bu gelişmede, yılın başından beri devam eden emisyonadaki yıllık reel büyüme eğiliminin yanı sıra Mayıs ve Haziran

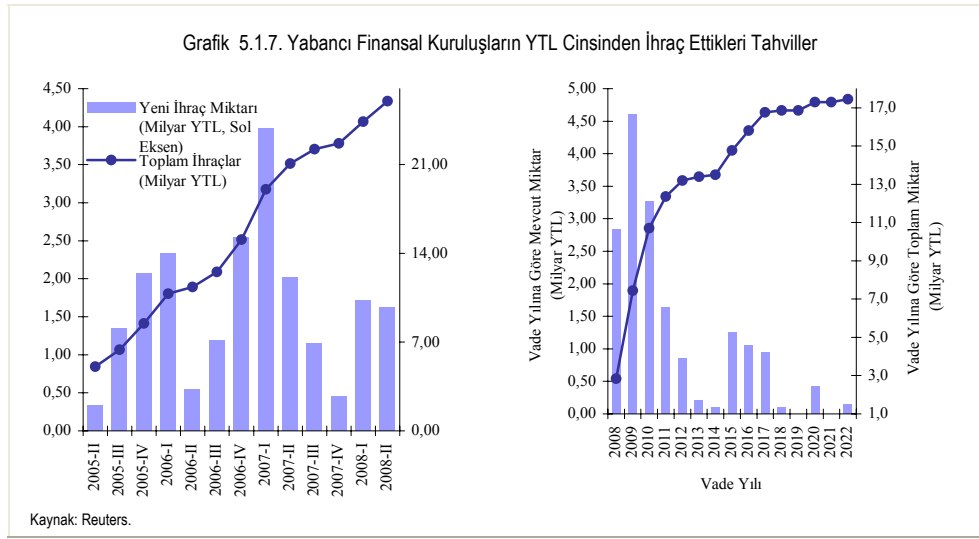
aylarında bankalar mevduatında gözlenen artış da etkili olmuştur. Para tabanında gözlenen artışın, belirsizlik algılamalarındaki artışa paralel olarak likit olmayan varlıklardan daha likit ve risksiz varlıklara geçme eğiliminden kaynaklandığı, bu nedenle enflasyonist bir baskıya işaret etmediği düşünülmektedir (Grafik 5.1.5).



Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomiye dair belirsizliklere bağlı olarak gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kaybeden YTL, ikinci çeyreğin sonuna doğru değer kayıplarının bir kısmını geri kazanmıştır. Sermaye piyasalarından çıkan fonların önceki dönemlerde olduğu gibi döviz piyasasına girmek yerine para piyasasında kalması, döviz kurunun görece olarak istikrarlı seyretilmesinde etkili olmuştur. Son dönemde YTL'nin değer kazanması, ilk çeyrekteki değer kaybının enflasyon üzerindeki etkilerini sınırlamıştır (Grafik 5.1.6).



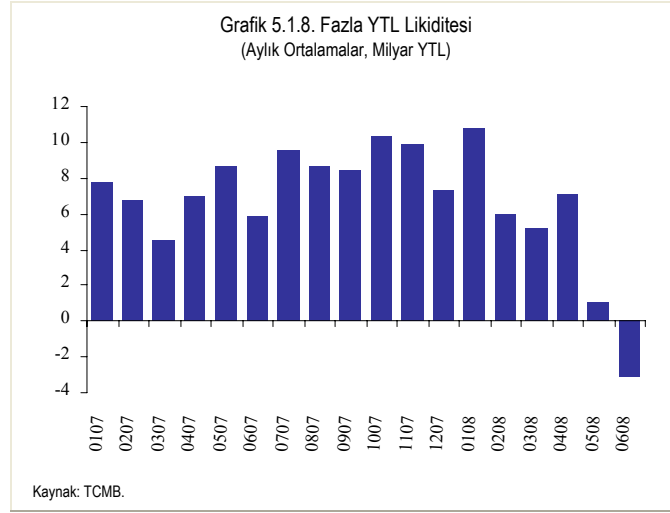
Uluslararası likidite koşullarındaki ve küresel risk iştahındaki bozulmanın devam etmesi finansman koşullarını da sıkılaştırmaktadır. Yurt dışında YTL cinsi finansal araçlara olan talebin bir göstergesi olan yabancı finansal kuruluşların YTL cinsinden gerçekleştirdiği global tahvil ihraçları, 2008 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe yakın seviyelerde gerçekleşirken, önceki yılın aynı dönemine göre bir miktar azalmıştır (Grafik 5.1.7). Toplam tahvil stoku ise bir önceki çeyreğe göre artış göstermiştir. Bu enstrümanlara talebin faiz yükselişlerine rağmen sınırlı kalması, küresel finansmana erişimdeki sorunların sürdüğüne işaret etmektedir.



2008 yılının ikinci çeyreğinde döviz alım ihalelerinde TCMB tarafından gerçekleştirilen net döviz alım tutarı yaklaşık 1,97 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. TCMB döviz rezervleri 4 Temmuz 2008 itibarıyla 75,9 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

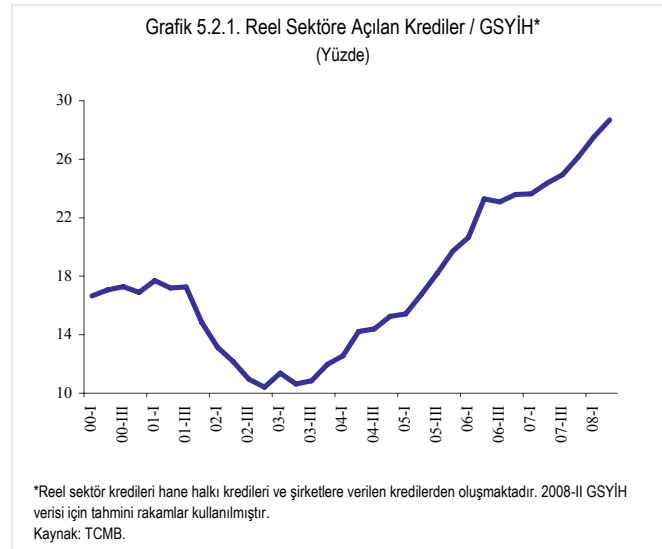
İkinci çeyrekte gecelik piyasada çekilen fazla likidite azalış göstermiştir (Grafik 5.1.8). Likiditedeki bu azalışta para talebinde gözlenen artış, günlük döviz alım ihale miktarının düşürülmesi, Hazine'nin döviz cinsinden daha az borçlanması ve Temmuz-Ağustos dönemindeki yüklü itfalar için nakit varlıklarını artırması gibi gelişmeler etkili olmuştur (Kutu 5.1.). Bu gelişmelere bağlı olarak piyasada likidite açığının ortaya çıktığı dönemlerde Merkez Bankası düzenlediği repo ihaleleri ile gerekli likiditeyi sağlamıştır. İhalelerde tutarlar belirlenirken gecelik piyasadaki faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşması hedeflenmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde zaman zaman ortaya çıkan likidite açığının mevcut koşullar altında önümüzdeki dönemde kalıcı hale gelmesi beklenmemektedir. Bu çerçevede, Merkez Bankası

gecelik borçlanma faizinin para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliğini sürdürmesi öngörülmektedir.



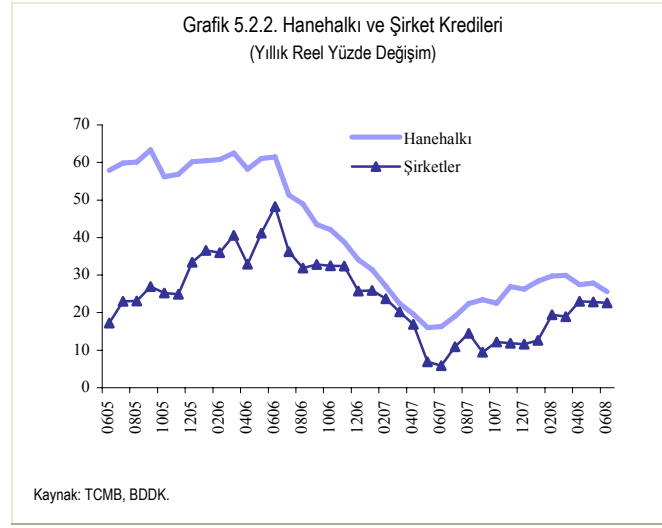
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

2008 yılı ikinci çeyreğinde toplam krediler artış hızını korumuş ve reel sektöre açılan kredilerin GSYİH'ye oranı artmaya devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Yurt dışı piyasalarda gözlemlenen küresel dalgalanmanın etkisiyle yurt içi yerleşiklerin kredi erişiminin bir miktar kısıtlandığı söylenebilir. Buna karşın kredilerin ılımlı artış seyri hane halkı ve şirketlerin kredi taleplerinin devam etmesi ve bankalar arasındaki kredi arz rekabeti nedeniyle sürmüştür.



Dış finansman olanaklarındaki daralmaya rağmen, yılın ikinci çeyreğinde reel kesimin kredi kullanımında belirgin bir yavaşlama olmadığı

gözlenmektedir. Bu dönemde tüketici kredilerinde yıllık ve reel bazda görece bir yavaşlama gözlenirken şirketlere açılan kredilerin artış hızı istikrarlı bir seyir izlemiştir. Reel sektör kredilerindeki artış büyük ölçüde bankaların yurt dışı şubeler aracılığıyla şirketlere kullandırdıkları kredilerden kaynaklanmıştır (Grafik 5.2.2). Küresel kredi piyasalarındaki sorunların artarak sürmesi, reel kesimin borçlanma olanaklarına ve dolayısıyla genel iktisadi faaliyete ilişkin risk oluşturmaya devam etmektedir.



Tüketici kredilerinin alt kalemleri incelendiğinde ikinci çeyrekte konut kredilerinin reel bazda artışının yavaşlayarak da olsa devam ettiği, maliyeti daha yüksek seyreden ihtiyaç kredileri ve kredi kartlarındaki artışın ise sürdüğü gözlenmektedir. Taşıt kredilerinde ise bir miktar toparlanma gözlenmekle beraber reel azalış devam etmiştir (Tablo 5.2.1).

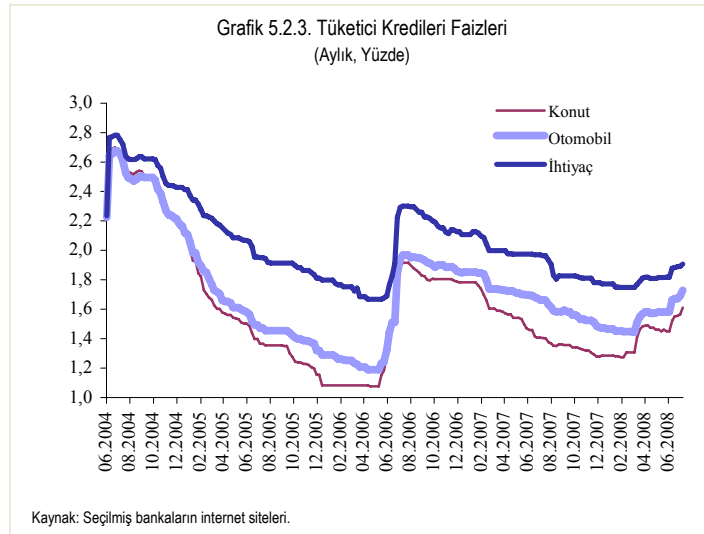
Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2007				2008	
	I	II	III	IV	I	II
Tüketici Kredileri	2,6	9,0	10,0	6,6	5,6	4,8
Konut Kredileri	2,7	7,5	10,2	5,4	6,5	4,2
Taşıt Kredileri	-8,9	-3,4	-2,0	-1,4	-4,5	-1,9
Diğer Krediler	6,6	14,5	12,8	9,9	6,7	6,7
Kredi Kartları	-1,6	7,7	2,4	3,2	2,2	5,9

Kaynak: TCMB.

Küresel finans piyasalarındaki gelişmelere bağlı olarak azalan finansmana erişim olanaklarının tüketici kredilerindeki genişlemeyi sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Yabancı finansal kuruluşların ihraç ettiği küresel YTL tahvillerinin faiz yükselişlerine rağmen yeni bir ivmelenme

göstermemesi, bankaların takas piyasalarından uzun vadeli YTL fon bulmalarını zorlaştırmaktadır (Grafik 5.1.7). Ayrıca, son dönemde sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerinin artış hızının yavaşlaması yurt dışından borçlanma imkânlarının kısmen azaldığına işaret etmektedir. Sonuç olarak, küresel piyasalardaki belirsizlikler gerek bankaların doğrudan kredi olarak sunabilecekleri fonları azaltması gerekse portföylerin daha likit belirlenmesini teşvik etmesi bakımından kredi arzını sınırlama potansiyeli taşımaktadır.



İkinci çeyrekte piyasa faizlerinde görülen artışa paralel olarak, tüketici kredileri faizlerindeki artış eğilimi de belirginleşmiştir. Konut, taşıt ve ihtiyaç kredileri aylık faizlerinde bir önceki çeyreğe kıyasla sırasıyla 13, 16 ve 10 baz puan artış görülmüştür (Grafik 5.2.3). Kredi faizlerindeki artışa rağmen, bankacılık kesiminin güçlü sermaye yapısı ile mevduat artışının ve yabancı girişinin sürmesi nedeniyle önümüzdeki dönemde kredi genişlemesinin yavaş da olsa devam edeceği düşünülmektedir.

Sonuç olarak, belirsizlik algılamasındaki artış ve küresel kredi arzındaki daralma nedeniyle önümüzdeki dönemde kredi genişlemesinde ivmelenme beklenmemektedir. TCMB, toplam nihai yurt içi talep ile finansal sistemin sağlığına ilişkin içerdiği bilgiler nedeniyle, kredi gelişmelerini yakından takip etmeye devam edecektir.

KUTU 5.1. LİKİDİTE GELİŞMELERİ VE PARA POLİTİKASI REFERANS FAİZ ORANI

Şubat 2001 krizinden sonra kamu bankaları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla bu bankalara ait DİBS'lerin Merkez Bankası tarafından satın alınması ve 2002 yılından bu yana gerçekleşen Merkez Bankası'nın rezerv biriktirme amaçlı döviz alımları sonucunda piyasada yapısal likidite fazlası oluşmuştur. Piyasa likiditesindeki fazlalık, zaman zaman dalgalanmalar olsa da, 2008 yılının Mayıs ayına kadar devam etmiştir. Fazla likidite, genelde Bankalararası Para Piyasası'ndaki YTL depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki ters repo işlemleri kullanılarak gecelik vadede çekilmiştir. Bu dönemde, nadiren ortaya çıkan likidite açığı Merkez Bankası tarafından repo ihaleleri ve diğer açık piyasa işlemleri ile karşılanmış, piyasanın ihtiyaç duyduğu likidite sağlanmıştır. Bu çerçevede, piyasadaki gecelik faizler Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşmuş ve borçlanma faizi para politikası açısından referans faiz olma niteliği taşımıştır.

2008 yılının Mayıs ayıyla birlikte, likidite açığı daha sık ve uzun süreli olarak ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu dönemde, gecelik vadeli faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizinin belirgin şekilde üzerine çıkmaması için Merkez Bankası düzenlediği 1 haftalık repo ihaleleri ile piyasaya gerekli likiditeyi sağlamıştır. Bununla birlikte, özellikle bankaların serbest mevduat tutma davranışlarından kaynaklanan öngörülemezlik likidite değişiklikleri nedeniyle gecelik faizlerde dönem dönem arzu edilmeyen aşırı oynaklıklar gözlemlenmiştir. Para Politikası Kurulu, likidite koşullarındaki bu gelişmeleri göz önüne alarak piyasa faizlerinde oluşabilecek potansiyel oynaklığı azaltmak amacıyla Temmuz ayında borç alma ve borç verme faizleri arasındaki farkın 50 baz puan daraltılmasına karar vermiştir.

Piyasadaki Likiditeyi Belirleyen Unsurlar

Piyasadaki likiditeyi asıl olarak (i) para tabanı değişimleri, (ii) Merkez Bankası'nın piyasa ile gerçekleştirdiği döviz alışı/satışı işlemleri, (iii) Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri için ödediği/tahsil ettiği faizler ile YTL cinsi zorunlu karşılıklara ödediği faizler, (iv) Hazine'nin faiz dışı fazla girişleri, (v) Hazine'nin Merkez Bankası hariç net YTL cinsi DİBS itfa-ihraç işlemleri farkı, (vi) Hazine'ye özelleştirme ve TMSF kaynaklı YTL transferleri etkilemektedir. Diğer yandan, Hazine'nin Eurobond ve döviz cinsi DİBS itfa-ihraç farkları, özelleştirme ve TMSF transferleri ve dış kredi geri ödeme/kullanımından oluşan net döviz girişleri ya da çıkışları ile Hazine'nin Merkez Bankası'na olan itfaları ve Merkez Bankası kar transferleri Hazine'nin YTL cinsi borçlanma gereğini belirlediği için piyasadaki YTL likiditesini dolaylı olarak etkileyebilmektedir.

Piyasadaki likidite fazlası 2007 yılı sonundaki 3,9 milyar YTL düzeyinden 2008 yılı birinci çeyrek sonunda 5,6 milyar YTL'ye yükselmiş, ikinci çeyrek sonunda ise likidite fazlası yerini 8,4 milyar YTL'lik likidite açığına bırakmıştır. Likidite fazlasının ikinci çeyrekte likidite açığına dönüşmesinde, para tabanındaki belirgin artış, Hazine'nin YTL cinsi net tahsilatları ve Merkez Bankası'nın döviz alım miktarının önceki çeyreğe göre düşük tutulması etkili olmuştur. Para tabanındaki artışta, dönem sonu olması nedeniyle bankaların serbest mevduatlarını ortalama düzeyin yaklaşık 6 milyar YTL üzerinde tutmaları önemli rol oynamıştır. Bu dönemde Hazinenin net dış borç ödeyicisi konumunda olması, likiditeye dolaylı olarak azaltıcı etki yapmıştır (Tablo 1).

Tablo 1. Çeyrek Sonları İtibarıyla Likiditeyi Etkileyen Unsurlar

(Milyar YTL)	31.12.07	31.3.08	30.6.08	Likiditeye Etki 2008-I	Likiditeye Etki 2008-II	Toplam
Piyasadaki Likidite	3,9	5,6	-8,4	1,7	-14,0	-12,3
Para Tabanı	46,4	43,0	52,1	3,3	-9,1	-5,8
Emisyon Hacmi	27,4	28,3	29,4	-0,9	-1,1	-2,0
Serbest Mevduat	18,9	14,7	22,7	4,2	-8,0	-3,8
Piyasadaki Likiditeyi Etkileyen TCMB İşlemleri				4,8	3,2	8,0
Piyasadan YTL Karşılığı Döviz Alım				4,0	2,6	6,6
YTL Zorunlu Karşılıklar ve APİ Faizleri ve Diğer				0,8	0,6	1,4
Kamu İşlemleri (TCMB'ye itfalar hariç)				-6,4	-8,1	-14,5
Net YTL Cinsi DİBS İtfası (İtfa-İhraç)				1,4	2,4	3,8
Faiz Dışı Fazla Girişleri				-8,1	-8,8	-16,8
YTL Cinsi Özelleştirme ve TMSF Transferleri ile Diğer İşlemler				0,2	-1,8	-1,5

Sonuç ve Öngörüler

Merkez Bankası'nın döviz alım ihale tutarlarını mevcut düzeylerde tutacağı ve Hazine'nin yılın ikinci yarısına ilişkin finansman programında önemli bir sapma olmayacağı varsayımları altında, orta vadeli likidite tahminlerine göre yılın kalan döneminde piyasadaki fazla likidite koşullarının devam edeceği, ancak başta bayram dönemlerinde olmak üzere zaman zaman geçici likidite açığının ortaya çıkabileceği öngörülmektedir. Bu nedenle, likidite koşullarında önemli bir değişiklik olmadığı sürece Merkez Bankası, mevcut likidite yönetimi stratejisinde yılın kalan döneminde önemli bir değişiklik öngörmemektedir. Piyasada likidite açığının ortaya çıkması durumunda, bir haftalık repo ihaleleri ile gerekli likidite etkin bir şekilde sağlanacak ve ihale tutarları belirlenirken, piyasalarda çok aşırı dalgalanmalar olmaması halinde, gecelik faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizi seviyesinde veya buna yakın seviyelerde oluşması hedeflenecektir. Böylece, likidite sıkışıklığının olduğu dönemlerde de Merkez Bankası gecelik borçlanma faizinin para politikası açısından *referans faiz* oranı olma niteliği sürdürülecektir.

6. Kamu Maliyesi

Kamu kesimi borç stokunun seviyesi ve yapısındaki iyileşme dikkate alınarak, 2008 yılı için toplam kamu faiz dışı fazla hedefinin milli gelire oranı önceki yıllara göre 1 puan düşürülerek yüzde 5,5 olarak belirlenmişti.¹ Ancak, 3 Mayıs 2008 tarihinde açıklanan Orta Vadeli Mali Çerçeve (OVMÇ) kapsamında 2008-2012 dönemi için kamu maliyesi hedeflerinde yeniden güncellemeye gidilmiştir. OVMÇ ile istihdam paketi, mahalli idareler reformu ve Güneydoğu Anadolu Projesi (GAP) kapsamındaki yatırımlara hız kazandırılması gibi politika adımları dikkate alınarak milli gelir hesaplarında yapılan güncelleme orta vadeli kamu maliyesi büyüklüklerine yansıtılmıştır. Bu bağlamda, 2008 yılı için yüzde 4,2 (eski milli gelir serisine göre yüzde 5,5) olarak hedeflenen toplam kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSYİH'ye oranı yüzde 3,5 olarak güncellenmiştir. Benzer şekilde, 2008 yılı için yüzde 3,4 olarak hedeflenen merkezi yönetim faiz dışı fazlasının GSYİH'ye oranı yüzde 2,7 olarak değiştirilmiştir. Merkezi yönetim faiz dışı fazlası hedefindeki indirimine rağmen, daha önce yüzde 1,9 olarak öngörülen bütçe açığının GSYİH'ye oranı yüzde 1,4 olarak revize edilmiştir. Bütçe kapsamına alınan özelleştirme gelirleri, merkezi yönetim bütçe açığı hedefinin azaltılmasının başlıca kaynağını oluşturmaktadır.

Son yıllarda başarıyla uygulanan maliye politikası, enflasyon beklentilerinin düşmesinde ve yüksek büyüme hızlarının yakalanmasında önemli katkılar sağlamıştır. Söz konusu olumlu etkilerin kalıcı olabilmesi için maliye politikasının sıkı duruşunu sürdürmesi, yatırım ortamını daha da iyileştirici, verimliliği ve rekabet gücünü artırıcı mikro düzeydeki reformların etkin olarak hayata geçirilmesi önemini korumaktadır. Bu nedenle, OVMÇ kapsamında yapısal reformların gerçekleştirilmesine ve altyapı yatırımlarına yönelik kaynakların artırılması, orta ve uzun dönemde ekonomide verimlilik artışlarını desteklemesi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Diğer yandan, küresel düzeyde mali piyasalarda ortaya çıkan olumsuzluklar ile gıda ve enerji fiyatlarına bağlı olarak artış gösteren küresel enflasyon bütün dünyada belirsizlikleri artırmıştır. Küresel düzeyde artan belirsizliklere ek olarak, yurt içi talepte oluşan yavaşlamanın vergi gelirlerini olumsuz etkilemesi ile girdi fiyatlarındaki artışın bütçe harcamalarını artırması kamu maliyesi hedefleri üzerinde baskı oluşturabilecektir. Küresel

¹ Söz konusu oranın hesaplanmasında 1987 bazlı GSMH serisi kullanılmıştır.

belirsizlikler bir taraftan maliye politikasının sıkı duruşunu zorunlu kılmakta diğer taraftan bütçe harcamaları üzerinde baskı oluşturmakta ve vergi gelirlerinde kayıplara neden olabilmektedir. Bu sürecin makroekonomik istikrarı bozmaması ancak mali alan yaratabilmeyle ve reform sürecinin devam etmesiyle mümkün olacaktır.

2008 yılının ilk yarısında merkezi yönetim bütçe harcamaları faiz giderlerindeki belirgin düşüş nedeniyle bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı da olsa bir gerileme kaydetmiştir. Merkezi yönetim faiz dışı giderlerindeki yüzde 8,2 oranındaki artışa en yüksek katkıyı, sırasıyla, personel giderleri, cari transferler ile mal ve hizmet alım giderleri yapmıştır. Bu dönemde sağlık giderlerindeki düşüş dikkate değer bir gelişmedir. Diğer yandan, aynı dönemde bütçe gelirleri, vergi dışı gelirlerdeki keskin gerilemeye karşın, yüzde 8,1 oranında artış kaydetmiştir. Bu gelişmede, başta gelir ve kurumlar vergisi ile ithalden alınan katma değer olmak üzere vergi gelirlerindeki artış belirleyici olmuştur. Enflasyon oranındaki artışa karşın, yurt içi talepteki yavaşlama sonucunda dahilde alınan katma değer vergisi gelirlerindeki artış sınırlı olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, yılın ilk yarısı itibarıyla merkezi yönetim bütçe dengesi sınırlı oranda da olsa fazla vermiş ve faiz dışı fazla yıl sonu hedefinin yüzde 59,6'sına ulaşmıştır.² Ancak, yılın ikinci yarısında başta faiz giderleri olmak üzere bütçe harcamalarının hızlanmasına ve yurt içi talebin yavaşlaması sonucunda vergi gelirlerinin azalmasına bağlı olarak bütçede yılın ilk yarısında yakalanan performansın tekrarlanması beklenmemektedir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

2008 yılının ilk yarısında merkezi yönetim toplam bütçe dengesi 1,9 milyar YTL, faiz dışı dengesi ise 22,7 milyar YTL fazla vermiştir. Yılın ilk yarısında yıl sonu faiz dışı fazla hedefinin yüzde 59,6'sına ulaşılmış bulunmaktadır (Tablo 6.1). 2008 yılının ilk yarısında merkezi yönetim bütçe gelirleri 2007 yılının aynı dönemine göre yüzde 8,1 artarken, merkezi yönetim bütçe giderleri yüzde 0,1 oranında düşmüştür. Aynı dönem itibarıyla faiz dışı bütçe giderlerindeki artış oranı yüzde 8,2 olarak gerçekleşirken, faiz giderleri 2008 yılı borç servisinin yılın ikinci yarısına yığılmış olmasının etkisiyle yüzde 22,9 oranında düşmüştür. Faiz giderlerindeki söz konusu düşüş merkezi yönetim bütçe giderlerindeki sınırlı gerilemenin temel belirleyicisi olmuştur.

² OVMÇ'de öngörülen yıl sonu hedefleri hesaplara yansıtılmamıştır.

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar YTL)

	2007 Ocak- Haziran	2008 Ocak- Haziran	Artış Oran (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	2008 Bütçe Hedefi**	2008 Bütçe Hedefi/GSYİH *
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	100,68	100,59	-0,1	45,2	222,6	22,8
A) Faiz Giderleri	26,89	20,74	-22,9	37,0	56,0	5,7
B) Faiz Hariç Bütçe Giderleri	73,79	79,85	8,2	47,9	166,6	17,1
I. Personel Giderleri	21,97	24,51	11,5	50,3	48,7	5,0
II. Sosyal Güvenlik Kurumları Devlet Primi Giderleri	2,73	3,05	12,0	47,7	6,4	0,7
III. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	8,35	9,16	9,7	40,0	22,9	2,3
IV. Cari Transferler	32,78	35,23	7,5	50,9	69,2	7,1
V. Sermaye Giderleri	4,47	4,68	4,8	39,7	11,8	1,2
VI. Sermaye Transferleri	1,88	1,13	-40,0	54,0	2,1	0,2
VII. Borç Verme	1,62	2,10	29,7	53,3	3,9	0,4
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	94,79	102,51	8,1	50,1	204,6	21,0
A) Genel Bütçe Gelirleri	92,37	99,46	7,7	49,9	199,4	20,4
I-Vergi Gelirleri	70,59	82,75	17,2	48,3	171,2	17,5
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	21,83	26,63	22,0	50,6	52,6	5,4
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	1,76	2,07	17,9	51,4	4,0	0,4
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	29,40	32,39	10,2	45,4	71,4	7,3
4. Uluslararası Tic.ve Muamelelerden Alınan Vergiler	13,49	17,09	26,7	51,0	33,5	3,4
II-Vergi Dışı Gelirler	21,78	16,59	-23,8	58,8	28,2	2,9
B) Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	1,56	1,85	18,1	54,0	3,4	0,4
C) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Gelirleri	0,86	1,20	40,1	69,6	1,7	0,2
Bütçe Dengesi	-5,88	1,92	-	-	-18,0	-1,8
Faiz Dışı Dengesi	21,01	22,66	7,8	59,6	38,0	3,9

*2008 yılı GSYİH'sinin nominal olarak yüzde 14 oranında artacağı varsayılmıştır.

** Maliye Bakanlığı OVMÇ'de öngörülen yıl sonu hedeflerini henüz Tablo'ya yansıtamıştır.

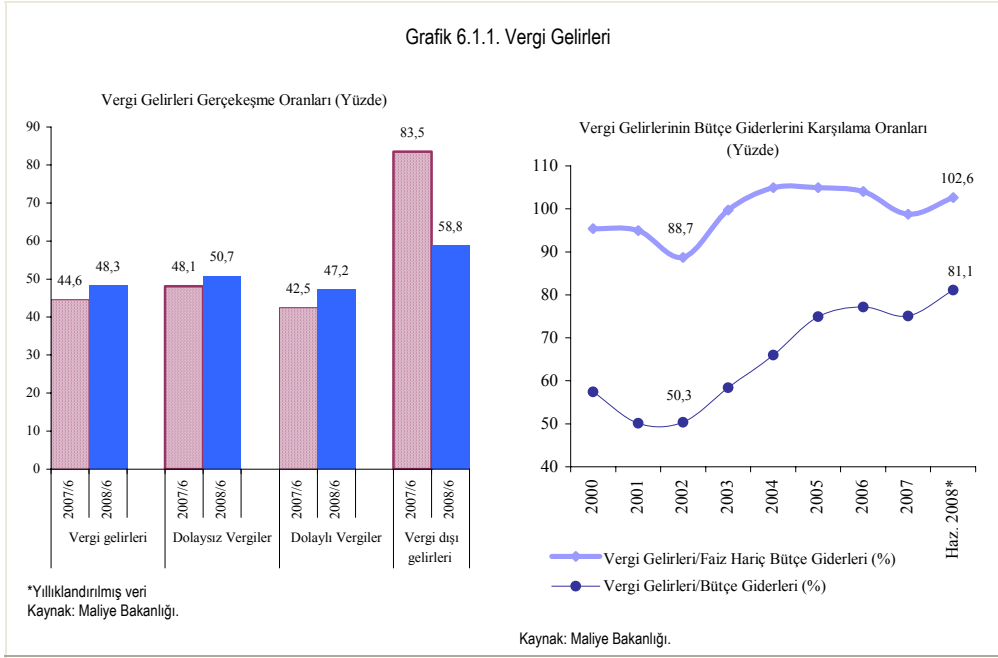
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderlerindeki yüzde 8,2 oranındaki artışa personel giderleri ve cari transferler, sırasıyla, 3,4 ve 3,3 puan pozitif katkı yaparken, sermaye transferleri 1,0 puan negatif katkı sağlamıştır. Mal ve hizmet alım giderleri ise 2007 yılının aynı dönemine göre sağlık harcamalarındaki yüzde 3,8 oranındaki düşüşe karşın yüzde 9,7 oranında artmış ve faiz dışı bütçe giderlerindeki artışa yüzde 1,1 oranında katkı sağlamıştır. Sağlık giderlerindeki düşüşün kalıcı olup olmayacağı yılın ikinci yarısındaki bütçe giderleri performansı açısından kritik önem taşımaktadır.

2008 yılının ilk yarısı itibarıyla faiz dışı bütçe giderlerindeki artış sınırlı olmakla birlikte, son dönemlerde alınan bazı politika kararları yılın ikinci yarısında ve sonraki yıllarda kamu harcamaları üzerinde baskı yaratabilecektir. Konut edindirme yardımı ödemeleri, GAP'a kaynak aktarılması, istihdam paketi için kaynak oluşturulması gibi harcama artırıcı politika kararlarının maliyetleri İşsizlik Fonu ve Özelleştirme Fonu tarafından karşılanacağından merkezi yönetim bütçesine yansımayacaktır. Diğer taraftan, yerel yönetimlere merkezi yönetim bütçe gelirlerinden aktarılacak kaynaktan yapılan kesintinin geçici olarak yüzde 25'ten yüzde 20'ye indirilmesi ise merkezi yönetim bütçe açığını artıracak bir etkide bulunacaktır.

2008 yılının ilk yarısında vergi tahsilatı performansı olumlu seyretmiştir. Bu dönemde 2007 yılının aynı dönemine göre vergi dışı gelirler yüzde 23,8 oranında azalırken, vergi gelirlerindeki artış yüzde 17,2 oranında gerçekleşmiştir. Vergi gelirlerinin ayrıntıları incelendiğinde, gelir ve kazanç üzerinden alınan vergilerin yüzde 22,0 oranında artarak vergi gelirlerindeki artışa en fazla katkıyı sağlayan kalem olduğu görülmektedir. Söz konusu artışta yüzde 25,9 oranında artan kurumlar vergisi tahsilatı kadar gelir vergisi tahsilatında görülen yüzde 20,5 oranındaki yükseliş de etkili olmuştur. Kurumlar vergisi tahsilatındaki artışta geçen yılın Ocak ayında 2006 yılında yapılan kurumlar vergisi oran değişikliğinin mahsuplaşması nedeniyle düşük seyreden kurumlar vergisi tahsilatının baz etkisi önemli olmaktadır. Bununla birlikte, 2007 yılında başta bankalar olmak üzere şirketler kesimi kârlarının yüksek düzeylerde gerçekleşmiş olması ve vergi tahsilatındaki etkinliğin artmasının bu gelişmede temel faktörler olduğu düşünülmektedir. Benzer şekilde, gelir vergisi dilimlerinde yapılan sadeleştirme gelir vergisi tahsilat performansına olumlu yönde katkıda bulunduğu düşünülmektedir.

2008 yılının ilk yarısında ise, dahilde alınan katma değer vergisi ve özel tüketim vergileri 2007 yılının aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 4,7 ve 11,8 oranlarında artmakla birlikte, söz konusu artış oranları vergi gelirlerindeki genel artış oranının altında kalmıştır. İthalden alınan katma değer vergisi ise başta enerji fiyatları olmak üzere ithal fiyatlarındaki artışla birlikte ithalat hacminin genişlemesi sonucunda 2007 yılına göre 2008 yılının ilk yarısında yüzde 27,2 oranında artış göstermiştir.



2008 yılının ilk yarısında vergi gelirlerindeki gerçekleşme oranı 2007 yılının aynı dönemine göre daha yüksek bir düzeyde olmuştur. Yılın ilk yarısında, dolaysız vergilerdeki gerçekleşme oranı yüzde 50,7 iken, dolaylı vergilerdeki gerçekleşme oranı yüzde 47,2 oranında kalmıştır. Vergi-dışı gelirlerdeki gerçekleşme oranı 2007 yılının aynı dönemine kıyasla Telekom satışından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle daha düşük olmasına karşın yüzde 58,8 gibi yüksek bir orana ulaşmıştır (Grafik 6.1.1). 2008 yılının ilk yarısı itibarıyla vergi gelirlerinin merkezi yönetim bütçe giderlerini karşılama oranı son 8 yılın en yüksekinde yüzde 81,1 olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirlerinin merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderlerini karşılama oranı ise yüzde 102,6 olmuştur. Söz konusu oranlar, 2002 yılından bu yana sürdürülen mali disiplinin bütçe gelir-gider dengesinde yarattığı olumlu yansımaya işaret etmektedir (Grafik 6.1.1).

Sonuç olarak, 2008 yılının ilk yarısında faiz giderlerindeki önemli orandaki düşüş ve yüksek vergi gelirleri performansı sayesinde merkezi yönetim bütçesi 1,9 milyar YTL fazla vermiştir. Bununla birlikte, borç servisinin yılın ikinci yarısında yoğunlaşması, ekonomideki yavaşlamanın vergi gelirleri üzerindeki azaltıcı etkilerinin ikinci yarıda belirginleşmesi ve harcama artırıcı birtakım politika kararlarının yılın ikinci yarısından itibaren etkisini gösterecek olması gibi nedenlerle 2008 yılı ilk yarı performansının ikinci yarıda

yakalanması beklenmemektedir. Buna karşın, 2008 yılı merkezi yönetim bütçe hedeflerinin tutturulacağı düşünülmektedir.

2007 yılı sonu itibarıyla, konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası, 40,7 milyar YTL olan hedefin oldukça altında, 29,2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.2). 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. 2008 yılının ilk dört ayında KİT'ler hariç konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesi 10,1 milyar YTL fazla vermiştir. Nisan ayı itibarıyla, söz konusu fazla son bir yılda kümülatif olarak 29,4 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir.

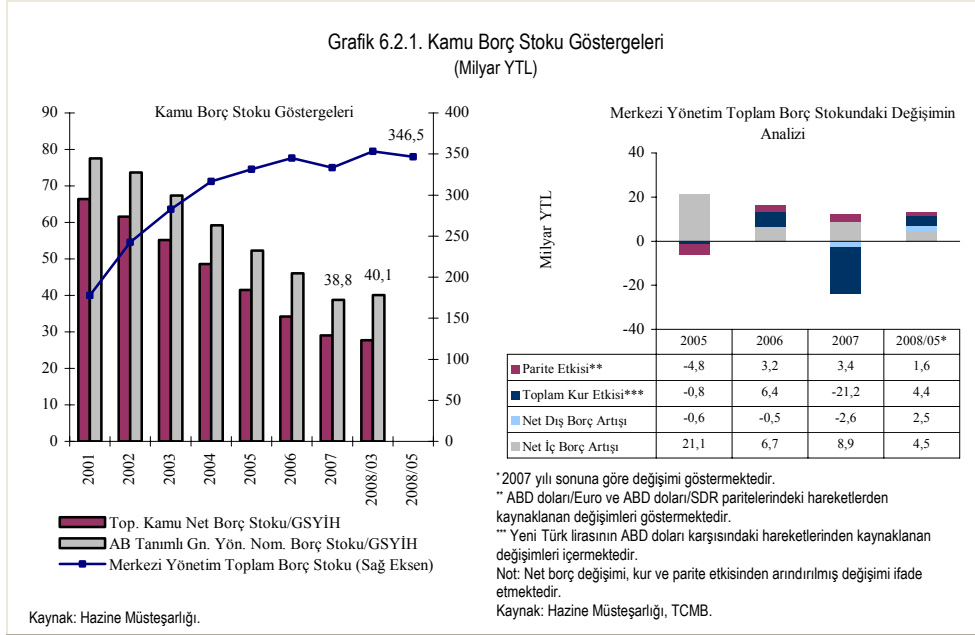
Tablo 6.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü (Kümülatif, Milyar YTL)*					
Gerçekleşmeler					
	2005	2006	2007	Mart-2008	Nisan-2008
Faiz Dışı Denge	28,3	36,2	29,2	10,4	-
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	23,6	34,6	26,7	8,8	10,1
Merkezi Yönetim Bütçesi	24,1	33,5	21,7	8,3	9,7
Toplam Denge	-4,2	-1,2	-10,0	-1,2	-
Merkezi Yönetim Bütçesi	-11,5	-6,9	-20,7	-4,4	-5,4
Hedefler					
Ayarlanmış Program**					
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 adlandırılmaktadır.
Not: **Konsolide Kamu Sektörü** = Merkezi Yönetim + 23 Adet KİT + Bütçe Dışı Fonlar (Savunma Sanayi Destekleme, Özelleştirme ve Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonları) + Sosyal Güvenlik Kurumları + İşsizlik Sigortası Fonu.
Toplam Kamu = Konsolide Kamu Sektörü + Yerel Yönetimler + Döner Sermayeler + KKS Dışındaki KİT'ler
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

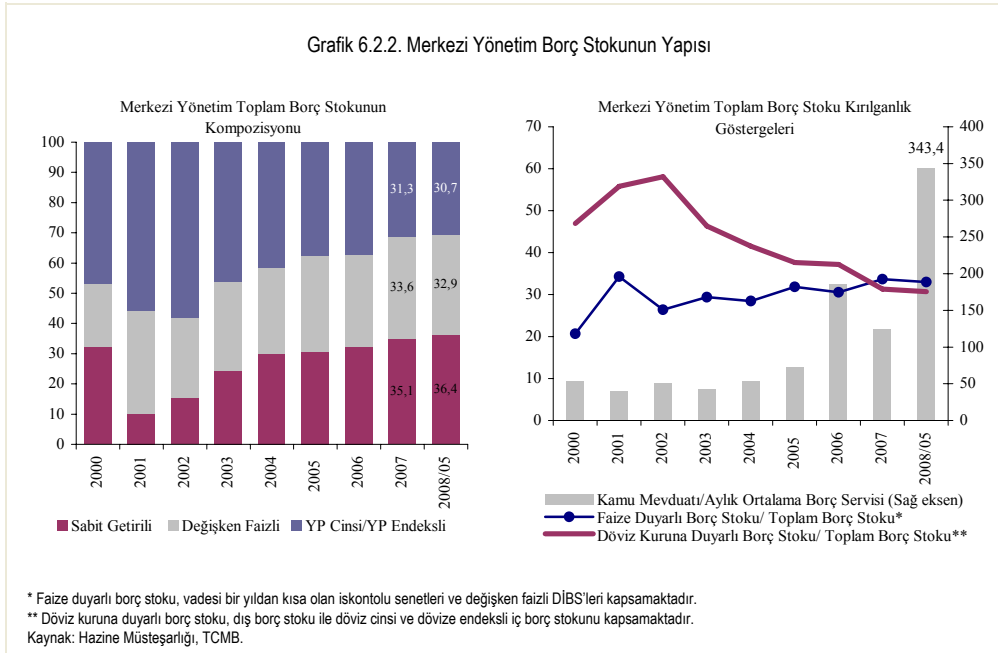
2008 yılı Mayıs ayı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2007 yıl sonuna göre yüzde 3,9 oranında artış göstererek 346,5 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, borç stokunda görülen 13,0 milyar YTL tutarındaki artışın 4,5 milyar YTL'si net iç borç artışından, 4,4 milyar YTL'si toplam kur etkisinden, 2,5 milyar YTL'si net dış borç artışından, 1,6 milyar YTL'si ise parite etkisinden kaynaklanmıştır. Diğer yandan, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranında 2002 yılından itibaren gözlenen düşme eğilimi 2008 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiş ve bu oran yüzde 27,8'e gerilemiştir (Grafik 6.2.1). AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise 2008 yılı Mart ayında 2007 yıl sonuna göre artış göstererek yüzde 40,1 düzeyine çıkmıştır. Orta Vadeli Mali Çerçeve'de kamu

borç stoku rasyolarındaki iyileşme eğiliminin 2012 yılına kadar devam etmesi ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranının 2012 yılında yüzde 30'a kadar gerilemesi hedeflenmektedir. Söz konusu iyileşmenin gerçekleşmesinde bütçe hedeflerine ulaşılmasının temel belirleyici olacağı düşünülmektedir.



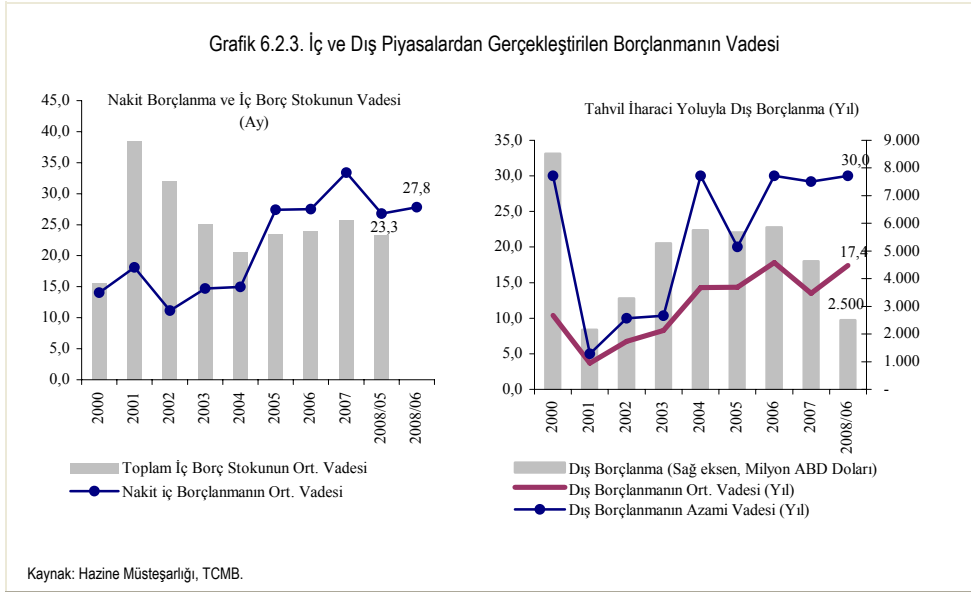
2008 yılının ilk beş ayı itibarıyla, 2007 yıl sonuna göre merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili borç senetlerinin payı artarken, döviz kuruna duyarlı ve değişken faizli borç senetlerinin payı azalmıştır (Grafik 6.2.2). 2002 yılından itibaren döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endekli) olan kısım belirgin bir düşüş eğilimi sergileyerek 2008 yılı Mayıs ayında yüzde 30,7 olarak gerçekleşmiş olmasına karşın döviz kurlarındaki yukarı yönlü hareketler AB tanımlı kamu borç stoku üzerinde baskı yapmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, mevcut döviz cinsi kamu borç stokunun görece olarak uzun vadeli olması ve Hazine'nin döviz mevduatının halen yüksek seviyelerde olması, kurdaki yukarı yönlü hareketlerden kaynaklanabilecek riskleri kamu kesimi açısından sınırlamaktadır.

Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2008 yılı Mayıs ayında yüzde 343,4 gibi çok yüksek bir oranda gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). 2008 yılı finansman programına göre Hazine'nin güçlü rezerv tutma politikasını sürdürmesi, küresel düzeyde kredi piyasalarında yaşanmakta olan likidite sıkışıklığının muhtemel olumsuz yansımalarını telafi etmek açısından önem taşımaktadır.

Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi 2008 yılının ilk yarısında 27,8 ay olarak gerçekleşmiştir. Nakit borçlanmanın ortalama vadesinin 2007 yılı ortalamasına göre kılmasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2008 yılı Mayıs ayı itibarıyla 23,3 aya düşmüştür. Ayrıca, 2008 yılı Haziran ayı itibarıyla, tahvil ihracı yoluyla 2,5 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 17,4 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde, Raporu'n genelinde ortaya koyulan analiz doğrultusunda, tahminlere temel oluşturan varsayımlardaki güncellemeler özetlenmekte ve bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır. Ayrıca, Nisan 2008 Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi, gıda ve enerji fiyatlarının seyrine dair alternatif senaryolara göre enflasyon ve çıktı açığı tahminleri de paylaşılmaktadır. Son bölümde ise baz senaryo altında üretilen tahminlerin belirgin bir şekilde sapmasına yol açabilecek olası riskler özetlenmektedir. Tahminler önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

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

Nisan 2008 Enflasyon Raporu'nda 2008 yılının ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergelerin iktisadi faaliyette yavaşlama sinyalleri verdiği belirtilmişti. Nitekim, anılan döneme ilişkin açıklanan büyüme rakamları, 2007 yılının son çeyreğinde GSYİH'de meydana gelen hızlı artışın kalıcı olmadığına ve ekonomideki yavaşlamanın sürdüğüne işaret etmiş ve bir önceki Rapor'da sunulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir..

2008 yılının ilk çeyreğinde büyümenin temelde özel tüketim ve özel yatırım talebinden kaynaklandığı görülmektedir. Net dış talebin ise büyümeye olumsuz katkısı devam etmek ile birlikte, ihracattaki hızlanmaya bağlı olarak bu olumsuz katkının önceki çeyreklere kıyasla daha sınırlı olduğu görülmektedir.

Tüketim ve yatırım talebine ilişkin öncü göstergeler yılın ikinci çeyreğinde yurt içi talebin, ilk çeyreğe kıyasla daha zayıf seyrettiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, yılın ikinci çeyreğinde yurt içi talebin büyümeye katkısının düşmesi, ancak net dış talebin büyümeye pozitif katkı yapması beklenmektedir. Baz etkisinin de ortadan kalkmasıyla birlikte ikinci çeyrekte

yıllık büyüme oranlarının birinci çeyreğe oranla daha düşük gerçekleşmesi beklenmektedir.

Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yıl sonu ve orta vadeli enflasyon beklentilerinde bozulma gözlenmiştir. Merkez Bankası, enflasyon beklentilerindeki bu bozulmayı önleyebilmek ve süregelen arz yönlü şokların fiyatlama davranışlarını bozmasını engellemek amacıyla politika faizlerini son üç aylık dönemde toplam 150 baz puan yükseltmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde risk primi ve enflasyon beklentilerindeki yükselişe bağlı olarak piyasa faizlerindeki yükseliş politika faizlerine kıyasla daha belirgin olmuştur. Piyasa faizlerindeki bu yükseliş iç talebi sınırlayan ek bir unsur olmuştur.

Yeni Türk lirasının son iki ay içinde yeniden güçlenme eğilimi göstermesi, yılın ilk dört ayında Yeni Türk lirasında gözlenen belirgin değer kaybının fiyatlar üzerindeki etkisini sınırlamaktadır. Nisan Enflasyon Raporu'nda yılın ilk dört ayında gözlenen döviz kuru hareketlerinin 2008 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 2 puana ulaşacağı tahmin edilmişti. Döviz kurundaki son gelişmeler sonucunda bu tahmin yüzde 1,2 olarak aşağı yönlü güncellenmiştir.

Kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın ve para politikasının temkinli duruşunun yurt içi talebi sınırlamaya devam edeceği ve buna bağlı olarak önümüzdeki dönemde de toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı yapmayı sürdüreceği bir çerçevede öngörülmektedir.

2008 yılının ilk yarısında gıda fiyatlarındaki artış son yıllardaki artışların üzerinde gerçekleşmiştir. Her ne kadar işlenmemiş gıda fiyatlarının artış hızı yavaşlasa da, yurt içi arz kayıpları ile uluslararası gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar sonucunda işlenmiş gıda fiyatlarındaki yükseliş eğilimi sürmüştür. Dolayısıyla, gıda fiyat enflasyonuna ilişkin varsayımlarımız 2008 ve 2009 yılı için sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, gıda fiyat enflasyonu varsayımı 2008 yılı için yüzde 13'ten yüzde 14'e, 2009 yılı için ise yüzde 8'den yüzde 9'a yükseltilmiştir. Bu değişiklik 2008 ve 2009 yılı enflasyon tahminlerinin yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Gıda fiyat artışlarının zaman içinde kademeli olarak yavaşlayacağı ve bu çerçevede 2010 yılı sonunda yüzde 7 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.¹

¹ Gıda fiyatlarına ilişkin söz konusu varsayımlar Kutu 3.1. deki analize dayanmaktadır.

Nisan 2008 Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatları 2008, 2009 ve 2010 yılları boyunca 105 ABD doları olarak varsayılmıştı. Ancak, geçen süre zarfında devam eden hızlı fiyat artışları petrol fiyatlarına ilişkin varsayımın yukarı yönlü güncellenmesini gerekli kılmıştır. Güncelleme yapılırken Temmuz ayının ilk üç haftasına ilişkin vadeli fiyatların ortalaması referans alınmış ve bu çerçevede petrol fiyatlarının 2008 yıl sonu itibarıyla 140 ABD doları civarında seyredeceği ve sonrasında sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu güncelleme, enflasyon tahminlerini 2008 yıl sonu için 1,8 puan yukarı çekerken, 2009 yıl sonu için 0,6 puan artırmıştır. Elektrik tarifelerinde de otomatik fiyatlama çerçevesinde bu varsayımla uyumlu ayarlamaların gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Yurt dışı iktisadi faaliyetlere ilişkin varsayımlar orta vadeli enflasyon tahminlerine girdi oluşturan diğer önemli değişkenlerdir. Nisan Enflasyon Raporu'nun yayınlandığı dönemden bu yana Euro bölgesine ilişkin büyüme tahminleri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Uluslararası kuruluşların tahminleri ve anket sonuçları göz önüne alınarak, 2008 yılı için Euro Bölgesi büyümesine ilişkin varsayımımız yüzde 1,3'ten yüzde 1,6'ya yükseltilmiştir. Euro bölgesi enflasyonunun ise 2008 yılında yüzde 2 seviyesinin üzerinde gerçekleşeceği ve 2009 yılından itibaren kademeli olarak azalmaya başlayacağı varsayılmıştır. Ayrıca, diğer gelişmiş ülkelerin ekonomilerine ilişkin öngörüler ve uluslararası likidite koşullarının seyri de tahmin sürecinde değerlendirilmiştir.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

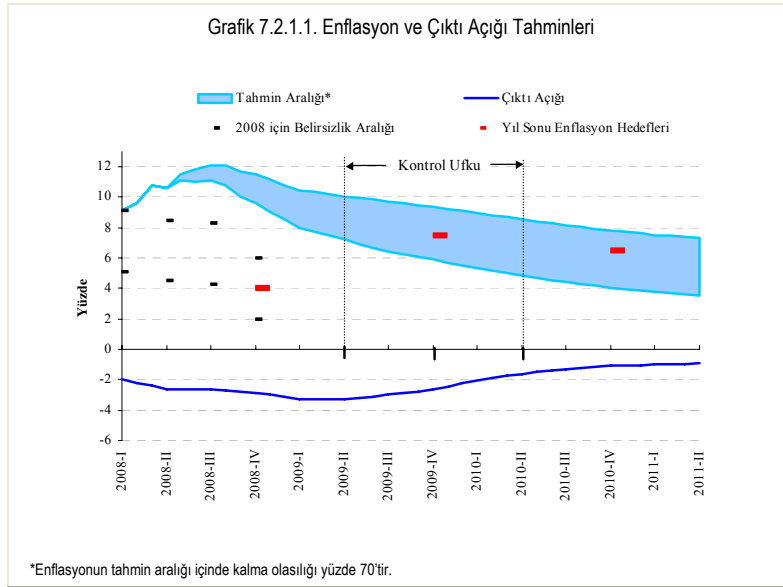
Rapor'un bu bölümünde, öncelikle, yukarıda anlatılan varsayım ve öngörüler kullanılarak oluşturulan baz senaryoya göre üretilen tahminler yer almaktadır. Ayrıca, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle, iyimser ve kötümser varsayımlar kullanılarak iki alternatif senaryo daha oluşturulmakta ve bu çerçevede üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri de sunulmaktadır.

7.2.1. Baz Senaryo

Önceki bölümde anlatılan varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre enflasyonun 2008 yılı sonunda yüzde 10,6 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2008 yılının sonlarına doğru sınırlı bir parasal sıkılaştırma olacağı varsayımı altında, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009

yılı sonunda yüzde 5,9 ile yüzde 9,3 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılının sonunda ise yüzde 4 ile yüzde 7,8 arasında (orta noktası 5,9) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının ortalarında enflasyonun yüzde 5,4 düzeyine düşmesi beklenmektedir (Grafik 7.2.1.1). Gıda dışı enflasyonun ise bu tahminlerin de altında gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Yukarıda ifade edilen para politikası duruşunun mevcut bilgiler dahilinde oluşturulduğu ve dolayısıyla Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmaması gerektiği tekrar vurgulanmalıdır. Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haber bu duruşun değiştirilmesine neden olabilecektir.



Öncü göstergeler, son dönemde iktisadi faaliyetlerde gözlenen yavaşlama eğiliminin önümüzdeki dönemde de süreceğini göstermektedir. Bu öngörü doğrultusunda ve 2008 yılının sonlarına doğru sınırlı bir parasal sıkılaştırma olacağı varsayımı altında üretilen çıktı açığı tahminleri, 2008 yılı boyunca toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı yapmaya devam edeceğine işaret etmektedir. (Grafik 7.2.1.1)

Sonuç olarak, iktisadi faaliyete ilişkin veriler öngörülerimiz doğrultusunda gerçekleşmesine rağmen, gıda ve petrol fiyatlarındaki artışlar nedeniyle enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu tahminlerden çıkarılacak ana mesaj, arz yönlü şokların ikincil etkilerini bertaraf etmek ve

enflasyonda istikrarlı bir düşüş sağlamak için para politikasının temkinli duruşunun bir süre daha devam etmesi gerektiğidir.

7.2.2. Alternatif Senaryolar

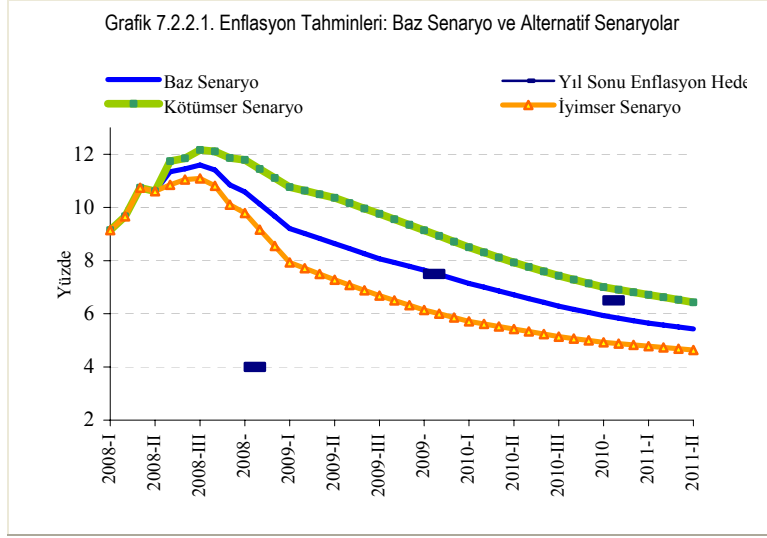
Gıda, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gelişmeler bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de enflasyon üzerinde baskı oluşturmakta ve enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesine neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, tahminlerimizdeki sapmalar büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki öngörülemeyen gelişmelerle açıklanabilmektedir.

Gıda ve petrol fiyatlarına yönelik oluşturulan alternatif projeksiyonların kamuoyuyla paylaşılmasının, enflasyon görünümü ve para politikasının daha sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından faydalı olacağı düşüncesiyle Nisan 2008 Enflasyon Raporunda farklı senaryolar altında enflasyon tahminleri sunulmuştu. Petrol ve tarımsal emtia fiyatlarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle bu Raporda da iyimser ve kötümser senaryolarımızı kamuoyu ile paylaşmanın, para politikasının öngörülebilirliğine katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

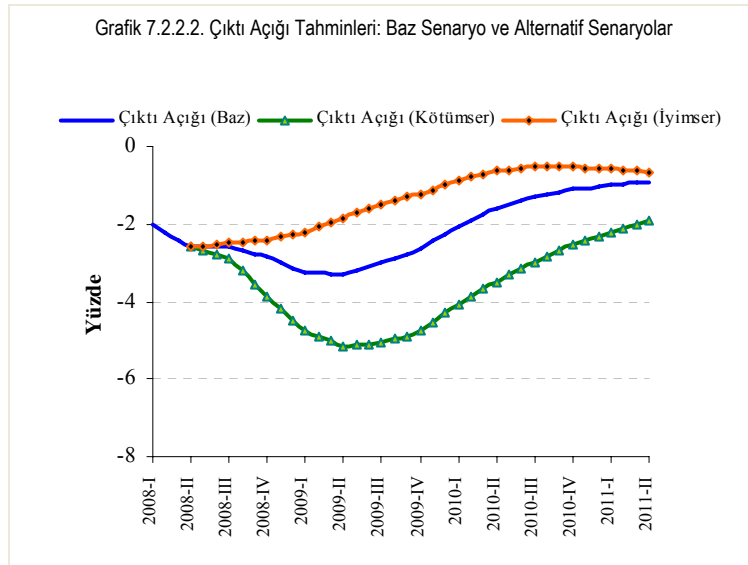
Kötümser senaryoda gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 16, 12 ve 10 olarak gerçekleşeceği; petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 180 ABD dolarına çıktıktan sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır.² Bu senaryoya göre yapılan projeksiyonlar, yılın kalan döneminde kısa vadeli faizlerin kademeli olarak artırıldığı varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 9,1, 2010 yılı sonunda ise yüzde 7 civarında gerçekleşeceğine işaret etmektedir (Grafik 7.2.2.1).

İyimser senaryoda ise gıda fiyat enflasyonunun 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 12, 6 ve 4 olarak gerçekleşeceği; petrol fiyatlarının ise 2008 yılının sonunda 100 ABD dolarına indikten sonra sabit seyredeceği varsayılmaktadır. Bu senaryoya göre, kısa vadeli faizlerin bir müddet sabit tutulduktan sonra kademeli olarak düşürüldüğü varsayımı altında, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 6,1 civarında, 2010 yılının sonunda ise yüzde 4,9 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2.1).

² Petrol fiyatlarına ilişkin iyimser ve kötümser senaryolar oluşturulurken Chicago Opsiyon Borsası (CBOE) tarafından yayınlanan ham petrol volatilité endeksinin (OVX) son üç aylık ortalaması göz önüne alınmıştır.



Her iki senaryoya göre üretilen çıktı açığı tahminleri ise Grifik 7.2.2.2'de sunulmaktadır. Buna göre çıktı açığı, iyimser senaryoda önümüzdeki dönemde kademeli olarak kapanırken, kötümsen senaryoda bir müddet daha açılmaya devam etmekte ve 2009 yılının ortalarından itibaren kapanmaktadır.



7.3. Riskler

Tahminlerimiz oldukça temkinli varsayımlar altında güncellendiğinden, enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü riskler en az yukarı yönlü riskler kadar belirgindir. Bununla birlikte, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. Yukarıda sunulan tahminler, petrol ve gıda fiyatlarına ilişkin alternatif senaryolara göre oluşabilecek enflasyon ve para

politikası görünümüne ilişkin bilgi vermektedir. Buna göre, önümüzdeki dönemde yukarı yönlü riskler gerçekleştiği takdirde, para politikası enflasyon hedeflerinden sapmayı en aza indirmeyi amaçlayacaktır. Gıda ve enerji fiyatlarının beklenenden daha olumlu gelişmesi halinde ise enflasyonun hedeflere daha çabuk ulaşması sağlanacaktır.

Enflasyonda beklenen düşüş eğilimine rağmen, bu düşüşün hızına ilişkin belirsizlikler bulunmaktadır. Uzunca bir süredir devam eden arz yönlü şoklar enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmakta ve geriye yönelik fiyatlama davranışlarının yaygınlaşma riskini de beraberinde getirmektedir. Mevcut talep koşulları arz şoklarının fiyatların geneline yayılmasını sınırlasa da, enflasyonun düşüş hızı iktisadi birimlerin enflasyon hedeflerini ne ölçüde referans aldığına bağlı olarak değişebilecektir. Dolayısıyla Merkez Bankası, önümüzdeki dönem için belirlenen yeni hedeflerin itibarının güçlendirilmesi konusuna odaklanmaya devam edecektir. Bu çerçevede genel fiyatlama davranışlarına ve enflasyonun ana eğilimine ilişkin gelişmeler yakından takip edilecektir.

Küresel finans piyasalarındaki kırılmalıklar devam ederken kredi koşullarındaki sıkılaşma sürmektedir. Bu gelişmelerin küresel ekonomi üzerindeki etkisi henüz netleşmiş değildir. Bunun yanında, emtia fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bütün bu gelişmeler, risk iştahını azaltarak gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımını yavaşlatmakta ve bu ülkeleri piyasa algılamalarındaki değişimlere karşı hassas kılmaktadır. Yurt içi belirsizlik algılamalarındaki artış bu etkileri daha da güçlendirmiştir. Nitekim, 2008 yılının ilk yarısında Türkiye'nin risk priminin gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına kıyasla daha hızlı arttığı görülmektedir. Merkez Bankası, piyasalardaki geçici dalgalanmalara, enflasyondaki orta vadeli düşüşü tehdit etmediği ve genel fiyatlama davranışlarında bozulma eğilimini belirginleştirmedeği sürece sert tepki vermeyecektir.

Son olarak, orta vadeli tahminlerin, otomatik fiyatlama mekanizmaları dışında, dolaylı vergi artışı veya yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki içermediği belirtilmelidir. Bir diğer ifadeyle, kamu bütçesinde sıkılaştırma gereği doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıtıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlardaki olası sapmalar enflasyon ve para politikasının görünümünü de değiştirebilecektir.

7.4. Sonuç

Enflasyon hedeflemesine geçilen dönemden bugüne gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar enflasyonla mücadeleyi güçleştirmektedir. Süregelen küresel ve yurt içi belirsizliklerin enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi, para politikasında daha temkinli bir duruş alma gereğini doğurmuştur. Bu doğrultuda, söz konusu belirsizliklerin genel fiyatlama davranışlarına yansımaları önlemek amacıyla Merkez Bankası son üç aylık dönemde para politikasını sıkılaştırmıştır. Söz konusu parasal sıkılaştırmanın da katkısıyla Temmuz ayında enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur.

Para politikasının mevcut durumu enflasyondaki düşüşü desteklemektedir. Enflasyonun kısa vadede yüksek seviyelerini koruduktan sonra enflasyon hedeflerine doğru ilerleyeceği tahmin edilmektedir. Güncellenen tahminlerimiz, önümüzdeki üç yıl için yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 düzeyinde belirlenmiş olan hedeflerin, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin oldukça temkinli varsayımlar altında dahi ulaşılabilir olduğuna işaret etmektedir. İktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken bu hedefleri esas alması, arz yönlü şokların ekonomi üzerindeki maliyetlerinin sınırlı kalması açısından önem taşımaktadır.

Fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için basiretli bir para politikası gereklidir fakat bu tek başına yeterli değildir. Uygulanan maliye politikaları ve yapısal reform süreci de en az para politikası kadar önem taşımaktadır. Enflasyonun tek haneli rakamlara inmesinde maliye politikalarının katkısı büyük olmuştur. Bundan sonra da fiyat istikrarına giden yolda maliye politikalarının desteği önemli olacaktır. Özellikle mevcut konjonktürde ekonomimizin dayanıklılığını koruması için mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığı kritik önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi 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.

GRAFİKLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	1
Grafik 1.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedef ve Enflasyon	3
Grafik 1.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	5

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Amerikan Ekonomisi İşsizlik Oranları ve Enflasyon Bekleyişleri	10
Grafik 2.1.2. Michigan Tüketici Güven Endeksi ve ISM Endeksi	10
Grafik 2.1.3. Para Politikası Faiz Oranları	11
Grafik 2.1.4. Enflasyon Oranları	11
Grafik 2.1.5. AB ve Euro Bölgesinde İşsizlik Oranı	13
Grafik 2.1.6. Euro Bölgesi GSYİH ve PMI Endeksi	13
Grafik 2.1.7. ISM ve PMI Endeksi	13
Grafik 2.1.8. Euro Bölgesi Beklenen Enflasyon	14
Grafik 2.1.9. Tankan Anketi Yayınım Endeksi	15
Grafik 2.2.1. VIX ve ITRAXX Crossover Endeksi	17
Grafik 2.2.2. Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi	17
Grafik 2.2.3. Devlet Tahvili Piyasaları	18
Grafik 2.2.4. Hisse Senedi Piyasaları	18
Grafik 2.2.5. ABD Varlığa Dayalı Ticari Senet Piyasası Gelişmeleri	19
Grafik 2.2.6. Yen ve İsviçre Frangı Net Short Pozisyonlar	20
Grafik 2.2.7. Yen, İsviçre Frangı ve Euro ile ABD Doları Arasındaki Örtük Oynaklıklar	20
Grafik 2.2.8. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	21
Grafik 2.2.9. Uluslararası Bakır ve Alüminyum Fiyatları	22
Grafik 2.2.10. Ham Petrol (Brent) ve Altın Fiyatları	23
Grafik 2.2.11. S&P Goldman Sachs Buğday ve Mısır Alt Endeksleri	24

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	27
Grafik 3.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı (Haziran 2008)	27
Grafik 3.1.3. Gruplar İtibarıyla TÜFE	28
Grafik 3.1.4. İşlenmiş ve İşlenmemiş Gıda Ürünleri Fiyatları	28
Grafik 3.1.5. Tarımsal Üretim ve Ortalama Sıcaklık	30
Grafik 3.1.6. Yurtiçi Buğday ve Arpa Fiyatı	30
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları	31
Grafik 3.1.8. Dayanıklı Mal Grubu	31
Grafik 3.1.9. CNBC-e Giyim Sektörü Tüketim Endeksi	32
Grafik 3.1.10. Giyim Fiyatları ve Giyim Eşyası İhracat Miktarı	33
Grafik 3.1.11. Giyim ve Giyim Eşyası İmalatı Fiyatları	33
Grafik 3.1.12. Hizmet Grubu Fiyatları	33
Grafik 3.1.13. Akaryakıt ve Ulaştırma Hizmetleri Fiyatları	34
Grafik 3.1.14. Ulaştırma ve Yemek Hizmetleri	34
Grafik 3.1.15. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	35
Grafik 3.1.16. ÖKTG-I, Fiyatı Artan Ürünlerin Payı	36
Grafik 3.1.17. Petrol ve Gıda Ürünleri Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	36
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	37

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYİH Büyüme Oranı	43
Grafik 4.1.2. Üretim Yönünden Büyüme Katkı	43
Grafik 4.1.3. Harcama Yönünden Büyüme Katkı	43
Grafik 4.1.4. Dönemler İtibarıyla Ortalama Çeyreklik Artış Oranları	45
Grafik 4.1.5. Tüketici Kredileri	45
Grafik 4.1.6. CNBC-e Tüketim Endeksi ve Özel Tüketim Harcamaları	45
Grafik 4.1.7. Kimyasal Madde Ürünleri İmalatı	46
Grafik 4.1.8. Mobilya İmalatı	46
Grafik 4.1.9. Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları	46
Grafik 4.1.10. Tüketim Malları İthalat Miktarı	46
Grafik 4.1.11. Makine-Teçhizat ve Elektrikli Makine İmalatı	47
Grafik 4.1.12. Yurt İçine Yapılan Hafif ve Ağır Ticari Araç Satışları	47
Grafik 4.1.13. Sermaye Malları İthalat Miktarı	47
Grafik 4.1.14. Konut Ruhsatları	47
Grafik 4.1.15. Toplam Yapı Ruhsatları	48
Grafik 4.1.16. Metalik Olmayan Diğer Mineral Maddeler Sektörü İhracat Miktarı / Üretim	48
Grafik 4.2.1. İhracat Miktar Endeksi Sektörel Büyüme Oranları	49
Grafik 4.2.2. İhracat Sipariş Beklentisi ve İhracat Miktar Endeksi	49
Grafik 4.2.3. Ülke Grupları İtibarıyla İhracat Gelişmeleri	50
Grafik 4.2.4. Seçilmiş Ülkeler İtibarıyla AB'nin Tekstil ve Giyim İthalat Gelişmeleri	51
Grafik 4.2.5. Ödemeler Dengesinde Hizmetler Hesabı ve GSYİH	52
Grafik 4.1.17. Çıktı Açığı	53
Grafik 4.3.1. İmalat Sanayiinde Çalışılan Saat Başı Reel Birim Ücret Endeksi	54
Grafik 4.3.2. İmalat Sanayi Sektörleri Üretim ve Reel Birim Ücret Gelişmeleri	54

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	60
Grafik 5.1.2. Getiri Eğrileri	60
Grafik 5.1.3. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	61
Grafik 5.1.4. Reel Faiz Gelişmeleri	61
Grafik 5.1.5. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	62
Grafik 5.1.6. Döviz Kuru Gelişmeleri	62
Grafik 5.1.7. Yabancı Finansal Kuruluşların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	63
Grafik 5.1.8. Fazla YTL Likiditesi	64
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSYİH	64
Grafik 5.2.2. Hanehalkı ve Şirket Kredileri	65
Grafik 5.2.3. Tüketici Kredileri Faizleri	66

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.1. Vergi Gelirleri	73
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	75
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	76
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	77

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.2.1.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	82
Grafik 7.2.2.1. Enflasyon Tahminleri: Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar	84
Grafik 7.2.2.2. Çıktı Açığı Tahminleri: Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar	84

TABLÖLAR

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Oranları	9
Tablo 2.2.1. Sanayileşmiş Ülkeler Faiz Gelişmeleri	19
Tablo 2.2.2. Londra Metal Borsası (LME) Gelişmeleri	21

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Gıda Grubu Fiyatları	29
Tablo 3.1.2. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları	32
Tablo 3.1.3. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	35
Tablo 3.1.4. MİGS Sınıflamasına Göre ÜFE Gelişmeleri	37
Tablo 3.2.1. TÜFE Enflasyon Beklentisi	38

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Tablo 4.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	44
Tablo 4.3.1. İmalat Sanayinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	53
Tablo 4.3.2. İmalat Sanayi Sektörlerinde Üretim, Reel Birim Ücret ve Üretici Fiyatları	55
Tablo 4.3.3. Sektörel Ortalama Ücretler	56

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.2.1. Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar	65
---	----

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	71
Tablo 6.2. Program Tanımlı Konsolide Kamu Sektörü	74

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABCP	Varlığa Dayalı Ticari Senet
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BoC	Kanada Merkez Bankası
BoJ	Japonya Merkez Bankası
CSRA	Credit Suisse Küresel Risk İştahı Endeksi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
EUROSTAT	Avrupa Birliği İstatistik Ofisi
Fed	Amerikan Merkez Bankası
GAP	Güneydoğu Anadolu Projesi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	Gayri Safı Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safı Yurt İçi Hasıla
HICP	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
IEA	Uluslararası Enerji Ajansı
IMF	Uluslararası Para Fonu
ISM	İmalat Sanayi Güven Endeksi
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi yönelim Anketi
KİFT	Kredi İflas Takası
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
KKS	Konsolide Kamu Sektörü
LME	Londra Metal Borsası
MSCI	Morgan Stanley Sermaye Endeksi
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OSD	Otomotiv Sanayii Derneđi
OVMÇ	Orta Vadeli Mali Çerçeve
ÖKTG	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
PMI	Euro Bölgesi İmalat Sanayi Güven Endeksi
SNB	İsviçre Merkez Bankası
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YTL	Yeni Türk lirası