

enflasyon raporu

2017-III

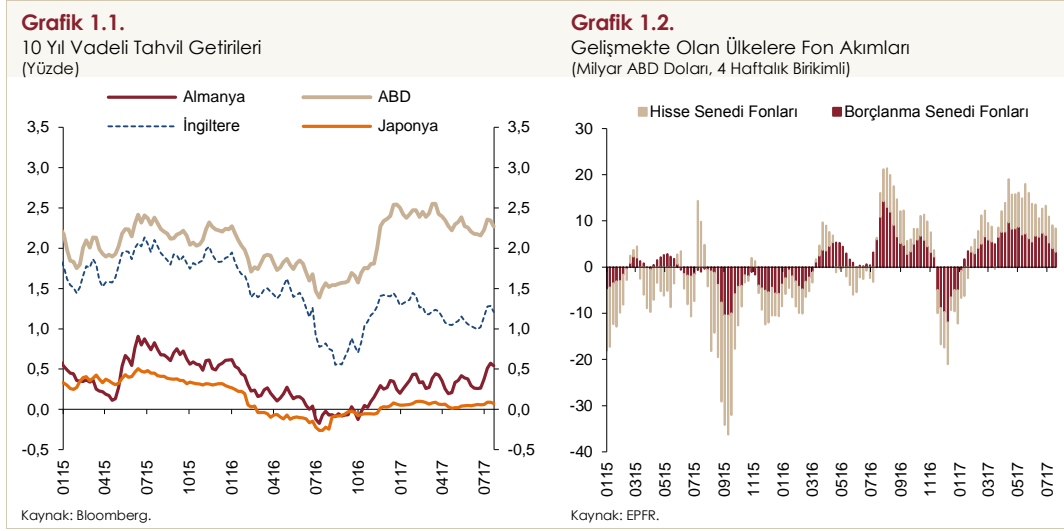


İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar	2
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	3
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	7
1.4. Riskler ve Para Politikası	8
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	11
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	14
2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	16
2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları	18
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	23
3.1. Temel Enflasyon Görünümü	24
3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	28
3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları	30
3.4. Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları	32
3.5. Beklentiler	32
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	37
4.1. Arz Gelişmeleri	37
4.2. Talep Gelişmeleri	40
4.3. Emek Piyasası	43
4.4. Genel Görünüm	46
5. FİNANSAL KOŞULLAR ve PARA POLİTİKASI	53
5.1. Finansal Piyasalarda Göreli Performans	54
5.2. Kredi Koşulları	56
5.3. Para Politikası Uygulamaları	60
6. KAMU MALİYESİ	67
6.1. Bütçe Gelişmeleri	67
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	70
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	75
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	75
7.2. Orta Vadeli Görünüm	77
7.3. Riskler ve Para Politikası	80
KUTULAR	
Kutu 2.1. İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi	20
Kutu 3.1. Gıda Fiyatlarındaki Son Dönem Gelişmeleri	34
Kutu 4.1. Büyüme Tahminleri: Yeni Milli Gelir Serisi ile Bir Uygulama	47
Kutu 4.2. Türkiye'nin İhracatının Dış Talep Şoklarına Dayanıklılığı: Yaş Meyve ve Sebze Örneği	51
Kutu 5.1. Para Politikasının Kur Takası Piyasası Faizlerine Aktarımı	64
Kutu 6.1. Yabancı Yatırımcı Payının Uzun Dönem Borçlanma Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri	72
Kutu 7.1. Kredi Arzındaki Değişimlerin Makroekonomik Etkileri	83

1. Genel Değerlendirme

2017 yılının ikinci çeyreği küresel risk iştahının güçlü seyrettiği bir dönem olmuştur. Küresel iktisadi faaliyete ilişkin olumlu görünümün belirginleşmiş olmasına karşın, küresel enflasyon oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi risk iştahını desteklemiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının açıklamaları piyasalarda kısa dönemli dalgalanmalara yol açsa da küresel para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağı beklentisi korunmuştur. Finansal piyasalardaki iyimser havaya bağlı olarak artan küresel risk iştahının katkısıyla, piyasa oynaklıkları düşük kalmış ve gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirileri yataya yakın seyretmiştir (Grafik 1.1). Bu çerçevede, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana gelişmekte olan ülke borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarına güçlü portföy girişleri sürmüştür (Grafik 1.2).

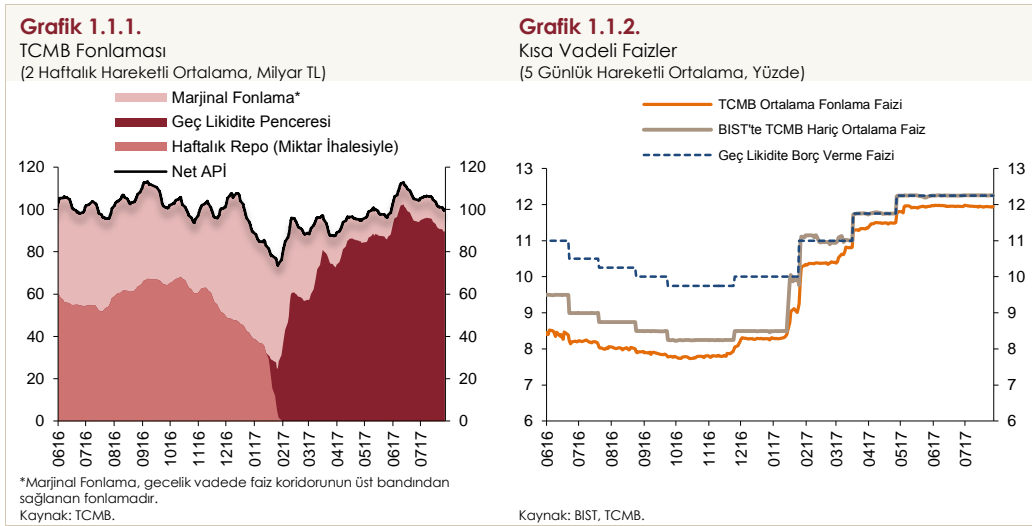


Son dönemde, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'de de portföy girişleri devam etmiştir. Para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle, Türkiye, döviz kuru oynaklığı ve risk primi göstergelerinde Ocak ayı sonuna göre diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrılmıştır. 2017 yılının ilk yarısında finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri sayesinde, kredi kullanımında ikinci çeyrekte kaydedilen belirgin ivmelenme çeyrek sonundan itibaren dengelenmeye başlamıştır. Bu kapsamda, son dönemde, finansal koşullar iktisadi faaliyeti destekleyici yönde katkı vermiştir.

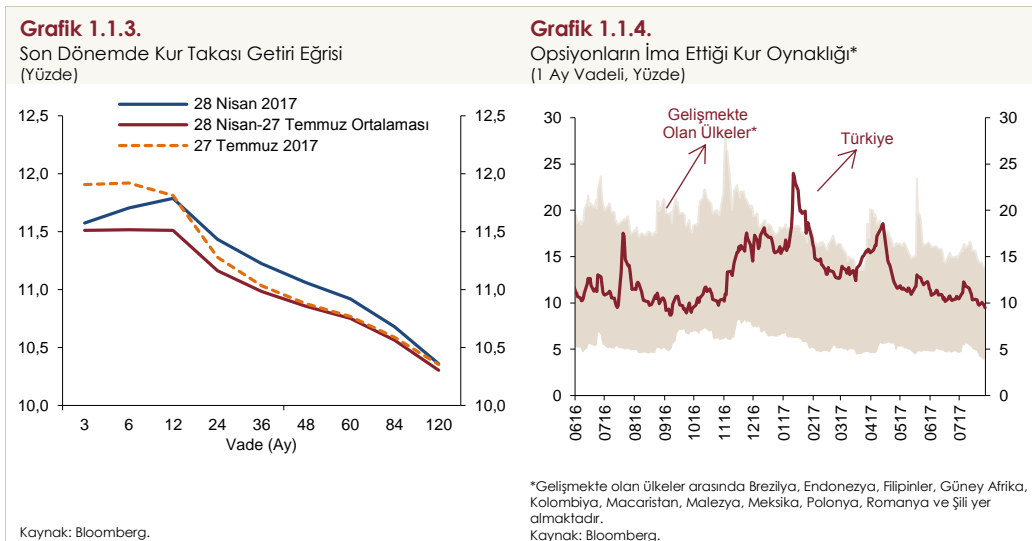
2016 yılı Aralık ayından bu yana yükseliş eğiliminde olan tüketici enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir düşüş göstererek yüzde 10,90 seviyesine gerilemiştir. Bu kısmi iyileşmede, petrol fiyatlarındaki düşüş ve yakın dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenme eğilimi belirleyici olurken, talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği destek ikinci çeyrek itibarıyla azalmıştır. 2017 yılı ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi devam etmiştir. Öncü göstergeler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte de gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Ayrıca, ekonomideki toparlanmanın sektörel yayılımının arttığı yönünde sinyaller alınmaktadır. İç talepte iyileşme gözlenirken Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir. Alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyetin gücünü korumaya devam etmesi beklenmektedir.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

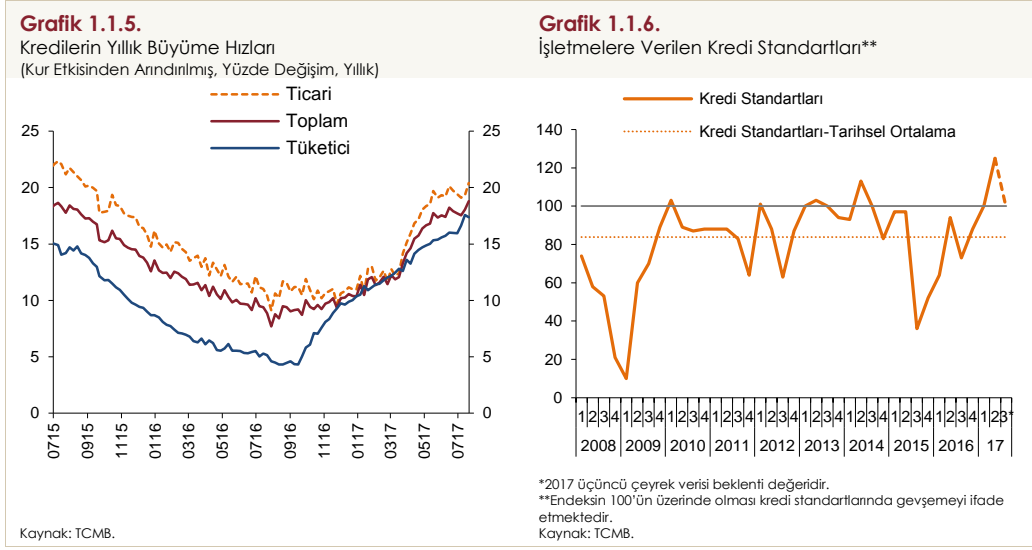
İkinci çeyreğin başlarında, küresel finansal koşullarda görece iyileşme gözlenmekle birlikte, döviz piyasasındaki hareketlilik kısmen devam etmiştir. Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri, ithalat fiyatlarındaki yükseliş ve gıda fiyatlarındaki artışın da etkisiyle yükselen enflasyonun fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğu değerlendirilmiştir. Nisan ayı PPK toplantısında, parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiş ve geç likidite penceresinden (GLP) borç verme faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 12,25'e yükseltilmiştir. Ayrıca, bu dönemde sistemin fonlama ihtiyacının büyük bir kısmının GLP'den sağlanmasına devam edilmiştir (Grafik 1.1.1). Haziran ve Temmuz aylarında, küresel ekonomiye dair büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinin ve düşen oynaklıkların risk iştahını desteklediği gözlenmiştir; ancak fiyatlama davranışlarına dair risklerin devam ettiğine dikkat çekilerek para politikasındaki sıkı duruş sürdürülmüştür (Grafik 1.1.2).



Küresel risk iştahının olumlu seyretmesi sonucunda orta ve uzun vadeli kur takası getirilerinde bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir gerileme gözlenmiştir (Grafik 1.1.3). Son dönemde, sıkı para politikasının da etkisiyle, Türkiye'nin ima edilen döviz kuru oynaklığı gerileme eğilimini sürdürerek diğer gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 1.1.4).



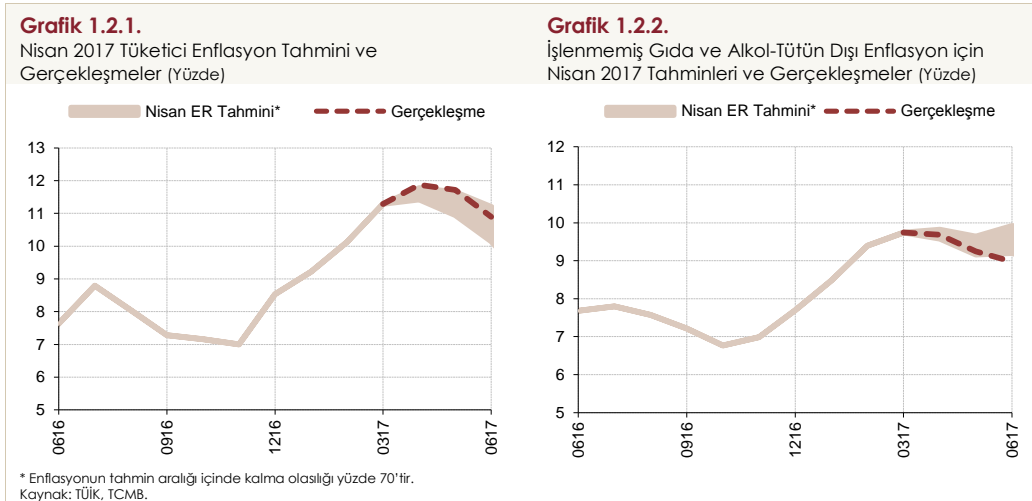
2017 yılı ikinci çeyreğinde, tüketici güvenindeki olumlu seyir ve destekleyici makro ihtiyati politikaların etkisiyle tüketici kredilerindeki artış eğiliminin sürdüğü görülmektedir. Buna ek olarak, KOSGEB kredileri ve Hazine destekli Kredi Garanti Fonu kefalet imkânı gibi teşviklerin etkisiyle ticari kredi büyümesi de ivmelenmeye devam etmiştir (Grafik 1.1.5). Kredilere yönelik tedbirlere bağlı olarak, 2017 yılı ikinci çeyreğinde bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartlar gerek bir önceki çeyreğe gerekse tarihsel ortalamalara göre daha gevşek seyrederken, üçüncü çeyrekte ilave bir gevşeme beklenmemektedir (Grafik 1.1.6).



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

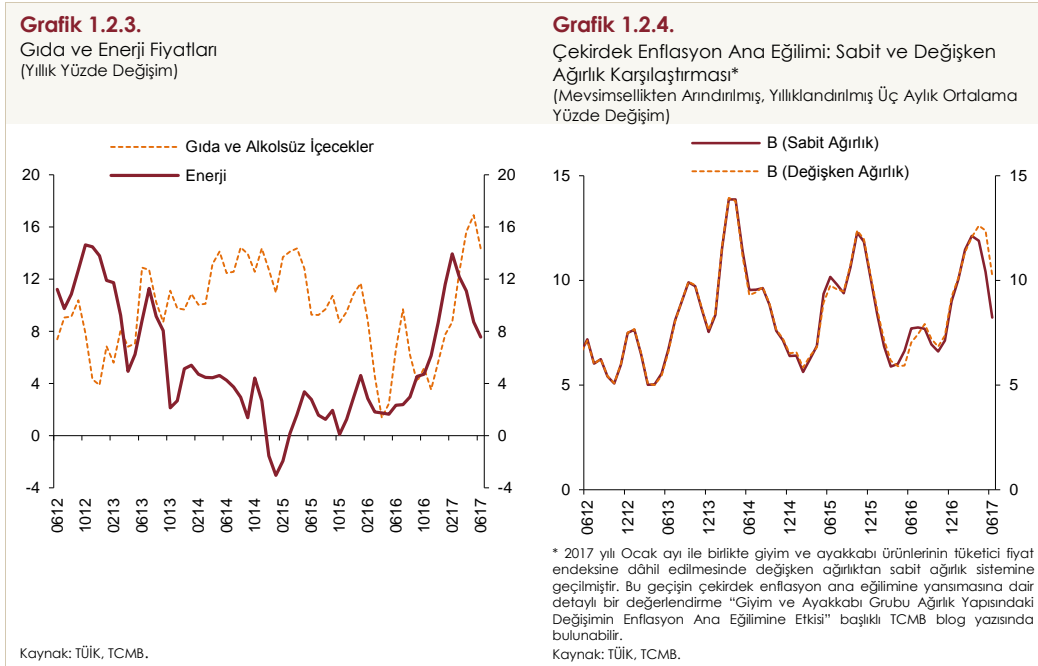
Enflasyon

Tüketici enflasyonu Haziran ayında yüzde 10,9 ile Nisan Enflasyon Raporu tahminiyle uyumlu bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). İşlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu ise petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak enerji fiyatlarının öngörülenden daha olumlu seyretmesi nedeniyle tahminlerin bir miktar altında seyretmiştir (Grafik 1.2.2). Tüketici enflasyonunun tahminlerin üst sınırına yakın gerçekleşmesi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek artışlardan kaynaklanmıştır.



Tüketici enflasyonu Aralık ayından itibaren yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. Bu gelişimde Türk lirasında sepet bazında yüzde 25'lere ulaşan değer kaybı, gıda fiyatlarında arz koşullarının da etkisiyle meydana gelen ivmelenme, petrol fiyatındaki artış ve geçmiş vergi ayarlamalarının etkileri hissedilmiştir. Nisan ayında yüzde 12'ye yaklaşan tüketici enflasyonu, takip eden iki ayda sınırlı ölçüde yavaşlamıştır (Grafik 1.2.1). Son dönemde petrol fiyatları gerilemiş ve Türk lirası yıl başındaki yüksek değer kaybının ardından bir miktar değerlenmiştir. Bu gelişmelere istinaden Mart ayından başlayarak enerji enflasyonu azalmıştır. Döviz kurundaki bu görünüm ile birlikte dayanıklı tüketim malı gibi kalemlerde fiyat artışları hız kesmiştir. Diğer taraftan Türk lirasındaki birikimli değer kaybının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri giyim ve dayanıklı dışı (diğer) temel mallar kanalıyla sürmüştür.

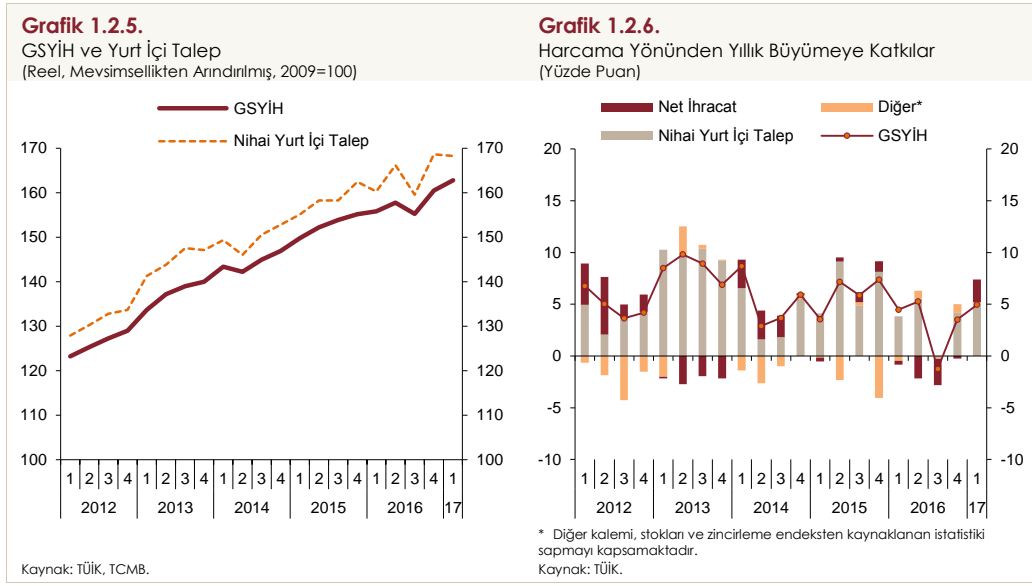
İkinci çeyrekte enflasyonun yüksek seyrinde öne çıkan bir diğer unsur gıda fiyatları olmuştur (Grafik 1.2.3). Gıda enflasyonu temelde taze meyve ve sebze grubu öncülüğünde, geçen yıldan gelen düşük bazın da etkisiyle, olumsuz bir seyir izlemiştir. Bunun yanında kırmızı et fiyatlarında süregelen yüksek oranlı artışlar gerek doğrudan gerekse yemek hizmetleri kanalıyla dolaylı olarak tüketici enflasyonu üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur. Neticede, gıda yıllık enflasyonu alt gruplar geneline yayılan fiyat artışları sonucunda, Nisan Enflasyon Raporu'nda varsayılan patikanın üzerinde gerçekleşmiştir.



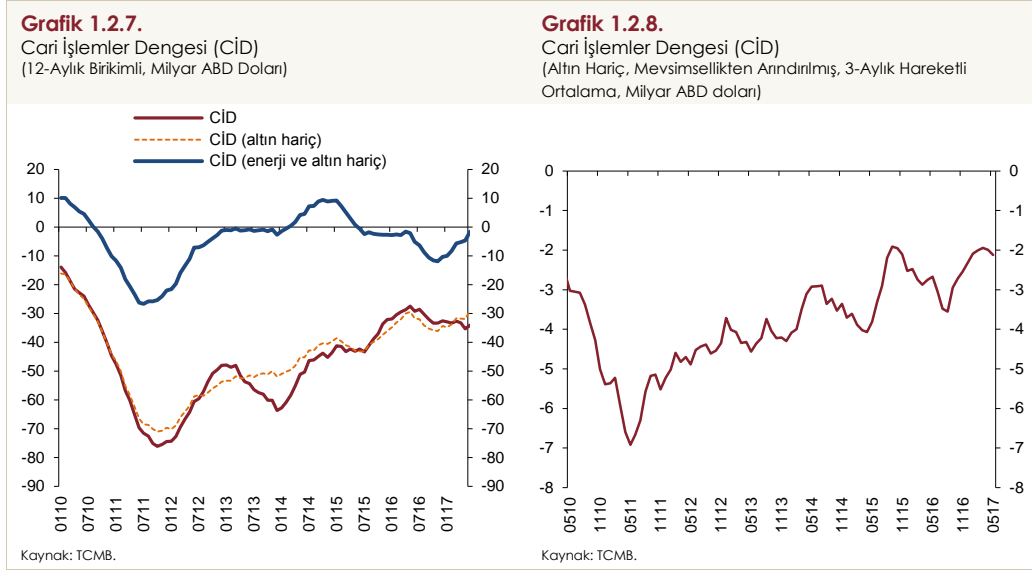
İkinci çeyrekte üretici fiyatları kaynaklı baskılar kısmen zayıflasa da geçmiş dönemden gelen birikimli etkilere güçlü seyrini korumuştur. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın güçlenmesiyle birlikte talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği destek ikinci çeyrek itibarıyla azalmıştır. Orta vadeli enflasyon beklentilerinde süregelen bozulma eğilimi ise yerini yatay bir görünüme bırakmıştır. Bu görünüm altında, yayılım endeksi ve temel enflasyon göstergeleri enflasyonun ana eğiliminde iyileşmeye işaret etmiştir. Ancak, ana eğilimdeki bu iyileşmede giyim grubunun ağırlık sistemindeki yöntem değişikliğinin getirdiği geçici etkiler öne çıkmış, yöntem kaynaklı etkiler arındırıldığında çekirdek enflasyon eğilimlerindeki iyileşmenin daha sınırlı olduğu gözlenmiştir (Grafik 1.2.4). Özetle, bu dönemde enflasyon eğiliminde yavaşlama gözlenmesine karşın yüksek seviyeler korunmuştur.

Arz ve Talep

İktisadi faaliyet, yılın ilk çeyreğinde, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümü kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) 2017 yılı ilk çeyreğinde yıllık yüzde 5 oranında artmış, çeyreklik büyüme yüzde 1,4 olmuştur. Böylelikle iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.2.5). Dönemlik büyümenin temel sürükleyicileri sırasıyla ihracat, inşaat yatırımları ve kamu tüketimi olmuştur. Makine-teçhizat yatırımlarındaki zayıf seyir sürmüş, öne çekilen talebe bağlı olarak özel tüketim yavaşlamıştır. Büyümeye net ihracatın yüksek katkı yapması cari işlemler dengesi açısından olumlu bir büyüme kompozisyonuna işaret etmiştir (Grafik 1.2.6).



Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte güç kazandığına ve sektörel yayılımının bir önceki döneme kıyasla arttığına işaret etmektedir. Maliye politikası, uygulamaya konan tedbir ve teşviklerin yanı sıra kamu yatırım ve tüketim harcamaları kanalıyla iktisadi büyümeyi desteklemiştir. Makroihtiyati politikalar ve kamu teşvikleri sayesinde tüketici kredilerinde gerçekleşen canlanma ve tüketici güven endekslerinde gözlenen iyileşme tüketim talebinin güçlenmekte olduğuna işaret etmektedir. 2017 yılının ilk yarısında, başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere, yurt dışı talep koşullarındaki olumlu seyir ile net ihracatın büyümeye katkısı artmıştır. Mal ihracatındaki artışın cari açığı bozulmayı yavaşlattığı, çekirdek cari açık göstergelerinde ise iyileşme sağladığı görülmektedir (Grafik 1.2.7 ve Grafik 1.2.8). Mal ihracatındaki güçlü seyrin cari dengeye olumlu katkı vermeye devam etmesi beklenmektedir.



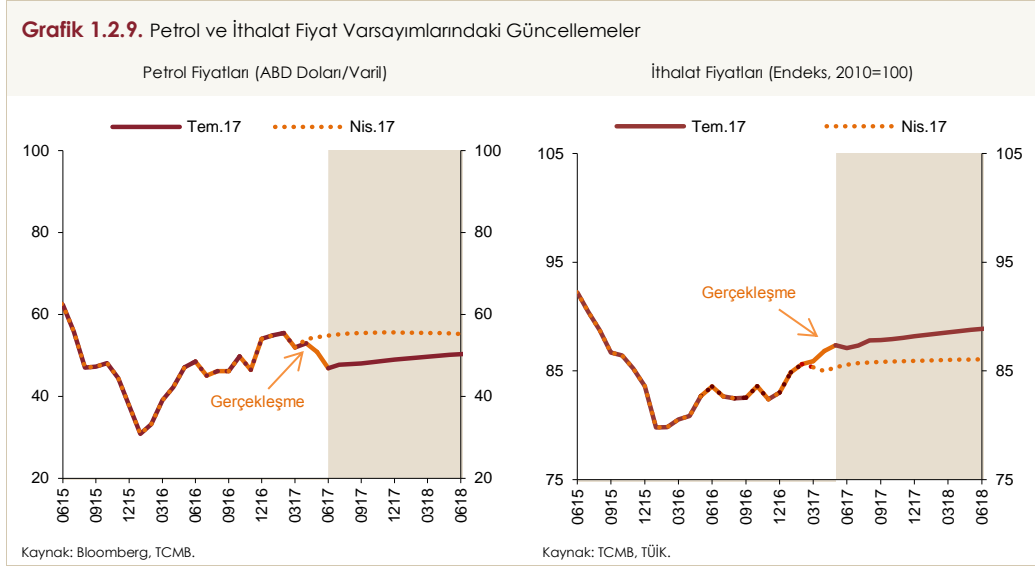
İktisadi faaliyetteki toparlanmanın işgücü piyasasına yansımaları yılın ilk çeyreği itibarıyla nispeten sınırlı kalmış, ikinci çeyrekte ise daha belirgin hale gelmiş ve bu dönemde işsizlik oranlarındaki düşüş hızlanmıştır. Öncü göstergeler, sektörel yayılımı artan istihdam büyümesinin üçüncü çeyrekte de devam edeceği sinyali vermektedir. Ekonomideki toparlanmanın istikrar kazanmasıyla birlikte önümüzdeki dönemde işsizlik oranlarındaki düşüş eğiliminin devam edeceği öngörülmektedir. Bu doğrultuda yılın ilk yarısında daha çok dayanıklı tüketim mallarına yoğunlaşan tüketim talebinin ikinci yarıda diğer gruplara da yönelmesi beklenmektedir.

Bununla birlikte, yılın ilk yarısında ihracat ve tüketim kaynaklı olarak sürdürülen büyümenin orta vadeli görünümü açısından istihdam imkânlarını genişletecek yatırımların seyri önemli rol oynayacaktır. Bu kapsamda yakın dönemde yurt içi belirsizliklerin azalması yatırım talebi ve büyümeyi destekleyici bir görünüm sunarken, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Nisan Enflasyon Raporu'nda 55 ABD doları olarak varsayılan ham petrol fiyatı 2017 yılı ortalaması yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde 50 ABD doları olarak belirlenmiştir. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı ise 2017 yılı için yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.9).

2017 yılı ikinci çeyreğinde yükselen gıda enflasyonu yüzde 14,34 ile Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki bu yükseliş, büyük ölçüde işlenmemiş gıda grubundan kaynaklanmıştır. Gıda enflasyonundaki mevcut durum ve Temmuz-Aralık dönemlerine ilişkin geçmiş gıda enflasyonu gerçekleşmeleri Nisan Enflasyon Raporu'nda verilen yıl sonu gıda enflasyonu varsayımının yukarı yönlü güncellenmesi gerektiğine işaret etmektedir. Öte yandan, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin önümüzdeki dönemde gıda enflasyonundaki yükselişi kademeli olarak sınırlamaya başlayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı 2017 yıl sonu için yüzde 10 olarak belirlenmiş ve 2018 yıl sonu için ise yüzde 7 olarak korunmuştur.

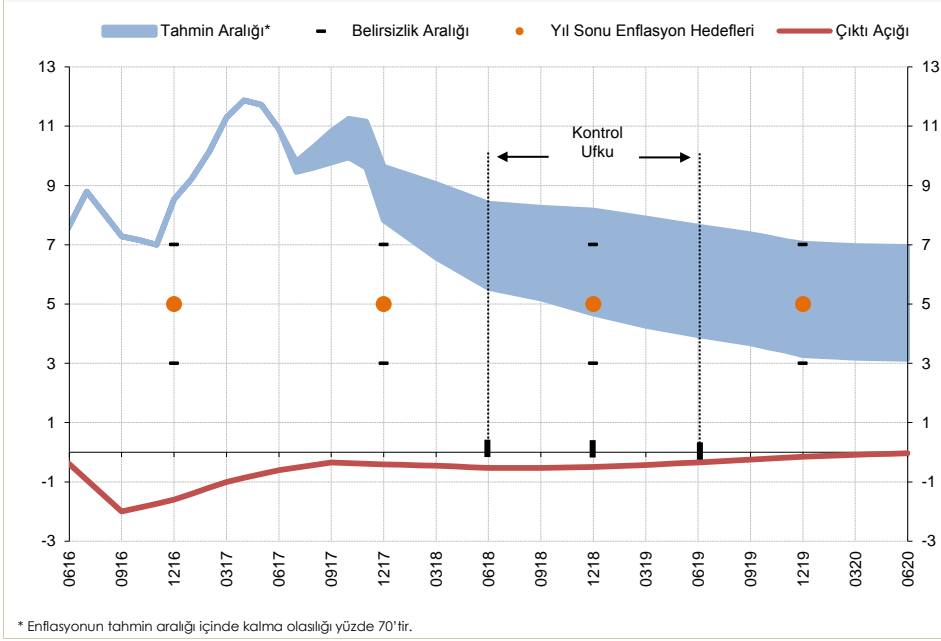


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. Tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. 2017 yılı Temmuz ayında Bakanlar Kurulu kararı ile sigara ve diğer tütün mamullerinden alınan maktu ÖTV tutarlarında otomatik mekanizma çerçevesinde öngörülen artışın yapılmaması Enflasyon Raporu tahminlerine yansıtılmıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı; 2017 yıl sonunda yüzde 8,7 olarak gerçekleşeceği; 2018 yıl sonunda ise yüzde 6,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 9,6 aralığında (orta noktası yüzde 8,7), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,7 ile yüzde 8,1 aralığında (orta noktası yüzde 6,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1 Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri

2017 yıl sonu enflasyon tahmini Nisan Enflasyon Raporu'na göre 0,2 puan yukarı yönlü güncellenmiş; 2018 yıl sonu enflasyon tahmini ise değiştirilmemiştir. İktisadi faaliyet görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak yukarı yönlü güncellenen çıktı açığı 2017 yıl sonu tahminine 0,2 puan artırıcı yönde etki yapmıştır. Tahminler üzerinde etkili olan bir diğer unsur, 2017 yılı gıda enflasyonu tahminlerinin yüzde 9'dan yüzde 10'a güncellenmesi olmuştur. Söz konusu güncelleme, bir önceki Rapor dönemine göre 2017 yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan eklemiştir. Öte yandan, son dönemde Türk lirası istikrarlı bir seyir izlemiş, petrol fiyatlarında belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Böylece ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında yapılan yukarı yönlü güncellemeye rağmen Türk lirası cinsi ithalat fiyatları 2017 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan aşağı çekmiştir. Ayrıca, tütün ürünlerinde otomatik vergi artışının gerçekleşmemesi sonucunda, alkol-tütün ürünlerinin yıl sonu tüketici enflasyonuna etkisi, bir önceki Enflasyon Raporu tahminine göre, 0,1 puan düşürücü yönde olmuştur. Bu çerçevede, Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 8,5 olarak açıklanan 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8,7'ye yükseltilmiştir.

Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini ise yüzde 6,4 olarak korunmuştur. Çıktı açığındaki kapanmanın 2018 yıl sonu enflasyonunu 0,1 puan artıracığı, Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarına dair varsayımlardaki güncellenmenin ise söz konusu etkiyi telafi edeceği tahmin edilmektedir.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel iktisadi faaliyette gözlenen ılımlı toparlanma eğilimi 2017 yılının ilk çeyreğinde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak belirginleşmiştir. Küresel finans piyasalarında oynaklıkların belirgin şekilde düşmesi ve risk iştahının artması küresel finansal koşulların iktisadi faaliyeti destekleyici etkisini pekiştirmektedir. Ayrıca, tüketici ve reel kesim güven endekslerindeki iyimser görünüm ve başta petrol

olmak üzere bazı emtia fiyatlarındaki olumlu seyir de küresel iktisadi faaliyete dair beklentileri iyileştirmektedir. Olumlu küresel büyüme görünümü ve buna paralel olarak düşen işsizliğe karşın ücret artışları yönünden belirgin bir enflasyonist baskı görünmemesi nedeniyle gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağı beklentileri korunmaktadır. Söz konusu unsurlar, Türkiye dâhil olmak üzere gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını güçlü tutmaktadır.

Küresel iktisadi faaliyetteki mevcut olumlu tabloya rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü riskler de bulunmaktadır. Özellikle Fed'in faiz artırımı ve bilanço küçültme politikalarına dair açıklanan normalleşme sürecinin beklentilerin ötesinde bir hızda hayata geçmesi durumunda, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı ve düşük oynaklık döngüsünün tersine dönmesi mümkündür. Böyle bir durum, gelişmiş ülkelerde menkul kıymet fiyatlarında dalgalanmalar yaratarak büyüme eğilimini zayıflatabilecektir. Ayrıca, risk iştahının azalması gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında da dalgalanmalara yol açabilecektir. Bunlara ilave olarak, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış süreci ve başta ABD olmak üzere birçok ülkede gündemde olan dış ticaret korumacılığı gibi küresel ekonomi politikalarına dair belirsizliklerin etkileri de yakından takip edilmektedir.

Küresel finans piyasalarındaki olumlu seyre paralel olarak yurt içinde de yılın ikinci çeyreğinde finansal koşullar iktisadi faaliyeti daha destekleyici bir görünüm sergilemiştir. Bu gelişmede makroihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri ile Mart ayından itibaren limitleri yükseltilen ve kullanım koşullarına yönelik kolaylıklar sağlanan Kredi Garanti Fonu (KGF) teminatlı kredilerin ivmelenmesi belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, Mart ayından itibaren özellikle DİBS piyasalarına yönelik güçlü sermaye girişleri sayesinde yabancı yatırımcıların DİBS stoku içindeki payının artması ve Hazine'nin güçlü yurt dışı talebe karşılık olarak dış borçlanmasını artırmış olması da yurt içindeki bankalara arz tarafından önemli bir alan açmıştır. KGF teminatlı kredilerde tanımlanan üst sınıra yaklaşmış olması ve yakın dönemde bankacılık sistemindeki arz yönlü etkilerin devreye girmesinden ötürü, Haziran ayı itibarıyla ivme kaybetmeye başlayan kredi büyümesinin yılın ikinci yarısından itibaren daha ılımlı seviyelerde dengelenmesi beklenmektedir. Yılın ilk yarısında meydana gelen güçlü kredi ivmesinin toplam talep ve iktisadi faaliyete yansımaları yakından takip edilmektedir.

Yakın dönemde açıklanan göstergeler iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin zayıfladığı ve ekonomideki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanacağı yönündeki geçmiş değerlendirmeleri teyit etmiştir. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın ihracatçı sektörler öncülüğünde önceki döneme kıyasla daha geniş bir sektörel dağılım sergilemeye başladığına dair işaretlerin gözlenmesi, büyümenin istikrarlı şekilde toparlanması açısından önem taşımaktadır. Turizm gelirlerinin kademeli olarak toparlanması, güven kanalının güçlenmesi, birikimli değer kaybının net ihracata olumlu etkisi ve Rusya ile ticari ilişkilerin normalleşme sürecine girmesi büyümeye olumlu katkı yapmaktadır. Ayrıca, tüketim ve yatırım harcamalarını artırmaya yönelik alınan önlemler ve uygulanan teşvik paketleri, belirsizlik algısındaki zayıflama ve finansal koşullardaki iyileşme de büyümeyi desteklemeye devam edecektir. Toparlanmanın etkisiyle istihdamda gözlenen iyileşme ve işsizlik oranında kaydedilen gerileme önümüzdeki dönemde de bu eğilimi koruyarak yurt içi talebin büyümeye katkısının artacağı bir zemin hazırlamaktadır. Yatırımların ise belirsizliklerin azalması ve güven ortamının pekişmesine bağlı olarak daha kademeli bir toparlama sergileyeceği öngörülmektedir. Öte yandan, turizm gelirlerindeki toparlanmanın hızı, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve

jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

Parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkileri gözlenmeye başlamıştır. Tüketici enflasyonu Nisan ayından sonraki dönemde petrol fiyatlarındaki düşüş ve yakın dönemde Türk lirasındaki istikrarlı seyrin etkisiyle gerilemiş ve Nisan Enflasyon Raporu tahminleri ile büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Gelineen noktada orta vadeli enflasyon görünümünde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla bir miktar iyileşme olduğu değerlendirilmekte ve enflasyonun ana eğilimindeki düzelmenin kademeli olarak sürmesi beklenmektedir. Ancak, beklentiler ve fiyatlama davranışındaki katılığın büyük ölçüde devam ettiği de dikkate alındığında, çekirdek enflasyon görünümündeki iyileşmenin henüz tatminkâr olmadığı ve sıkı bir para politikası duruşu gerektirdiği değerlendirilmektedir.

Enflasyonda yıl içinde gözlenecek en yüksek seviyelerin geride kaldığı tahmin edilmekle birlikte, yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir beklenmektedir. Gıda fiyatlarındaki düzeltmenin henüz arzulanan boyutta olmaması, grup enflasyonunda baz etkilerine bağlı olarak yakın dönemde gözlenen düşüşlerin kalıcılığı konusunda temkinli bir yaklaşım gerektirmektedir. Ayrıca, beyaz eşya ve mobilya sektöründeki geçici vergi indirimlerinin Ekim ayında geri alınacak olması ve giyim grubundaki yöntem değişikliği kaynaklı etkiler de kısa vadede enflasyonda dalgalanmaya ve çekirdek enflasyonun geçici olarak yükselmesine neden olacak gelişmeler olarak öne çıkmaktadır. Enflasyon görünümünde yılın son ayından başlayarak 2018 yılının ilk aylarında daha belirgin bir iyileşme gözleneceği öngörülmektedir.

Bu görünüm altında, TCMB Haziran ve Temmuz aylarında sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir. TCMB, para politikasını oluştururken orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate almakta ve dolayısıyla enflasyonda yıl içinde gözlenmesi beklenen baz etkileri kaynaklı dalgalanmalardan ziyade enflasyonun ana eğilimindeki gelişmelere odaklanmaktadır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

Maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeler enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip edilmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Son yıllarda mali disiplinin sürdürülmesi Türkiye ekonomisinin olumsuz dış şoklara karşı duyarlılığını azaltan temel unsurlardan biri olmuştur. Mali disiplinin sağlamış olduğu alan kullanılarak yakın dönemde dengeleyici maliye politikası uygulanabilmiştir. Döngü karşıtı maliye politikası uygulama kapasitesini güçlendirecek yapısal tedbirler, maliye ve para politikası eşgüdümüne katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı destekleyecektir.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2016 yılının ikinci yarısından itibaren izlenen toparlanma eğiliminin, 2017 yılının ilk çeyreğinde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak belirginleştiği gözlenmiştir. Tüketici ve reel kesim güven endekslerindeki iyimser görünümün yanı sıra, küresel finansman koşullarının elverişli olmaya devam etmesi ve emtia fiyatlarının istikrara kavuşmasının da katkısıyla, küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu seyrin önümüzdeki dönemde iyileşerek süreceği beklenmektedir. Anket bazlı veriler, son dönemde küresel büyümeye ilişkin orta vadeli tahminlerin yukarı yönlü güncellendiğini göstermektedir.

Olumlu küresel büyüme görünümüne karşın enflasyon oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi nedeniyle gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağı beklentileri korunmaktadır. Nitekim Fed'in normalleşme adımlarını 2016 yılı sonunda ortaya koyduğu çerçeve ve hızda devam ettirmesinin etkisiyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faizleri 2017 yılının ikinci çeyreğinde yatay bir platoda istikrar kazanmıştır. Söz konusu dönemde, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün belirginleşmesine bağlı olarak, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı ve düşük oynaklık gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını hızlandırmıştır.

Küresel ekonomideki mevcut olumlu görünüme rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin riskler aşağı yönlüdür. Bu kapsamda, gelişmiş ülkelerin para politikası uygulamalarına dair gelişmeler son dönemde öne çıkmaktadır. Halihazırda Fed tarafından uygulanan ve diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından açıklanmaya başlanan normalleşme süreçlerinin miktarı ve hızının öngörülerin ötesinde olması durumunda, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı-düşük oynaklık döngüsünün tersine dönmesi mümkündür. Söz konusu durumun, varlık fiyatlarında ve gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında dalgalanma yaratması olasılığı bulunmaktadır.

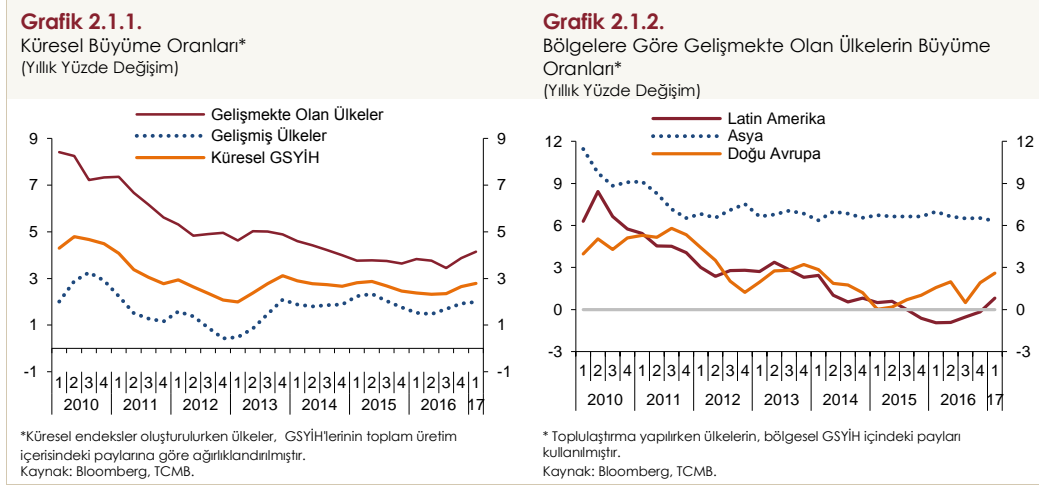
Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine ilişkin net bir yol haritasının henüz ortaya konmamış olması ve başta ABD olmak üzere birçok ülkede dış ticaret politikalarında korumacılığın artırılmasına ilişkin önlemlerin gündeme gelmesi küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin yüksek seyretmesine yol açan önemli etkenlerdir.

Ülkelere özgü süregelen kırılganlıkların da bölgesel ve küresel ölçekte yansımaları olabilecektir. Euro bölgesi ülkelerinde bankacılık sektörüne ilişkin kaygıların yeniden canlanması ve Çin başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında özel sektör borçluluğunun yüksek seviyelere ulaşmış olması finansal piyasalara yönelik risklerin etkisini büyütebilecek unsurlar olarak not edilmelidir. Bu bağlamda, küresel büyümede yakalanan olumlu eğilimin devamını sağlamak ve kırılganlıkları azaltmak için makroekonomi politikalarının etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesinin gerektiğine dikkat çekilmektedir.

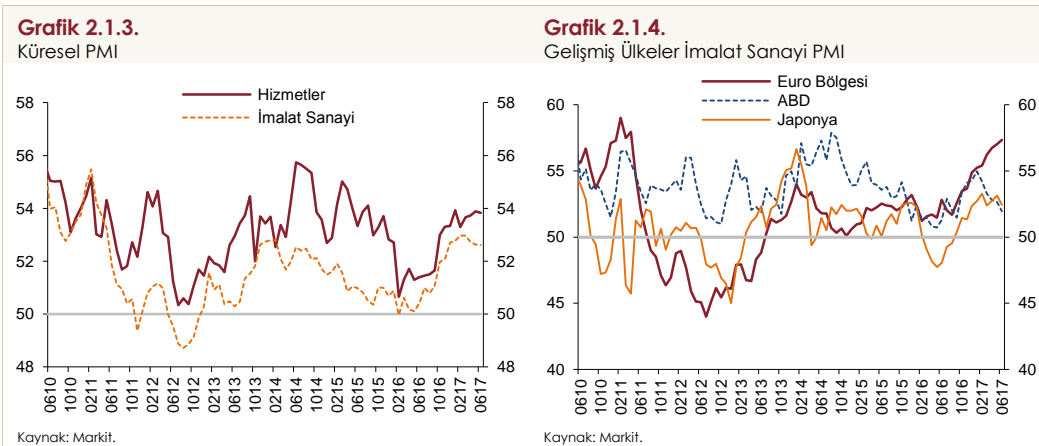
2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette 2016 yılı ikinci yarısından bu yana gözlenen olumlu büyüme görünümü, hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak 2017 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı, bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). 2017 yılı ilk çeyreğinde, yıllık büyüme oranı, bir önceki çeyreğe kıyasla ABD, Euro bölgesi ve Kanada'da yükselirken, İngiltere'de önceki çeyreğe çok benzer bir görünüm sergilemiş; Japonya'da

ise ekonomik büyüme belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, büyüme oranlarının Latin Amerika'da yeniden pozitif döndüğü; Doğu Avrupa ülkelerinde olumlu büyüme performansının artarak devam ettiği; Asya bölgesinde ise, önceki çeyreğe göre oldukça sınırlı bir gerileme olduğu gözlenmiştir (Grafik 2.1.2).

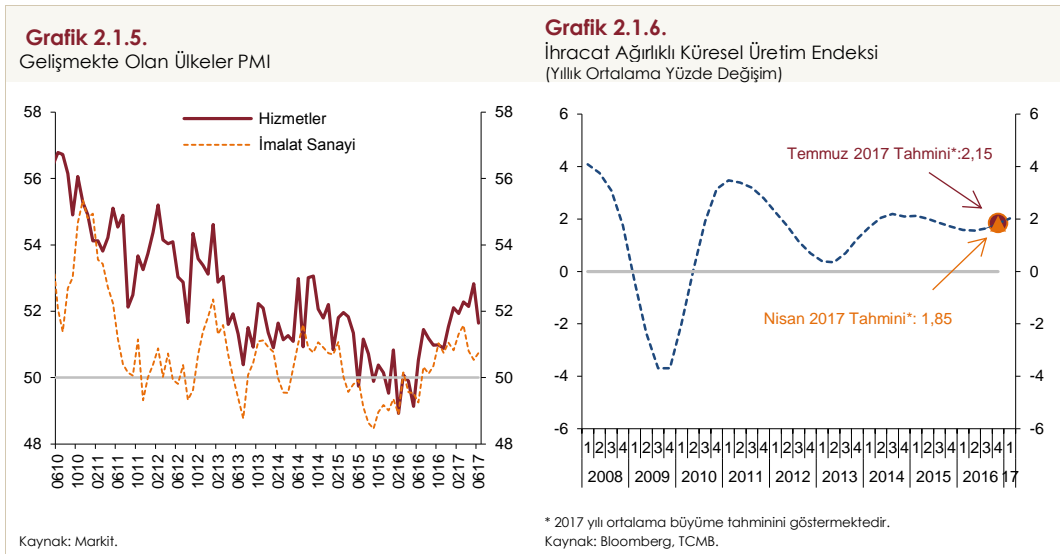


Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, bir önceki çeyreğe göre hizmetler sektörü için daha olumlu, imalat sanayi için daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Ancak, Euro bölgesi imalat sanayi PMI göstergesi bu dönemde belirgin bir şekilde yükselmeye devam etmiştir. Dolayısıyla, Euro bölgesindeki olumlu büyüme performansının yılın ikinci çeyreğinde de devam edeceği ve büyüme hızının ilk çeyrekteki değerinin üzerine çıkabileceği tahmin edilmektedir. ABD'de imalat sanayi PMI göstergesi yılın ikinci çeyreğinde, ilk çeyreğe kıyasla belirgin şekilde olumsuz bir görünüme işaret etmektedir. Buna karşın, gerek sanayi üretimi yıllık büyüme hızının Nisan ve Mayıs aylarında yükselmesi, gerekse işsizlik oranının Haziran ayı itibarıyla yüzde 4,4 seviyesine gerilemesi, ABD ekonomisinin ikinci çeyrekte daha olumlu bir büyüme oranı yakalayacağına işaret etmektedir. Japonya ekonomisine ilişkin imalat sanayi PMI göstergesi ise yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyrek değerine çok yakın bir seyir izlemiştir. Bu nedenle anılan dönemde, Japonya ekonomisinin ilk çeyreğe yakın bir oranda büyüyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.1.4).



Gelişmekte olan ülkelerin hizmetler PMI göstergesinde yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe kıyasla belirgin bir farklılaşma olmazken, imalat sanayi PMI göstergesi, Çin ve Rusya imalat sanayi PMI verilerindeki düşüşe bağlı olarak gerilemiştir (Grafik 2.1.5). Çin ekonomisinin, gerek PMI göstergesindeki bozulma gerekse sabit sermaye yatırımlarının yıllık büyüme hızlarındaki yavaşlama nedeniyle, dış ticaret hacminde yaşanan olumlu performansın sınırlayıcı etkisine karşın, ikinci çeyrekte de daha düşük bir büyüme performansı göstereceği ve büyüme hızının ilk çeyrek değerinin altına inebileceği değerlendirilmektedir. Anılan dönemde Latin Amerika ülkelerinin imalat sanayi PMI göstergelerinde gözlenen yükseliş, söz konusu ülkelerdeki iktisadi toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir.

Özette, küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu seyrin, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak yılın ikinci çeyreğinde de devam etmesi ve küresel büyüme oranının önceki çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Temmuz ayı Consensus Forecasts Bültenleri de küresel ekonominin, önemli ölçüde gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, yılın ikinci çeyreğinde de büyümeye devam edeceği ve büyüme hızının ilk çeyrek değerinin üzerine çıkabileceği beklentisini destekler niteliktedir.



Temmuz ayı Consensus Forecasts Bültenlerine göre, gelişmiş ülkeler grubunda 2017 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminleri, Japonya ve Euro bölgesi için yukarı yönlü, İngiltere için aşağı yönlü güncellenirken, ABD ekonomisi için ise aynı kalmıştır (Tablo 2.1.1). Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise 2017 yıl sonu büyüme tahminlerinin, Asya Pasifik ve Doğu Avrupa bölgeleri için geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Bu çerçevede, Temmuz ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksine göre hesaplanan yıllık küresel büyüme hızı, Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre yükselmiştir (Grafik 2.1.6). Bu durum, Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin dış talep görünümünün, 2016 yılına göre daha olumlu seyrettiğine işaret etmektedir (Kutu 2.1).

Tablo 2.1.1.
2017 ve 2018 Yıl Sonu Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

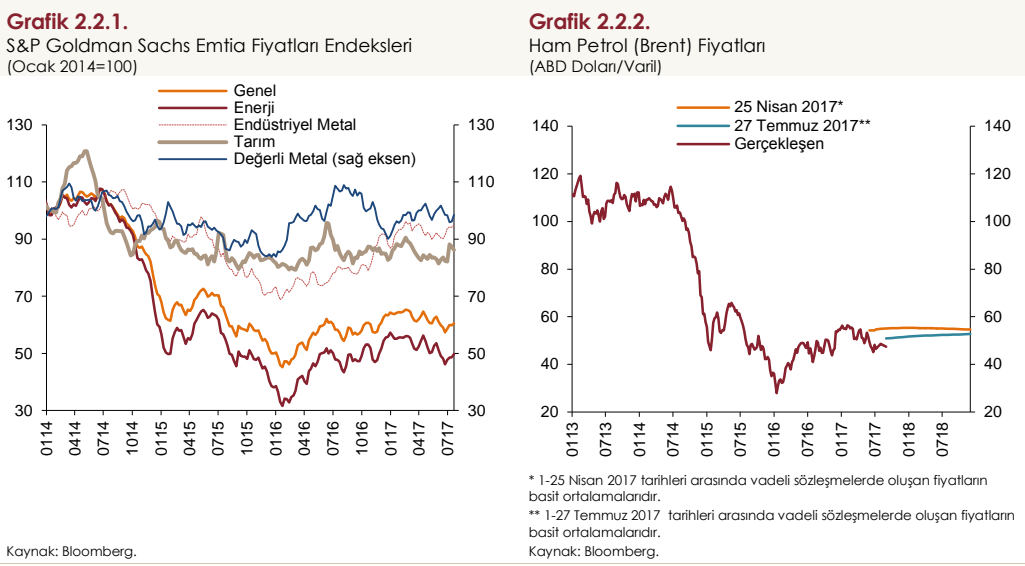
	Nisan		Temmuz	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	2,9	3,0	3,0	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,2	2,4	2,2	2,3
Euro Bölgesi	1,7	1,5	1,9	1,7
Almanya	1,5	1,6	1,7	1,7
Fransa	1,3	1,4	1,5	1,6
İtalya	0,9	0,9	1,2	1,0
İspanya	2,6	2,2	3,0	2,5
Japonya	1,3	1,0	1,4	1,1
İngiltere	1,7	1,3	1,6	1,4
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	5,7	5,5	5,8	5,6
Çin	6,5	6,2	6,6	6,3
Hindistan	7,3	7,6	7,3	7,6
Latin Amerika	1,6	2,6	1,6	2,4
Brezilya	0,6	2,5	0,4	2,1
Doğu Avrupa	2,4	2,6	2,8	2,7
Rusya	1,2	1,7	1,4	1,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

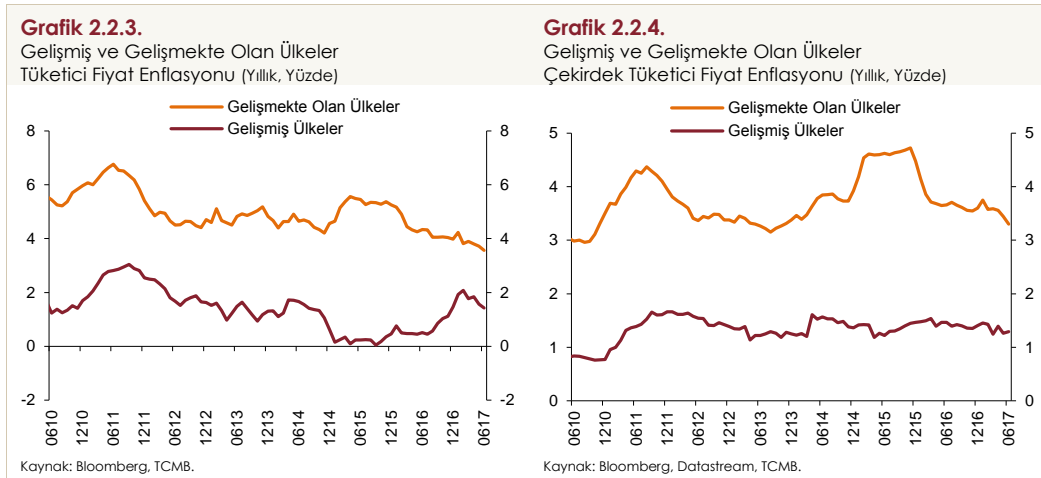
2017 yılının ilk çeyreğinde yükseliş eğiliminde olan emtia genel fiyat endeksi, ham petrol ve petrol ürünleri fiyatlarında gözlenen gerilemeye paralel olarak yılın ikinci çeyreğinde bir önceki döneme göre ortalama yüzde 4 oranında düşmüştür. Bu dönemde enerji fiyatlarında gözlenen yüzde 6 oranındaki düşüşün yanı sıra, tarım ve endüstriyel metal fiyatları da sırasıyla yüzde 4,7 ve yüzde 1,9 oranında azalmıştır. Değerli metal fiyatları ise söz konusu dönemde yüzde 3,6 oranında yükselmiştir (Grafik 2.2.1).

Çin ekonomisinde, hızla yükselen borçluluğu kontrol altına almak amacıyla son dönemde alınan önlemler doğrultusunda, inşaat ve otomobil sektörleri üretim hızında yavaşlama gözlenmiştir. Bu gelişmenin, yılın ikinci çeyreğinde endüstriyel metal fiyatlarındaki gerilemede etkili olduğu düşünülmektedir. Bunun yanında, olumlu hava koşullarının yılın ikinci çeyreğinde de devam etmesi ve küresel tarım üretiminde gözlenen bolluk, tarım fiyatlarındaki azalmada etkili olmuştur. Enerji fiyatlarındaki düşüşte ham petrol fiyatlarında gözlenen gerileme belirleyici olmuştur. OPEC, yıl başında petrol piyasasını daha dengeli bir noktaya getirmek amacıyla aldığı üretimi kısma kararını, beklenen dengelenmenin oluşmaması nedeniyle, Mayıs ayı sonunda yapılan toplantıda 2018 yılının ilk çeyreği sonuna kadar uzatmıştır. Söz konusu dengelenmenin aksaması, kısmen bazı OPEC üyesi ülkelerin karara tam olarak uymamış olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, ABD'deki kaya petrolü üretimi ve stoklarındaki hızlı artışın devam etmesinin, ham petrol piyasasındaki dengelenme sürecini geciktirdiği düşünülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde uluslararası finansal piyasalarda oynaklığın görece olarak düşük seyretmesi ve yıl başından itibaren süren iyimser hava nedeniyle altın fiyatları yatay bir seyir izlemiştir. Bu bağlamda, değerli metal endeksinde yılın ikinci çeyreğinde, ortalama yüzde 2,6 oranında artış gözlenmiştir (Grafik 2.2.1).



OECD ülkelerinin ham petrol stoklarının halen oldukça yüksek seviyelerde olması, ABD üretim ve stok seviyesinin artış yönünde olmaya devam edeceği beklentisi ve OPEC'in ham petrol piyasasında henüz bir dengelenme oluşmadığı görüşü doğrultusunda üretimi kısma kararını uzatmış olması, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalacağına işaret etmektedir. Aralık 2018 vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında ham petrol fiyatlarının 50-55 ABD doları bandında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, yukarıda bahsedilen gelişmeler çerçevesinde, enflasyon oranları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.3). Söz konusu dönemde, çekirdek enflasyon oranları, gelişmiş ülkelerde yatay seyrederken; gelişmekte olan ülke grubunda sınırlı bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, bir önceki Rapor dönemine göre, İngiltere hariç gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler grubunda aşağı yönlü güncellemeler gözlemlenmiştir. 2018 yıl sonuna ilişkin tahminler de bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre ılımlı bir şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).



Petrol fiyatlarının, 2016 yılı Ocak ayında gördüğü düşük seviyelere bağlı olarak meydana gelen baz etkisinden dolayı gelişmiş ülkelerde 2017 yılı Şubat ayına kadar olan sürede enflasyonda artış gözlenmiştir. Petrol fiyatlarının istikrar kazanması sonrasında gelişmiş ülke tüketici enflasyonu sınırlı bir miktar gerilemiştir. Buna ek olarak, ABD'de sıkılaştıran emek piyasası koşullarına rağmen düşük verimlilik artışının bir yansıması olarak, nominal ücret artışları sınırlı kalmıştır. ABD'de işgücü piyasasındaki gelişmelerin enflasyonist baskı oluşturmaması yanında, anketlerden ve piyasalardan elde edilen enflasyon beklentilerinin yüzde 2'lik enflasyon hedefinden fazla sapmamış olması, ABD'de ılımlı bir enflasyon görünümüne işaret etmektedir. Euro bölgesinde enflasyon oranının istikrar kazanması ve orta vadede oldukça ılımlı bir şekilde artarak yüzde 2'ye yakınsaması; Japonya'da ise enflasyonun yüzde 2'lik hedefe yaklaşması beklenmektedir. Öte yandan, Brexit referandumu sonrası İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizlikler ve yakın dönemde İngiltere'deki seçim sonuçları nedeniyle zayıflayan İngiliz sterlini, enflasyonist baskı yaratarak, enflasyonu tahminlerin üstüne taşımıştır. İngiltere'de enflasyonun, uzun bir süre yüzde 2 hedefinin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir. Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, Fed'in ve ECB'nin para politikası normalleşme süreçlerinin beklentilerden hızlı gerçekleşmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları ve petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarındaki olası yükselişler olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.

2017 ve 2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	3,1	2,9	3,0	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,5	2,3	2,1	2,1
Euro Bölgesi	1,6	1,4	1,5	1,4
Almanya	1,8	1,7	1,7	1,6
Fransa	1,3	1,4	1,1	1,2
İtalya	1,3	1,3	1,4	1,2
İspanya	2,2	1,5	2,0	1,4
Yunanistan*	1,0	1,0	1,1	1,0
İngiltere	2,6	2,7	2,7	2,7
Japonya	0,7	1,0	0,5	0,8
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	2,2	2,3	1,9	2,2
Çin	2,3	2,3	1,8	2,1
Hindistan**	4,8	5,0	3,8	4,6
Latin Amerika	11,2	9,5	12,4	10,8
Brezilya*	4,2	4,4	3,4	4,2
Doğu Avrupa	5,2	4,7	5,3	4,7
Rusya*	4,2	4,2	4,1	4,2

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

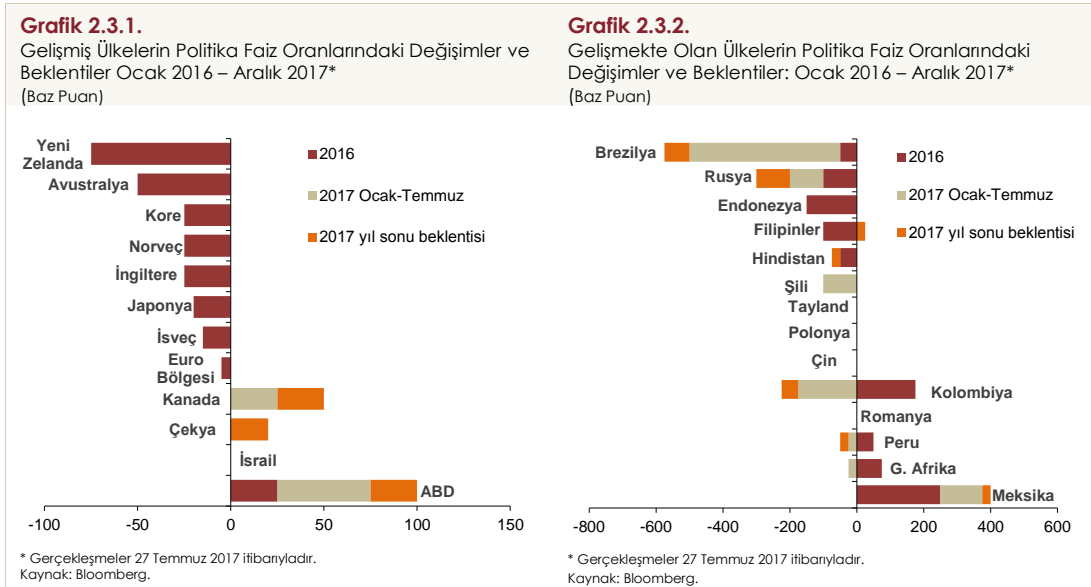
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, yılın ikinci çeyreğinde politika faizini beklentiler dahilinde 25 baz puan daha artırmıştır. Normalleşme süreci, Fed'in geçtiğimiz yıl sonunda ortaya koyduğu çerçeve ve hızda devam etmekte; bu durum finansal piyasalar üzerinde aşırı dalgalanmalara yol açmamaktadır. Ayrıca, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından verilen geleceğe yönelik mesajlar, iyileşen büyüme görünümüne uygun olarak, orta vadede para politikalarında sıkılaştırmaya gidebilecekleri yönünde olmuştur. Bu durum politika faizlerine ilişkin beklentilerde geçtiğimiz Rapor dönemine göre bir artışa neden olmuş; Kanada ve Çekya Merkez Bankalarının bu yıl sonuna kadar faiz artışı yapma olasılıkları güçlenmiştir (Grafik 2.3.1).

2017 ve 2018 yıllarında faiz artırması olası görülmemekle birlikte, gerek güçlenen büyüme görünümü gerekse yapılan açıklamalar sonrası, ECB'nin 2018 yılından itibaren parasal genişleme miktarını düşürmesi ihtimali de piyasa beklentilerine dahil edilmeye başlanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşlarında geçtiğimiz Rapor dönemine göre belirgin bir değişim olmamış; Brezilya, Rusya ve Kolombiya Merkez Bankaları, iyileşen enflasyon görünümüne bağlı olarak politika faizlerini indirme sürecini Nisan-Temmuz döneminde de devam ettirmiştir. Söz konusu merkez bankalarının, yılın kalan bölümünde de para politikalarını gevşetmeye devam etmeleri beklenmektedir. Sıkılaştırma sürecinde olan Meksika Merkez Bankası, Nisan-Temmuz döneminde politika faizini 50 baz puan daha artırmış ve yıl başından bu yana gerçekleşen toplam artış miktarı 125 baz puana ulaşmıştır. Yılın geri kalanında, söz konusu bankanın, 25 baz puan daha faiz artışı yapması beklenmektedir. Diğer gelişmekte olan ülkelerde, para politikası görünümünün görece daha durağan olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 2.3.2).

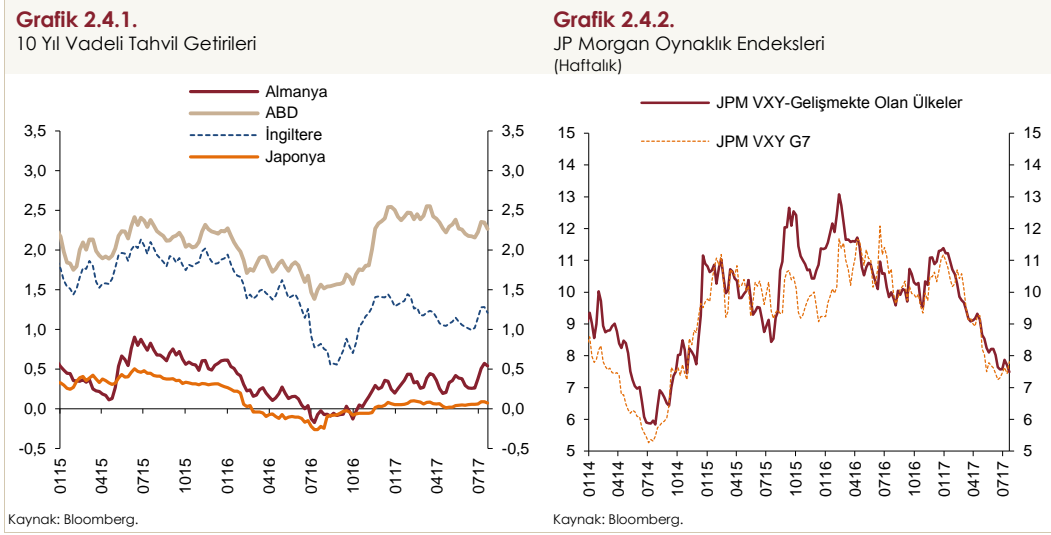


Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan normalleşme süreçleri, yakın gelecekteki en önemli gündem maddelerinden biri olmaya devam edecektir. Küresel büyümedeki toparlanma eğilimi sürdükçe, merkez bankalarının kademeli bir şekilde politikalarını sıkılaştırmaları olası görülmektedir. İktisadi faaliyetteki olumlu gidişat neticesinde ECB'nin politika söylemindeki değişiklikler buna iyi bir örnek teşkil etmektedir. Bankanın normalleşme yönündeki politikalarının Eylül ayından itibaren biraz daha netleşmesi beklenmektedir.

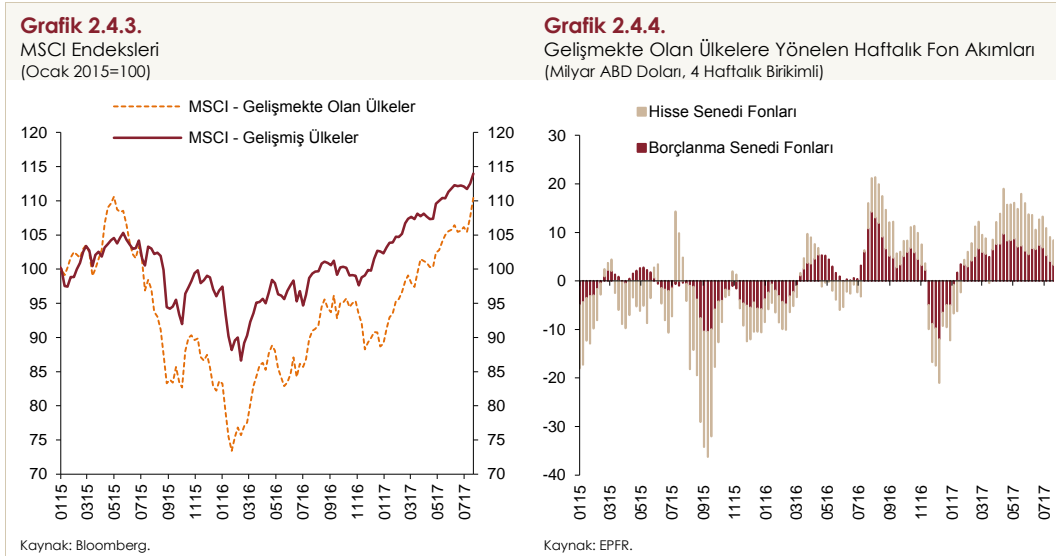
Fed'in bilanço küçültme operasyonunun detayları Haziran toplantısı ile birlikte daha belirgin hale gelmiştir. Buna göre, Fed'in bilanço küçültmeye 2017 yılı ikinci yarısında başlaması olası görülmekte, açıklanan program dahilinde bilançonun yavaş bir biçimde ama giderek artan oranlarda azaltılacağı anlaşılmaktadır. İletişime gösterilen özen ve açıklamaların finansal piyasalardaki risk iştahı üzerinde olumsuz bir etkisinin görülmemesi, gelişmekte olan ülkeler açısından olumludur. Öte yandan operasyonun etkilerinin netleşmesi, ancak süreç başladıktan sonra mümkün olabilecektir.

2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin iyimser görünümün belirginleşmesi ve Fed'in normalleşme sürecine beklentiler doğrultusunda devam etmesi, küresel finansal koşullardaki olumlu seyrin yılın ikinci çeyreğinde de sürmesini sağlamıştır. Bu bağlamda, uzun vadeli getiriler, yılın ilk yarısında yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.4.1).



Ayrıca, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün belirginleşmesine bağlı olarak artan küresel risk iştahının katkısıyla, finansal piyasa oynaklığı düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 2.4.2). Düşük piyasa oynaklığı ve güçlü yatırımcı risk iştahının gözlemlendiği yılın ikinci çeyreğinde, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsalarına girişler hızlanmıştır (Grafik 2.4.3).



2016 yılının son çeyreğinde, ABD seçimleri ve Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin yoğunlaşmasıyla finansal piyasalarda gözlenen oynaklık artışı, gelişmekte olan ülkelere hızlı portföy çıkışlarına neden olmuştur. Bununla birlikte, 2017 yılı başından itibaren, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün giderek güçlenmesi ve Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması neticesinde, gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri yeniden gözlenmeye başlamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde, büyüme görünümünün daha da olumluya dönmesi ve düşük oynaklıkların etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları ivme kazanmıştır (Grafik 2.4.4). Portföy akımları bölgesel olarak incelendiğinde, yılın ikinci çeyreğinde tüm bölgelere girişlerde artış olduğu gözlenmektedir. Hisse senedi piyasalarına girişler, başta Çin olmak üzere, Asya ülkelerine yönelmiştir. Çin ekonomisinde keskin bir yavaşlama olacağı beklentisinin gerçekleşmemesi ve son dönemde hükümet tarafından alınan genişlemeci önlemlerin ekonomik görünümü olumluya çevirmesinin, Çin'e yönelen portföy girişlerindeki artışta etkili olduğu değerlendirilmektedir. Borçlanma senedi piyasasına girişler ise büyük ölçüde, enflasyon oranları genelde düşüş sürecinde olan Latin Amerika ülkelerine yönelmiştir (Tablo 2.4.1).

Tablo 2.4.1.

Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu
(Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4

Kaynak: EPFR.

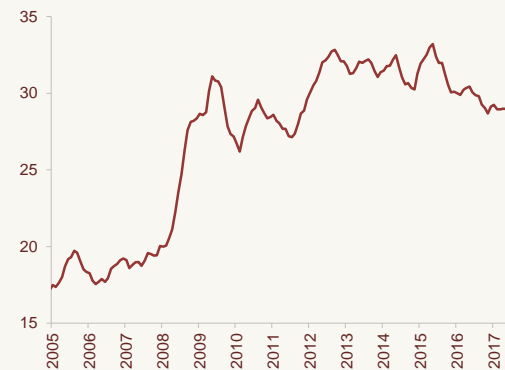
Kutu
2.1

İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi

İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi, Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki büyüme oranlarının her ülkenin ihracat içindeki payına göre ağırlıklandırılması suretiyle oluşturulan bir küresel büyüme endeksidir. Bu halile endeks, ülkemiz mallarının satıldığı ülkelerde ortalama pazar büyümesine dair fikir verdiğinden, bir dış talep göstergesi olarak kullanılmaktadır.¹ Bu kutuda, kapsamı genişletilen yeni ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi hakkında bilgi verilmekte ve ardından mevcut ve yeni göstergeler kullanıldığında ihracat talep fonksiyonunda gelir esnekliği tahmininin nasıl değiştiği incelenmektedir.²

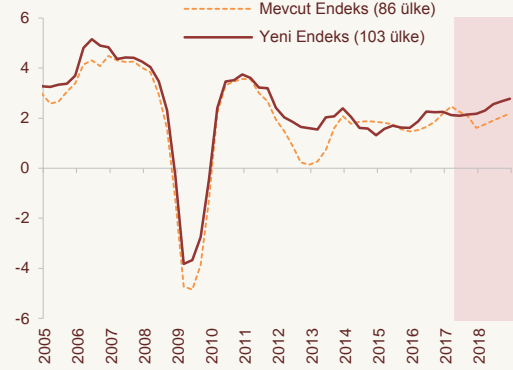
Küresel kriz sonrasında, ABD ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere, gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan durgunluk, Türk ihracatçılarına yeni pazar arayışları ile Orta Doğu ve Afrika (ODA) bölgesindeki ülkelere yönelmiştir. Bu çerçevede, 2008 yılına kadar yüzde 20'nin altında seyreden ODA ülkelerinin (altın hariç) ihracat içindeki payı, hızlı bir artış kaydederek 2009 yılında yüzde 30 seviyelerine yükselmiş ve günümüze kadar bu seviyelerini korumuştur (Grafik 1). Bu durum, mevcut ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde sınırlı oranda temsil edilen ODA bölgesi ülkelerinin temsil oranının yeni ve güvenilir veri kaynaklarıyla artırılması ihtiyacını doğurmuştur.

Grafik 1. ODA Bölgesinin Altın Hariç İhracat İçindeki Payı (Yüzde, 6 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2. Mevcut ve Kapsamı Genişletilmiş Yeni İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksleri (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: Bloomberg, IHS, TCMB.

Bu amaca yönelik olarak, ihracatımızda önemli paya sahip ODA ülkelerinin de bulunduğu toplam 17 yeni ülke hesaplamalara dahil edilerek, dış talep göstergesinin kapsamı genişletilmiştir.³ Böylelikle endekste ülke sayısı 86'dan 103'e, endeksin 2016 ortalamasına göre, altın hariç ihracatımızı kapsama oranı ise yüzde 78,6'dan yüzde 94,4'e yükselmiştir (Tablo 1).

¹ Endeksin ilk versiyonu için bakınız: TCMB Enflasyon Raporu, Sayı 2010-II, Kutu 2.1 "Türkiye için Dış Talep Göstergesi", Nisan 2010.

² Konuya ilişkin daha detaylı bilgi için bakınız: Erduman ve Kaya Ekşi (2017), 'İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi', devam eden çalışma.

³ Eklenen 17 ülke Arnavutluk, Azerbaycan, Birleşik Arap Emirlikleri, Cezayir, Ermenistan, Filistin, Irak, Kuveyt, Libya, Lübnan, Moldova, Özbekistan, Pakistan, Suriye, Tacikistan, Türkmenistan ve Yemen'dir.

Tablo 1. Mevcut ve Yeni Dış Talep Göstergelerinin Kapsam Karşılaştırması

	Mevcut Dış Talep Göstergesi	Yeni Dış Talep Göstergesi
Ülke sayısı	86	103
Temsil oranı (Yüzde)	78,6	94,4
Veri kaynağı	Bloomberg ve Consensus Forecasts	IHS ve IFS ⁴

Mevcut ve yeni türetilen dış talep göstergeleri karşılaştırıldığında, serilerin birbirine paralel seyrettiği, ancak özellikle 2009-2014 yılları arasında yeni endeksin daha olumlu bir dış talep ortamı ima ettiği göze çarpmaktadır (Grafik 2). Bu ayrışma, endekse yeni eklenen ülkelerdeki büyüme görünümünün söz konusu dönemde görece olarak daha olumlu seyretmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yeni endeks ODA bölgesi ülkelerini de içeren daha geniş bir ülke seti dikkate alınarak hesaplandığından, küresel kriz sonrasında ihracatçılarımızın Avrupa pazarındaki kayıplarının önemli bir kısmını ODA bölgesine yaptıkları ihracat ile telafi edebildiğini yansıtmaktadır. Kapsamı genişletilen endeks için uluslararası kuruluşların büyüme tahminlerine dayanarak yapılan projeksiyonlar, dış talep koşullarının önümüzdeki dönemde daha olumlu seyredeceğini ima etmektedir.

İkinci aşama olarak, farklı dış talep göstergeleri kullanıldığında gelir esnekliği tahmininin nasıl değiştiğini incelemek üzere, Türkiye için ihracat talep fonksiyonu modellenmiştir. İktisat yazınında, geleneksel olarak bir ülkenin ihracat talebi "reel gelir" ve "görelî fiyat"ın bir fonksiyonu olarak ele alınmaktadır. Dış talepte artışın, ihracatı artırıcı yönde etki etmesi, rekabet gücü göstergesi olarak kullanılan reel kurdaki artışın ise ihracatı azaltıcı yönde etki etmesi beklenmektedir. Türkiye'ye dair yapılan çalışmalar, incelenen dönemler farklı olmakla birlikte, ihracat talebinin uzun dönem gelir esnekliğinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Türkiye için ihracat talep fonksiyonu aşağıdaki model ile tahmin edilmektedir:

$$\text{Log}(Qx)_t = \alpha + \beta \text{Log}(Dış\ talep)_t + \gamma \text{Log}(Reel\ kur)_t + \varepsilon_t$$

Bu denklemde bağımlı değişken Qx_t t zamanında mevsimsellikten arındırılmış, altın hariç reel ihracat miktar endeksinin ifade etmektedir. $Dış\ talep_t$ ve $Reel\ kur_t$ sırasıyla t zamanında dış talep ve TÜFE bazlı reel kur endeksleridir. Veriler üç aylık frekansta olup, tüm endekslerde 2010 baz yılı olarak alınmıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki eşbütünlük analizi ile tahmin edildiğinden, değişkenler düzey olarak modele girmektedir.⁵ Model her iki dış talep göstergesi ile de tahmin edilmiştir. Birim kök testi sonuçları, her iki modelin hata terimlerinin durağan olduğunu göstermektedir. Her iki modele dahil edilen değişkenlerin doğrusal birleşimlerinin durağan olması, değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle, ihracat, dış talep ve reel kur değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki mevcuttur.

⁴ Information Handling Services ve IMF International Financial Statistics veritabaları.

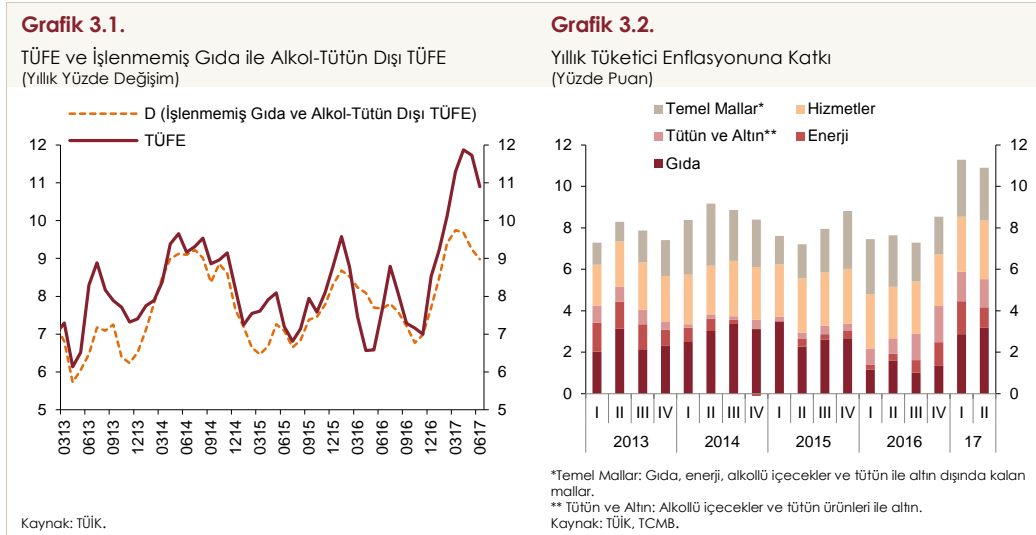
⁵ Birim kök testi sonuçlarına göre modeldeki tüm değişkenler birinci dereceden durağandır. Modelin geçerli bir uzun dönem ilişkisi ifade etmesi için ε_t ile gösterilen hata teriminin durağan olması gerekmektedir.

Elde edilen bu bulgular, Türkiye için daha önce yapılan çalışmalar ile tutarlı görünmektedir. Her iki uzun dönem modelde de ihracatın temel belirleyicisi dış taleptir. 86 ülkeyi kapsayan mevcut dış talep göstergesinin kullanıldığı modele göre dış talepteki bir birimlik değişim, altın hariç ihracat miktar endeksini 3,13 birim artırırken; 103 ülkeyi kapsayan yeni dış talep göstergesinin kullanıldığı modele göre ise, dış talepteki bir birimlik değişim altın hariç ihracat miktar endeksini 2,52 birim artırmaktadır. Dış talep göstergesinin kapsamı genişletildiğinde, modeldeki katsayının azalması beklenen bir sonuçtur. Bunun nedeni, daha önce belirtildiği üzere, yeni türetilen dış talep göstergesi ile hesaplamaaya dahil edilen ülkelerdeki büyüme oranlarının daha yüksek olmasıdır.

Sonuç olarak, ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinin kapsamının ODA ülkelerini de içerecek şekilde genişletilmesinin dış talep koşullarının daha iyi değerlendirilmesi açısından endeksin bilgi değerini artırdığı düşünülmektedir. Yeni endekse ilişkin projeksiyonlar, dış talep koşullarının önümüzdeki dönemde daha olumlu seyredeceğini ima etmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'nin ihracatında 2016 yılı son çeyreğinden bu yana görülen canlanmanın önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

Tüketici enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,39 puan azalarak yüzde 10,90 ile yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 3.1). Türk lirasında Ekim ayında başlayan değer kaybı eğilimine, Aralık ayından itibaren gıda fiyatlarındaki ivmelenme eşlik etmiş, 2016 yılı son çeyreğindeki petrol fiyatı ve vergi artışlarının yansımalarıyla tüketici enflasyonu Aralık ayından itibaren yükselişe geçerek Nisan ayında yüzde 12'lere yaklaşmıştır. Sonrasındaki iki ayda ise enflasyonda sınırlı bir yavaşlama kaydedilmiştir. Bu kısmi iyileşmede, petrol fiyatlarındaki düşüş ve yakın dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenmeye bağlı olarak yıllık enflasyonu gerileyen enerji ve temel mal grupları belirleyici olmuştur. Bu dönemde, ithalat fiyatları Türk lirası bazında gerilemiş ve üretici fiyatlarının artış hızı, önceki iki çeyrekteki kuvvetli seyrin ardından, önemli ölçüde yavaşlamıştır. Buna rağmen, tüketici fiyatları üzerindeki üretici fiyatları kaynaklı baskılar geçmiş birikimli etkilerle güçlü seyretmiştir. Bunun yanında, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın güçlenmesiyle birlikte talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği destek ikinci çeyrek itibarıyla azalmıştır. Orta vadeli enflasyon beklentilerinde süregelen bozulma eğilimi ikinci çeyrekte yerini görece yatay bir seyre bırakmış, ancak beklentilerdeki yüksek seviyeler korunmuştur.



Alt gruplar bazında incelendiğinde, gıda enflasyonu temelde taze meyve ve sebze grubu öncülüğünde Mayıs ayına kadar yükselmiş, Haziran ayında ise baz etkisinin de desteği ile gerilemiştir. Bu grupta, kırmızı et fiyatları yılın ilk yarısında artış eğiliminde olmuş, fiyatlar özellikle ikinci çeyrekte önemli ölçüde ivmelenmiştir. Geçişkenliğin görece hızlı olduğu enerji fiyatları yakın dönemdeki petrol fiyatı ve döviz kuru gelişmelerine paralel olarak son dört ayda düşüş göstermiştir. İkinci çeyrekte temel mal grubu enflasyonu da bir miktar yavaşlamış, bu düşüşte giyim grubunun ağırlık sistemindeki yöntem değişiminin getirdiği geçici etkiler öne çıkmıştır.¹ Diğer taraftan, Türk lirasındaki birikimli değer kaybının tüketici enflasyonu üzerindeki gecikmeli etkileri giyim ve dayanıklı dışı temel mallar üzerinden sürmüştür, bu grupta yıllık enflasyon yukarı yönlü seyrini korumuştur. Hizmet enflasyonu, akaryakıt fiyatlarındaki artışın

¹ 2017 yılı Ocak ayı ile birlikte mevsimsel yapı arz eden taze meyve- sebze ile giyim ve ayakkabı ürünlerinin tüketici fiyat endeksinde dâhil edilmesinde kullanılan ağırlık yönteminde, değişkenden sabit ağırlık sistemine geçilmiştir. Söz konusu geçişin giyim ve ayakkabı grubu enflasyonu ve çekirdek enflasyon ana eğilimine yansımalarına dair değerlendirmeler için bkz. Enflasyon Raporu 2017-II, Kutu 3.2 ve "Giyim ve Ayakkabı Grubu Ağırlık Yapısındaki Değişimin Enflasyon Ana Eğilimine Etkisi" başlıklı TCMB blog yazısı.

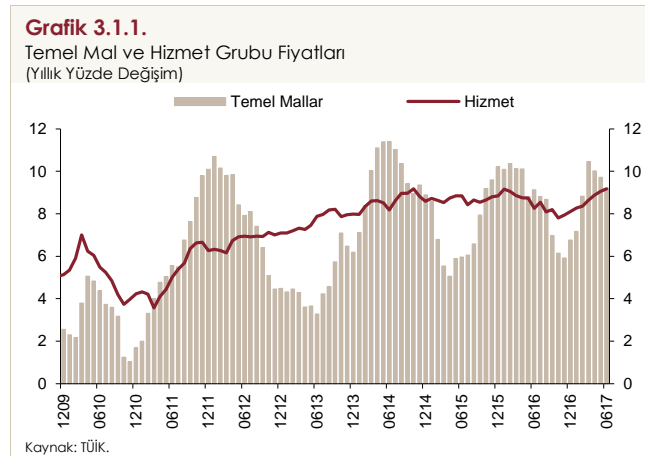
gecikmeli yansımalarının görüldüğü ulaştırma hizmetlerinin yanı sıra başta kırmızı et olmak üzere gıda enflasyonunda kaydedilen yükselişin dolaylı etkilerinin hissedildiği yemek hizmetleri kanalıyla artış göstermiştir. Bu görünüm altında, enflasyonun ana eğilimindeki yükseliş yerini sınırlı bir yavaşlamaya bırakmış, çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonunda görece yatay bir seyirle yüksek seviyeler korunmuştur. İkinci üç aylık dönemde gıda ve hizmet gruplarının yıllık tüketici enflasyonuna katkısı, sırasıyla, 0,3 ve 0,2 puan yükselirken; enerji, temel mal ile alkol-tütün ve altın gruplarının katkısı 0,6, 0,2 ve 0,1 puan azalmıştır (Grafik 3.2).

Özetle, Kasım ayından bu yana yükseliş eğiliminde olan tüketici enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir düşüş göstermiştir. Enflasyonda tepe noktasının geride kaldığı değerlendirilmekle birlikte, yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir beklenmektedir. Gıda fiyatlarındaki düzeltmenin henüz arzulanan boyutta olmaması, grup enflasyonunda baz etkilerine bağlı olarak yakın dönemde gözlenen düşüşlerin kalıcılığı konusunda temkin gerektirmektedir. Bunun yanında, beyaz eşya ve mobilya sektöründeki geçici vergi indirimlerinin Ekim ayında geri alınacak olması ve giyim grubundaki yöntem değişikliği kaynaklı etkiler de kısa vadede enflasyonda dalgalanmaya ve çekirdek enflasyonun geçici olarak yükselmesine neden olacak gelişmeler olarak öne çıkmaktadır. Enflasyon görünümünde yılın son ayından başlayarak 2018 yılının ilk aylarında daha belirgin bir iyileşme gözleneceği öngörülmektedir.

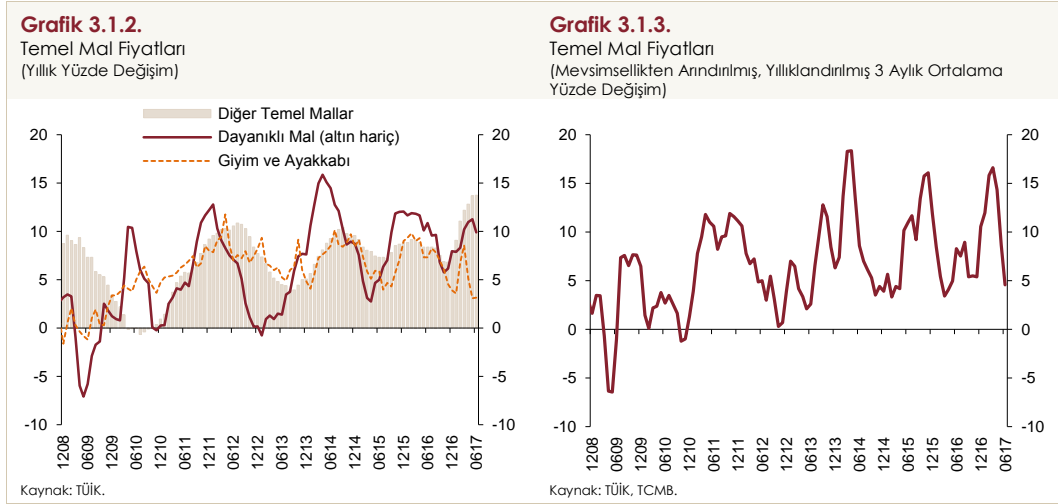
3.1. Temel Enflasyon Görünümü

Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde 1,25 puan azalarak yüzde 9,20 olmuştur (Tablo 3.1.1 ve Grafik 3.1.1). Bu düşüşte, giyim grubunun ağırlık sistemindeki yöntem değişikliğinin getirdiği geçici etkiler öne çıkmıştır. Yakın dönemde Türk lirasında gözlenen değer kazancına bağlı olarak dayanıklı mal grubu gibi alt gruplarda fiyat artışları oldukça yavaşlarken, döviz kurunun gecikmeli etkilerinin hissedildiği diğer temel mal grubunda yüksek fiyat artışları devam etmiştir.

Giyim grubu yıllık enflasyonu ikinci çeyrekte 5,39 puanlık düşüşle yüzde 3,15'e gerilemiştir. Bu gelişmede, büyük ölçüde değişken ağırlıktan sabit ağırlık sistemine geçişin etkileri hissedilmiştir. Yapılan hesaplamalar, sabit ağırlık yöntemiyle özellikle Nisan-Mayıs aylarında daha düşük, Eylül-Ekim aylarında ise daha yüksek bir aylık giyim enflasyonuna işaret etmektedir. Bu doğrultuda, geçiş yılı olan 2017 yılında anılan geçici etkilerin dikkate alınması, gerek yıllık enflasyona gerekse enflasyonun ana eğilimine ilişkin sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek açısından önem arz etmektedir.



Dayanıklı tüketim malları fiyatları ikinci çeyrekte sınırlı bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.1). Grup fiyatları çeyreklik bazda mobilya öncülüğünde yükselirken, elektrikli ve elektriksiz ev aletleri ile otomobil gibi kalemlerde fiyatlar düşüş göstermiştir. Öte yandan, döviz kuru kaynaklı fiyat ayarlamalarının görece daha uzun bir süreye yayıldığı giyim ve dayanıklı dışında kalan (diğer) temel mallarda, değer kaybının birikimli etkilerine bağlı olarak fiyatlar bu çeyrekte yüzde 2,86 ile yüksek bir oranda artmaya devam etmiştir. Söz konusu gelişimde kişisel bakım ürünleri, konut bakım-onarımına yönelik malzemeler, ev ile ilgili malzemeler ve ulaştırma araçlarının yedek parçaları gibi döviz kuruna duyarlı kalemlerdeki fiyat artışları öne çıkmıştır. Böylelikle, diğer temel mallar grubunda yıllık enflasyon yüzde 13,72 ile endeks tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.2).



Mevsimsellikten arındırılmış verilerle temel mal grubu fiyatlarının ana eğilimi incelendiğinde, Türk lirasının son dönemdeki seyri ve büyük ölçüde giyim grubunun ağırlık yapısındaki değişikliğe bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde ana eğilimde iyileşme gözlenmiştir (Grafik 3.1.3).

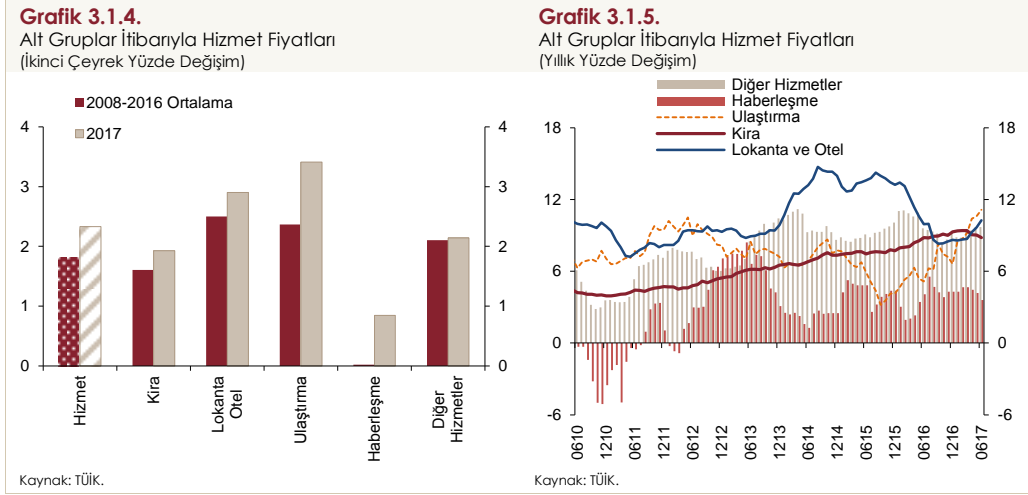
Tablo 3.1.1.Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2016				2017		
	II	III	IV	Yıllık	I	II	Yıllık
TÜFE	1,84	1,05	3,64	8,53	4,34	1,49	10,90
1. Mallar	1,85	0,32	4,83	8,72	5,01	1,12	11,67
Enerji	1,94	1,46	4,18	8,67	4,11	-2,26	7,56
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-1,97	0,46	4,51	5,65	9,34	-0,39	14,34
İşlenmemiş Gıda	2,92	0,63	2,82	7,70	3,05	-2,95	21,21
İşlenmiş Gıda	1,00	1,25	1,46	6,67	3,39	2,17	8,53
Temel Mallar	5,63	-2,54	4,95	6,77	2,23	4,44	9,20
Giyim ve Ayakkabı	20,44	-12,06	12,02	3,92	-8,52	14,46	3,15
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	0,57	0,74	2,73	7,93	5,89	0,27	9,89
Mobilya	1,03	0,98	0,38	8,27	-2,54	1,71	0,48
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-1,04	-0,46	1,87	1,73	3,88	-0,31	5,01
Otomobil	1,28	1,45	4,71	12,91	10,99	-0,29	17,55
Diğer Dayanıklı Mallar	2,40	1,11	2,02	6,55	5,78	2,99	12,38
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	1,48	1,44	2,49	7,68	6,34	2,86	13,72
Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın	0,35	10,20	6,80	31,25	4,05	-0,18	22,24
2. Hizmetler	1,83	2,71	1,03	8,11	2,83	2,33	9,18
Kira	2,48	2,49	2,23	9,30	1,89	1,93	8,81
Lokanta ve Oteller	1,46	2,73	1,64	8,62	2,62	2,90	10,26
Ulaştırma	1,61	4,48	-1,01	6,63	3,91	3,41	11,14
Haberleşme	1,87	1,69	0,67	4,29	0,35	0,85	3,60
Diğer Hizmetler*	1,84	2,47	0,91	9,15	3,87	2,14	9,70

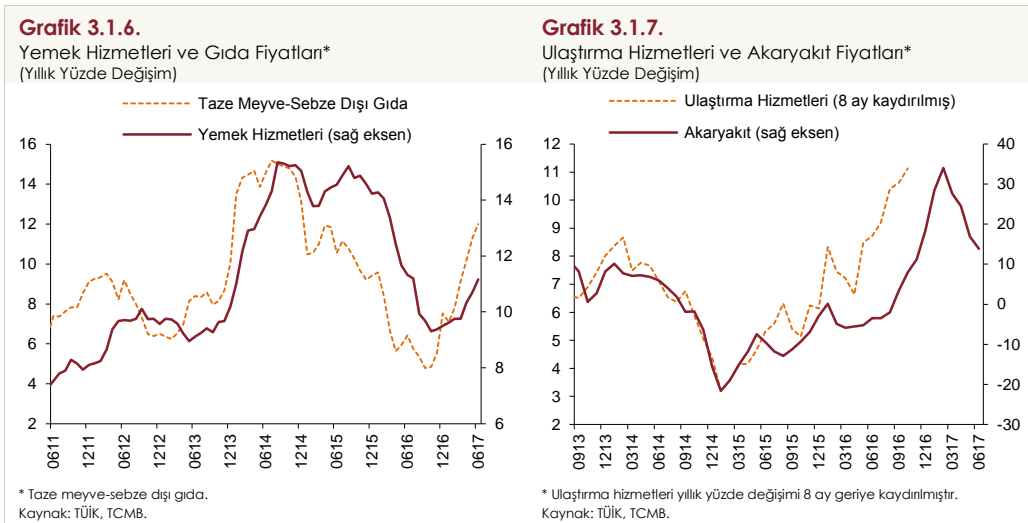
* Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 2,33 ile geçmiş dönem ortalamasının üzerinde artmış, grup yıllık enflasyonu yüzde 9,18'e yükselmiştir (Grafik 3.1.1 ve Grafik 3.1.4). Alt gruplar genelinde geçmiş dönem ortalamalarına kıyasla yüksek çeyreklik fiyat artışları kaydedilmiştir. Bu çeyrekte, yıllık enflasyon kira ve haberleşmede gerilerken diğer alt gruplarda yükselmiştir (Grafik 3.1.5).



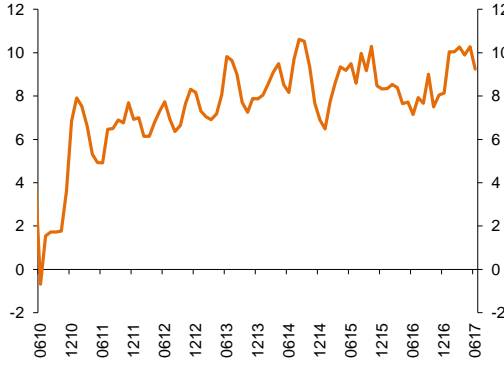
Yılın ikinci çeyreğinde, iç talepte gözlenen toparlanmanın yanında, hizmet enflasyonu genelinde maliyet yönlü unsurların etkileri izlenmiştir. Lokanta ve otel grubunda yemek hizmetleri fiyatları, başta kırmızı et olmak üzere, taze meyve-sebze dışı gıda fiyatlarındaki artış eğiliminden olumsuz etkilenmiş ve yüzde 11,16'ya yükselmiştir (Grafik 3.1.6). Buna ek olarak, Türk lirasındaki birikimli değer kaybının ulaştığı yüksek seviyeler ve turizm sektöründe geçen yıla kıyasla gözlenen kısmi toparlanma neticesinde, konaklama hizmetleri grubunda da enflasyon yıllık bazda artış göstermiştir. Bu dönemde, ulaştırma hizmetleri enflasyonu akaryakıt fiyatlarındaki artışın gecikmeli yansımalarıyla belirgin bir yükseliş kaydetmiştir (Grafik 3.1.7). Diğer hizmetler grubunda ise kur gelişmelerinin paket tur fiyatları üzerindeki yansımaları yanında, genel enflasyon seviyesinin eğitim hizmetleri fiyatları üzerindeki etkileri de dikkat çekmiştir. Öte yandan, hizmet enflasyonunun yüksek seyirinde öne çıkan bir diğer unsur olan kira enflasyonu, uzun zamandır gözlenen artış eğiliminin ardından, ikinci çeyrekte 0,6 puanlık azalışla yüzde 8,81'e gerilemiştir (Grafik 3.1.5).



Hizmet grubunda, yıllık enflasyondaki yükselişe karşın, ana eğilime ilişkin göstergelerde kısmi bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu dönemde hem mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama verilerle takip edilen enflasyon eğiliminde hem de yayılım endeksinin ima ettiği fiyat artırma eğiliminde düşüş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.8 ve Grafik 3.1.9). Ancak, genel enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki seyrin de etkisiyle, hizmet enflasyonu eğilimi yüksek seviyelerini korumuştur.

Grafik 3.1.8.

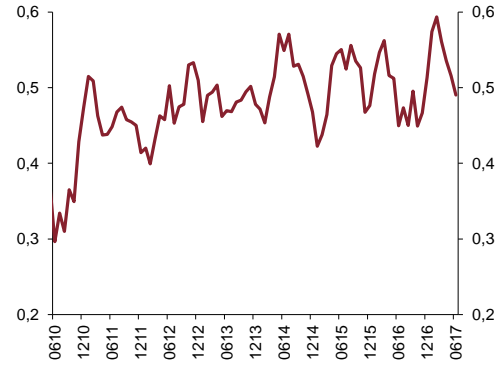
Hizmet Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama
Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.9.

Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama)



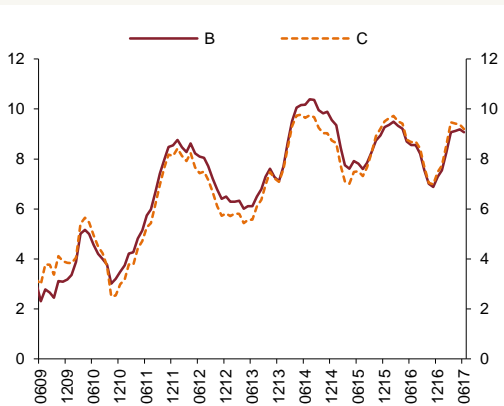
* Yayılım Endeksi: Ay içinde fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Bu görünüm altında, temel enflasyon göstergelerinden B'nin yıllık enflasyonu yatay seyredirken C'nin yıllık enflasyonu sınırlı bir oranda gerilemiş ve sırasıyla yüzde 9,07 ve 9,20 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.10).² Çekirdek göstergelerin ana eğiliminde ilk çeyrekte gözlenen yükseliş döviz kuru etkilerinin kısmen zayıflaması ile yılın ikinci çeyreğinde yerini yavaşlamaya bırakmıştır. Bu yavaşlamada, giyim ve ayakkabı grubunda mevsimsel ürünlerin ağırlık yapısındaki yönetsel değişimin de etkisi olmuştur. Yapılan hesaplamalar, yönetsel değişim kaynaklı etkiler arındırıldığında, çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmenin daha sınırlı olduğuna işaret etmiştir (Grafik 3.1.11).

Grafik 3.1.10.

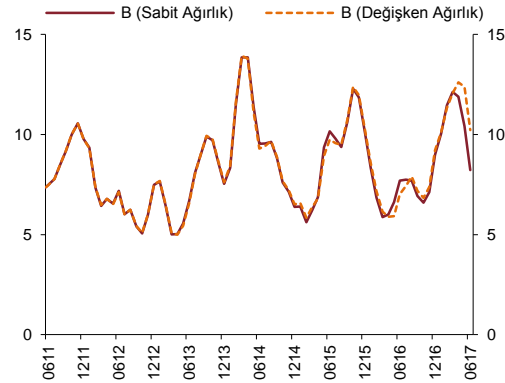
Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.11.

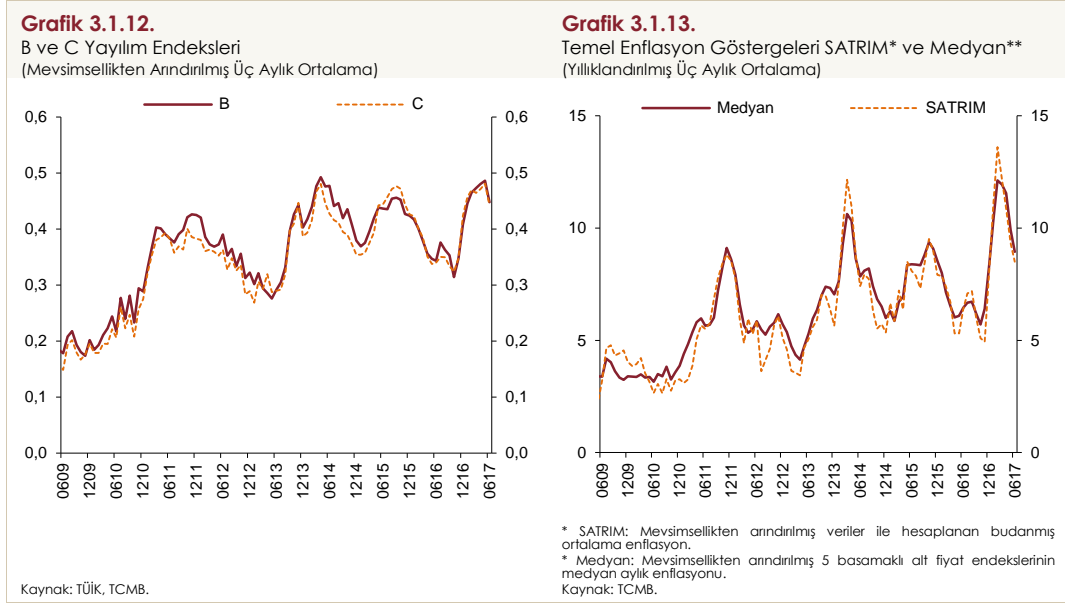
B Endeksi Ana Eğilimi: Sabit ve Değişken Ağırlık
Karşılaştırması (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış, Üç
Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

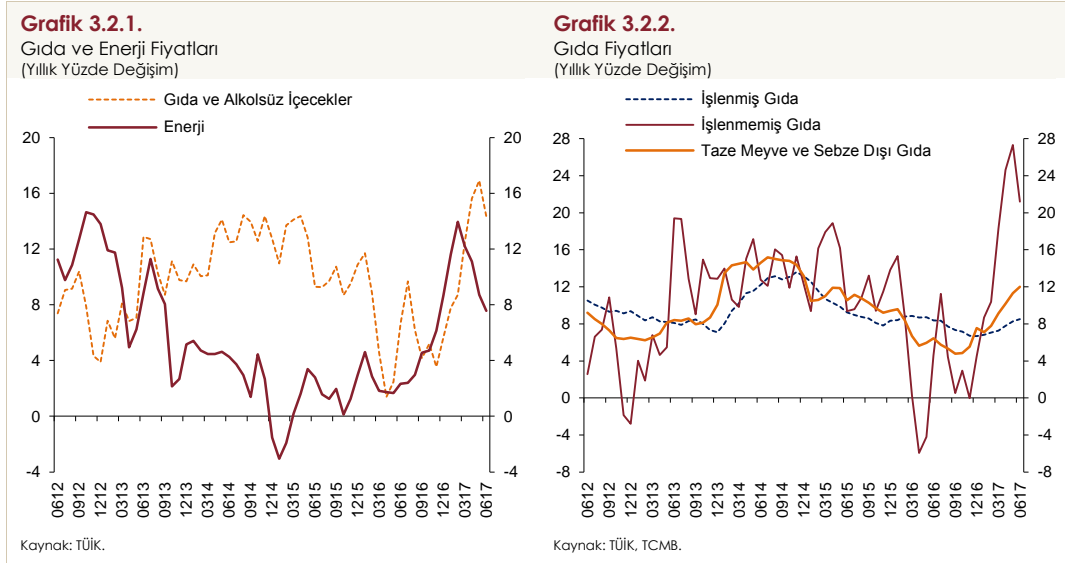
² TÜİK tarafından yayımlanmaya başlayan özel kapsamlı göstergelerden B ve C endeksleri, 2017 yılı öncesinde yayımlanan H ve I endekslerinin devamıdır.

Bu dönemde, çekirdek göstergelere ilişkin yayılım endekslerine göre fiyat artırma eğilimi de, bir önceki çeyreğe kıyasla kısmen zayıflamıştır (Grafik 3.1.12). Benzer bir hareket, TCMB bünyesinde takip edilen SATRIM ve Medyan gibi alternatif temel enflasyon göstergelerinde de gözlenmiştir (Grafik 3.1.13). Eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler bir arada incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminde kısmi bir iyileşmeyle birlikte yüksek seviyelerin korunduğu izlenmiştir.

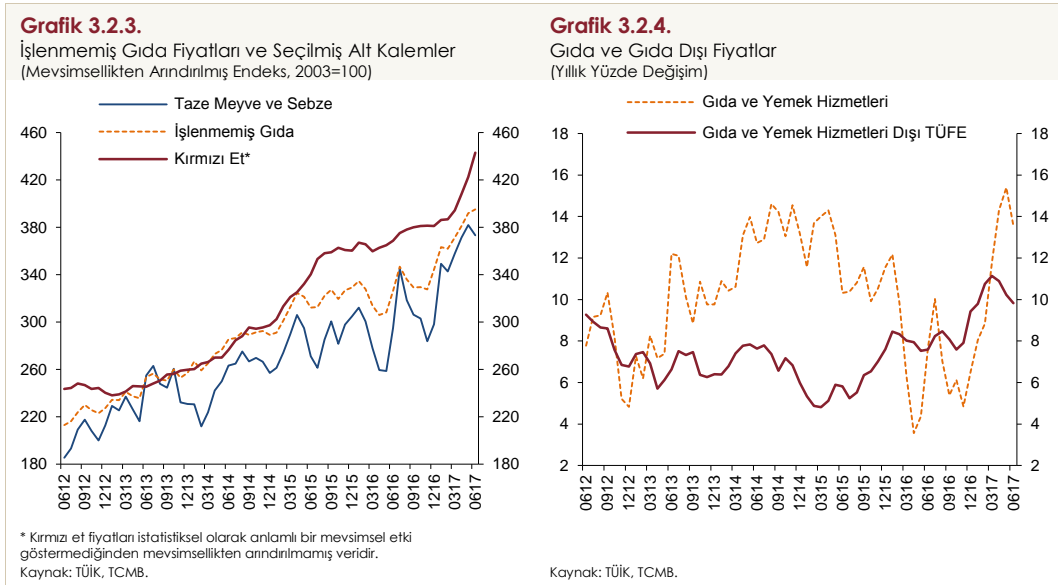


3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

Yılın ilk çeyreğinde hızlı bir artış gösteren yıllık gıda enflasyonu, ikinci çeyrekte 1,81 puan yükselerek yüzde 14,34'e ulaşmıştır (Grafik 3.2.1 ve Kutu 3.1). Böylece, gıda enflasyonu Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin üzerinde gerçekleşmiştir.

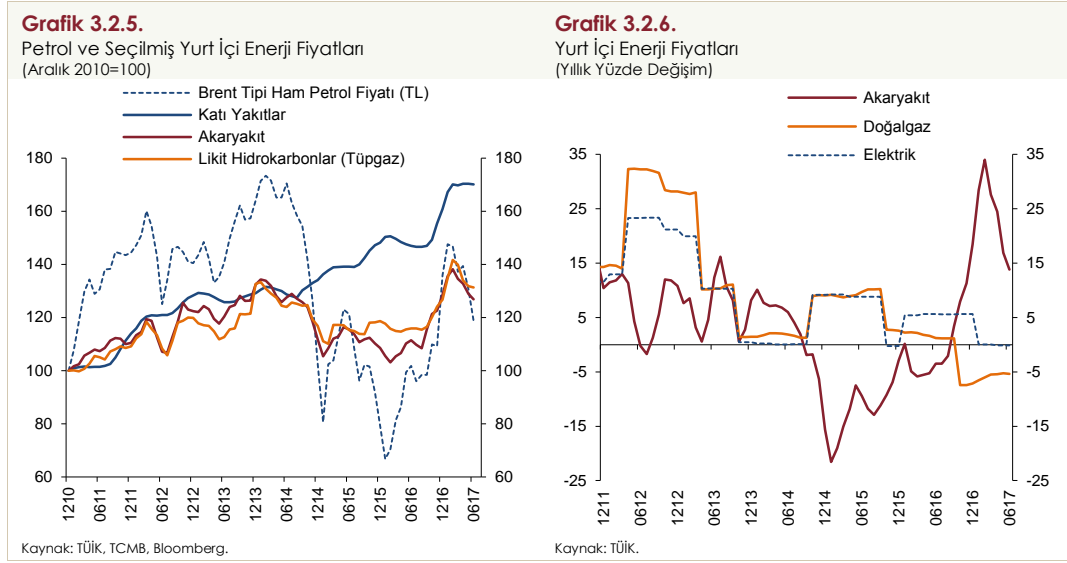


Gıda enflasyonundaki yükselişi büyük ölçüde yıllık enflasyonu yüzde 21,21'e ulaşan işlenmemiş gıda fiyatları sürüklemiştir (Grafik 3.2.2). Bu grupta fiyatlar Mayıs ayına kadar taze meyve ve sebze grubunun etkisiyle yukarı yönlü, Haziran ayında ise özellikle baz etkisi kaynaklı olarak aşağı yönlü bir seyir izlemiştir. Taze meyve ve sebze yanında, bu dönemde öne çıkan bir diğer gelişme çeyreklik bazda yüzde 12,35 oranında artan kırmızı et fiyatları olmuştur (Grafik 3.2.3). Bu hareket sonucu grup yıllık enflasyonu yüzde 20,17'ye ulaşmış, bu gelişmenin yansımaları lokanta-otel grubu fiyatları üzerinde yakından izlenmiştir. Bu doğrultuda, Haziran sonu itibarıyla canlı hayvan ve karkas et ithalatında uygulanan gümrük vergisi oranları düşürülmüştür. Ek olarak, buğday, mısır, arpa gibi hububat ürünlerine uygulanan gümrük vergisi oranlarında da düşüşe gidilmiştir. Kırmızı et yanında, ihracat talebindeki artışa bağlı olarak son dönemde beyaz et fiyatlarında da kayda değer bir yükseliş gözlenmiştir. İşlenmemiş gıda enflasyonunda baz etkilerine bağlı olarak Temmuz ayında düşüş, yılın kalan döneminde ise dalgalı bir seyir beklenmektedir.



Bu dönemde işlenmiş gıda enflasyonu da yukarı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 3.2.2). Bu grupta Nisan ve Mayıs aylarında güçlü, Haziran ayında ise daha sınırlı fiyat artışları gözlenmiştir. Artışlar gerek kur gelişmelerinin gecikmeli etkileri gerekse Ramazan ayı etkisiyle alt gruplar geneline yansırken, özellikle alkolsüz içecekler grubunda kaydedilen yüzde 5,47 oranındaki çeyreklik fiyat artışı dikkat çekmiştir. Sonuç olarak, ikinci çeyrekte gıda ve yemek hizmetleri grubunda yıllık enflasyon 1,78 puan artarak yüzde 13,57'ye yükselirken, kalan gruplarda enflasyon 1,31 puan düşerek yüzde 9,82'ye gerilemiştir (Grafik 3.2.4).

Enerji fiyatları ikinci üç aylık dönemde yüzde 2,26 oranında düşmüştür (Tablo 3.1.1). Bir önceki çeyrek sonunda 52 ABD doları olan Brent tipi ham petrolün varil fiyatı, dalgalı bir seyir izledikten sonra Haziran ayında 47 ABD dolarına gerilemiştir. Bu dönemde, petrol fiyatındaki düşüş ve Türk lirasının ABD dolarına karşı değer kazanmasına bağlı olarak tüpgaz ve akaryakıt fiyatlarında (sırasıyla yüzde 6,07 ve 5,70 oranlarında) düşüş gözlenmiştir (Grafik 3.2.5). Yönetilen fiyatlardan elektrik ve doğalgazda ise yatay bir seyir kaydedilmiştir (Grafik 3.2.6). Sonuç olarak, yıllık enerji enflasyonu 4,62 puan azalışla yüzde 7,56'ya gerileyerek tüketici enflasyonunu sınırlamıştır (Grafik 3.2.1).



3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları

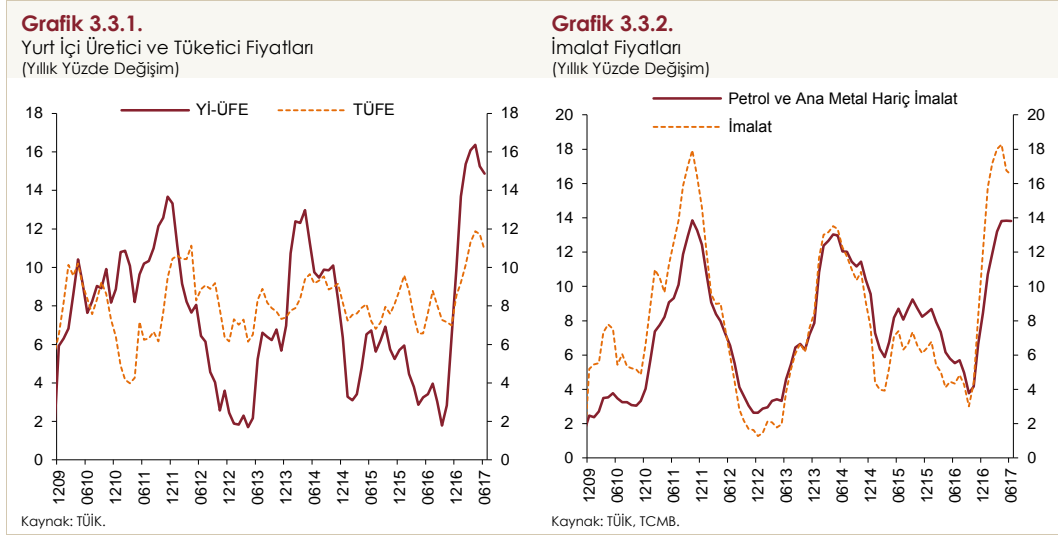
Yurt içi üretici fiyatları, yılın ikinci çeyreğinde yüzde 1,35 oranında artmıştır. Böylelikle fiyat artış hızı önceki iki çeyrekteki kuvvetli seyrin ardından önemli ölçüde yavaşlamıştır. Yıllık Yi-ÜFE enflasyonu ise bir önceki çeyreğe kıyasla 1,22 puan gerileyerek yüzde 14,87 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.1).

Tablo 3.3.1.
Yi-ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

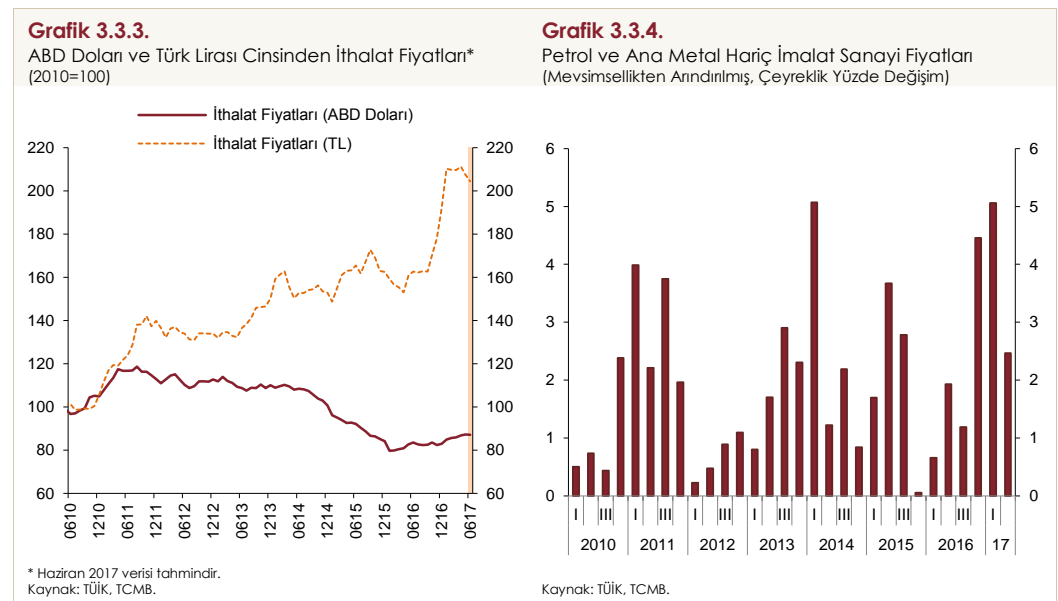
	2016				2017		
	II	III	IV	Yıllık	I	II	Yıllık
Yi-ÜFE	2,43	0,58	5,92	9,94	6,38	1,35	14,87
Madencilik	6,49	-0,17	3,01	8,01	9,53	-2,60	9,70
İmalat	2,75	0,84	6,73	12,07	6,70	1,43	16,49
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	2,14	0,87	5,92	10,83	6,68	1,76	15,99
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,49	1,16	3,92	8,46	6,10	2,03	13,81
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	-2,96	-2,20	-2,17	-11,79	0,64	2,27	-1,53
Su Temini	1,52	0,27	1,98	7,21	6,40	1,71	10,66
Ana Sanayi Gruplarına göre Yi-ÜFE							
Ara Mali	2,59	0,43	9,17	13,83	8,21	0,90	19,72
Dayanıklı Tüketim Malları	2,56	2,15	1,82	11,75	6,49	3,47	14,61
Dayanıklı Tüketim Malları (Mücevherat hariç)	0,97	0,59	2,14	7,17	6,17	3,91	13,35
Dayanaksız Tüketim Malları	1,81	0,88	2,04	6,41	4,58	2,86	10,73
Sermaye Mali	1,03	1,61	4,82	9,32	5,96	1,27	14,28
Enerji	4,46	-1,31	6,57	4,53	4,00	-1,36	7,89

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Bu dönemde imalat sanayi fiyatları çeyreklik bazda yüzde 1,43 oranında artmış, grup yıllık enflasyonu ise yüzde 16,49'a gerilemiştir (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.2). İmalat sanayi fiyatlarında gözlenen artışta başta beyaz et olmak üzere gıda sektörü öne çıkarken, tekstil ve kağıt ürünlerinin yanı sıra mobilya sektörünün de etkileri hissedilmiştir. Öte yandan, ikinci çeyrekte uluslararası emtia fiyatları (petrol, metal, enerji) ile döviz kurundaki olumlu seyir imalat sanayi genelinde enflasyon baskılarını sınırlamıştır. Nitekim, bu dönemde, Türk lirası bazında ithalat fiyatlarında düşüş gözlenmiştir (Grafik 3.3.3).

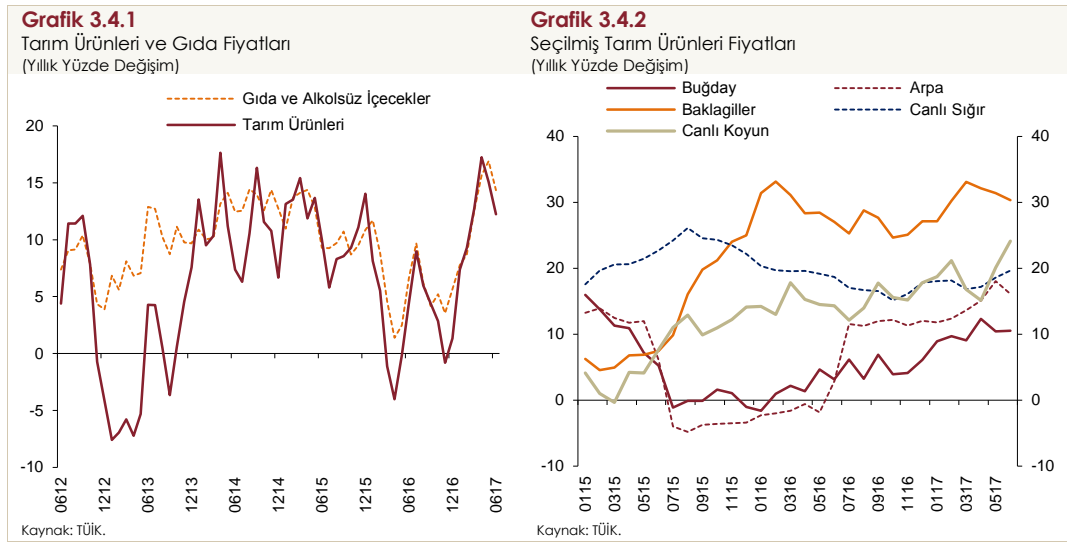


Ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde, bu çeyrekte dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları fiyatlarındaki artışlar öne çıkarken, ara ve sermaye malları fiyatları nispeten daha ılımlı seyretmiştir. (Tablo 3.3.1). Dayanıklı tüketim malları üzerinde geçici vergi indirimi teşviğine konu sektörler olan mobilya ve ev aletleri fiyatlarındaki artışlar etkili olurken; dayanıksız tüketim malı fiyatları et, gıda, içecek, tekstil ve ayakkabı ürünlerine bağlı olarak yükselmiştir. Ara malı fiyatlarında kağıt ürünler, dokumalar, çimento-alçı ve plastik ürünlerdeki artışlar öne çıkmıştır. Sermaye malı fiyatları ise motorlu kara taşıtları ve makineler kaynaklı artmıştır. Diğer taraftan, enerji fiyatları rafine edilmiş petrol ürünleri ve ham petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle gerilemiştir. Bu gelişmelerle birlikte, üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayinde enflasyon eğilimi bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlarsa da tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskılar birikimli etkilerle güçlü seyrini korumuştur (Grafik 3.3.4).



3.4. Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları

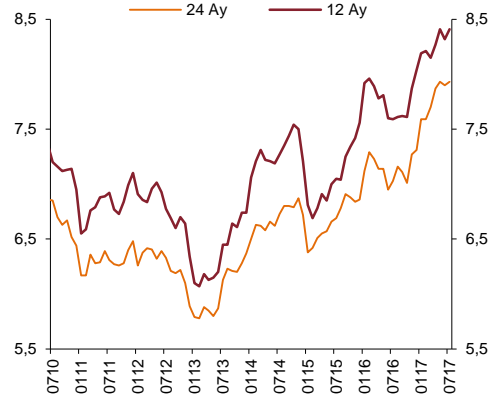
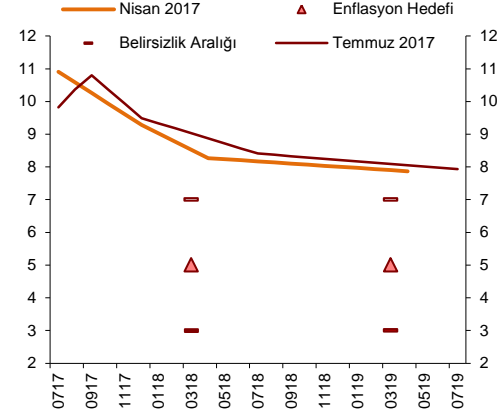
Tarım ürünleri üretici fiyatları ikinci çeyrekte yüzde 4,36 oranında artmış ve bu grupta yıllık enflasyon 0,48 puanlık düşüşle yüzde 12,23 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.4.1). Bu dönemde tarım enflasyonunda görülen kısmi yavaşlamada özellikle sebze ürünleri etkili olmuştur. Bir süredir yükselişte olan baklagiller grubu yıllık enflasyonu bir miktar düşmüştür (Grafik 3.4.2). Öte yandan, bu dönemde buğday, arpa, mısır gibi tahıl ürünleri fiyatlarındaki artış eğilimi devam etmiştir. Benzer şekilde, canlı hayvan fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir güçlenerek sürmüştür, son bir yıllık dönemde canlı hayvan fiyatlarındaki artış yüzde 20'ler civarında gerçekleşmiştir (Grafik 3.4.2). Bu eğilim, nihai ürün olarak tüketiciye sunulan kırmızı et fiyatlarına da yansımıştır. Ayrıca, bu dönemde yaş çay alım fiyatı da yüzde 13 ile yüksek bir oranda artmıştır.



Mevsimsellikten arındırılmış verilerle üç aylık ortalamalara göre incelendiğinde, tarım ürünleri fiyatları ana eğiliminde bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar düşüş gözlenirse de özellikle Nisan ve Mayıs aylarında üretici fiyatları kaynaklı baskılar görece güçlü seyretmiştir. Bu doğrultuda, üretici fiyatlarındaki artışların da yansımalarıyla, gıda tüketici enflasyonu yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 3.4.1).

3.5. Beklentiler

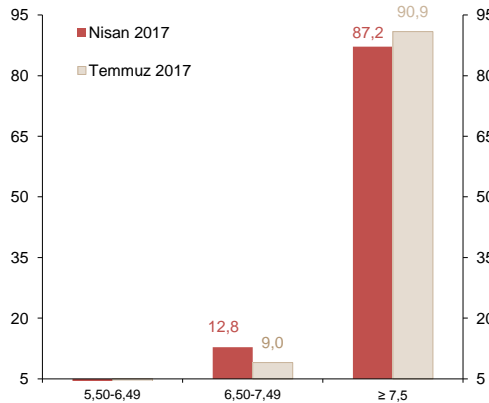
Enflasyondaki yukarı yönlü seyre bağlı olarak 2016 yılının Kasım ayından itibaren beklentiler hızla bozulmuştur. Bu dönemde döviz kurlarında yaşanan sert değer kaybı, maliyet kanalıyla olduğu kadar beklenti ve fiyatlama davranışı kanalıyla da enflasyonu etkilemiştir. Orta vadeli enflasyon beklentilerinde süregelen bozulma eğilimi ikinci çeyrekte yerini görece yatay bir seyre bırakmıştır (Grafik 3.5.1). Temmuz ayında ise 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentiler, sırasıyla yüzde 8,41 ve yüzde 7,93 ile enflasyon hedefinin önemli ölçüde üzerinde kalmaya devam etmiştir (Grafik 3.5.1 ve Grafik 3.5.2). Özellikle 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerin son dört aylık dönemde yüzde 7,9 ile anket tarihindeki en yüksek seviyeye ulaşması dikkat çekmektedir.

Grafik 3.5.1.12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri*
(Yıllık Yüzde Değişim)* TCMB Beklentiler Anketi verileri olup, 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir.
Kaynak: TCMB.**Grafik 3.5.2.**Enflasyon Beklentileri Eğrisi*
(Yıllık Yüzde Değişim)* TCMB Beklentiler Anketi'nde çeşitli vadelerde oluşan enflasyon beklentileri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemiyle oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.

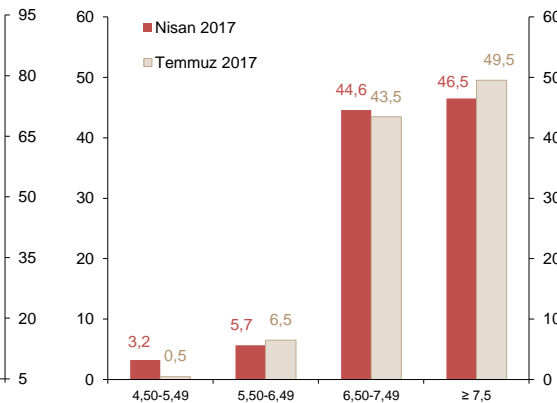
Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, kısa vadeli beklentilerin bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar yukarı güncellendiği, orta vadeli beklentilerdeki yükselişin ise daha sınırlı olduğu görülmektedir (Grafik 3.5.2). Nitekim, enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımlarında da Nisan ayına kıyasla bir miktar bozulma izlenmiştir (Grafik 3.5.3 ve Grafik 3.5.4). Orta vadeli enflasyon beklentilerinde henüz bir iyileşme gözlenmemesi, enflasyon görünümü üzerinde fiyatlama davranışı kaynaklı yukarı yönlü risklerin sürdüğüne işaret etmektedir.

Grafik 3.5.3.

Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (Yüzde)

* Yatay eksen enflasyon beklentisi aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için Bkz.: TCMB Genel Ağ sayfasından "Veriler/Anketler/Beklentiler Anketi/Yöntemsel Açıklama".
Kaynak: TCMB.**Grafik 3.5.4.**

Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (Yüzde)



Kutu
3.1

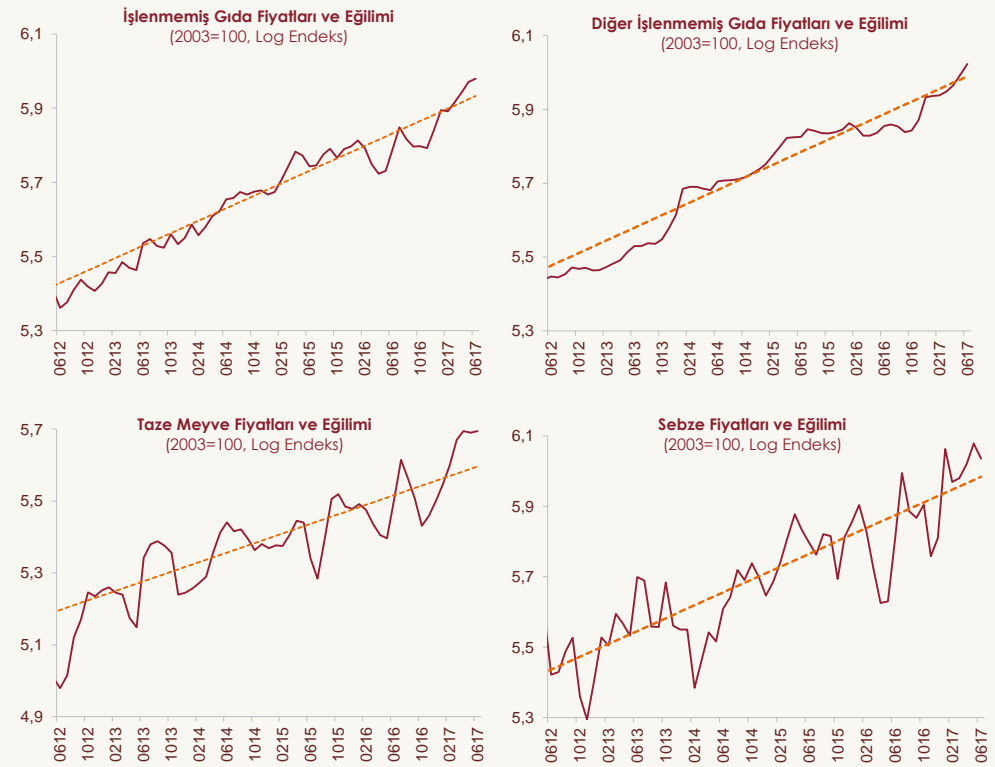
Gıda Fiyatlarında Son Dönem Gelişmeleri

Gıda fiyatlarında son dönemde gözlenen yüksek artışlar, taze meyve-sebze grubu ile sınırlı kalmamış ve grup geneline yayılan bir yapı sergilemiştir. Alt gruplar özelinde arz şokları, döviz kuru gelişmeleri, ihracat imkânları, görece fiyat ayarlamaları gibi birçok farklı unsurun belirleyici olması, gıda enflasyonunu sınırlamaya yönelik tedbirlerin geniş bir yelpazede ele alınması gereğine işaret etmektedir.

İşlenmemiş gıda fiyatları hem oynak bir yapıya hem de genel tüketici fiyatlarına kıyasla daha yüksek bir artış eğilimine sahiptir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının uzun dönem eğiliminin ima ettiği yıllık artış oranı yüzde 10,6'dır (Grafik 1). Bu artış eğilimi işlenmemiş gıdanın alt kalemlerine göre de farklılık göstermektedir. Taze meyve, sebze ve diğer işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık artış eğilimleri sırasıyla yüzde 8,3, yüzde 11,5 ve yüzde 10,7'dir.

Son dönemde, işlenmemiş gıda geneline yayılan yüksek fiyat artışları gözlenmiş ve tüm alt gruplarda fiyat düzeyi uzun dönem eğilimlerinin üzerine çıkmıştır (Grafik 1). Bu dönemde, eğilimine kıyasla en olumsuz görünüm taze-meyve fiyatlarında izlenirken, sebze fiyatlarında kısmi bir düzeltme gözlenmiştir. Öte yandan fiyatların belli bir yönde daha uzun süre hareket ettiği ve sert düzeltmelerin nadir görüldüğü diğer işlenmemiş gıda grubunda görünüm bozulmuştur. Bu grupta 2016 yılı Şubat ayından bu yana eğilimin altında seyreden fiyatlar Haziran ayında tekrar eğilimin üzerine çıkmıştır.

Grafik 1. İşlenmemiş Gıda ve Alt Grupları Eğilimi



Notlar: Koyu renkli çizgiler, 2003=100 bazlı, mevsimsellikten arındırılmış ve logaritmik dönüşümü yapılmış fiyat endekslerini göstermektedir. Kesikli çizgiler ise bu endekslerin 2005 yılından başlayarak hesaplanan doğrusal trend değerlerini göstermektedir.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

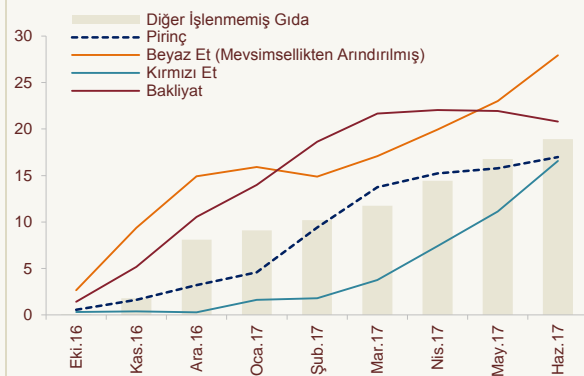
Taze meyve-sebze alt grubunda, sebze fiyatları üzerindeki arz şoklarının etkisi nispeten kısa sürmekte, gelen şokların etkisi aksi yöndeki fiyat hareketleriyle hızlı bir şekilde ortadan kalkabilmektedir. Sebze fiyatlarında hızlı düzeltmeler görülmesinde, ürün hasadının kısa sürede yapılabilmesi ve arzın sera üretimiyle desteklenmesi etkili olmaktadır. Buna karşılık, üretim süresine bağlı olarak meyve grubundaki arz şoklarının (don olayları vb.) etkisi daha uzun sürmektedir (Öğünç ve Sankaya, 2016). Eğilime yakınsama davranışının görece daha uzun bir zaman alabildiği meyve fiyatlarına ilişkin mevcut görünüm, gıda enflasyonu açısından kısa vadede önemli bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır.

Taze meyve ve sebzelerde eğilimin oldukça üzerinde seyreden fiyat düzeyi, baz etkisiyle de birleşerek, yüksek bir yıllık enflasyona işaret etmektedir. Bununla birlikte, diğer işlenmemiş gıda fiyatlarında 2016 yılının Ekim ayından bu yana gözlenen yüksek fiyat artışları da enflasyonun yayılımı bakımından önemlidir (Grafik 2). Özellikle kırmızı et ve mevsimsellikten arındırılmış beyaz et fiyatlarında Şubat 2017'den itibaren gözlenen yukarı yönlü hareket Haziran ayında da devam etmiştir. Kırmızı et fiyatlarındaki artış temelde yurt içi arz eksikliğinden kaynaklanırken, beyaz et fiyatları ihracattaki güçlü seyre bağlı olarak yukarı yönlü hareketini sürdürmüştür. Ancak bu ürünlerde fiyatlara doğrudan veya dolaylı olarak etki yapacak gümrük vergisi düzenlemelerinin, önümüzdeki dönemde fiyat artışlarını sınırlayabileceği de not edilmelidir.

Pirinç ve bakliyalarda ise geçmiş dönemde alınan bazı tedbirlerin etkisiyle fiyat artışları son dönemde yavaşlansa da birikimli fiyat artışları oldukça yüksek bir seviyededir (Grafik 2). Bu gelişmelerle, 2016 yılının Ekim ayından bu yana diğer işlenmemiş gıda grubunda birikimli enflasyon yaklaşık yüzde 20'ye ulaşmış ve böylelikle işlenmemiş gıda enflasyonundaki yüksek seyrin taze meyve-sebze ile sınırlı olmadığı gözlenmiştir.

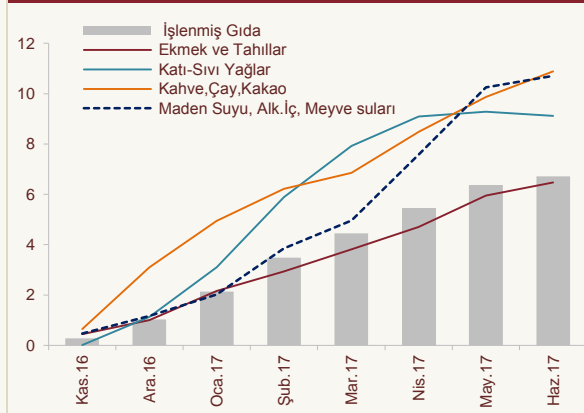
İşlenmiş gıda grubunda enflasyon görece daha sınırlı kalsa da yakın dönem eğilimleri itibarıyla benzer bir görünüm sunmaktadır. Bu grupta 2016 yılının Kasım ayından bu yana birikimli fiyat artışı kayda değer bir seviyededir. Özellikle döviz kurunun belirgin etkileri izlenmektedir. Katı-sıvı yağlar, kahve-kakao gibi ithal ürünlerin bulunduğu kalemlerde Türk lirasındaki değer kaybına bağlı olarak birikimli fiyat artışları yüksek seviyelere ulaşmış, ekmek-tahıl grubu fiyatları ise buğday fiyatlarındaki artışla yukarı yönlü seyrini sürdürmüştür (Grafik 3).

Grafik 2. Diğer İşlenmemiş Gıda Fiyatları
(Birikimli Yüzde Değişim, Ekim 2016-Haziran 2017)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3. İşlenmiş Gıda Fiyatları
(Birikimli Yüzde Değişim, Kasım 2016-Haziran 2017)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, gıda grubunda fiyatlar yakın dönemde döviz kuru, arz şokları, ihracat imkânları, görelî fiyat ayarlamaları vb. nedenlerle genele yayılan yüksek artışlar kaydetmiştir. Her bir alt grupta enflasyonun farklı unsurlardan etkilenebileceği tespitinden hareketle enflasyonla mücadelede çok araçlı bir tedbir setine ihtiyaç bulunduğu düşünülmektedir.

Kaynakça

Öğünç, F. ve Ç. Sankaya, 2016, İşlenmemiş Gıda Enflasyonu Kısa Vadeli Tahminine Alternatif Bir Bakış, TCMB Ekonomi Notları, No. 16/13.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

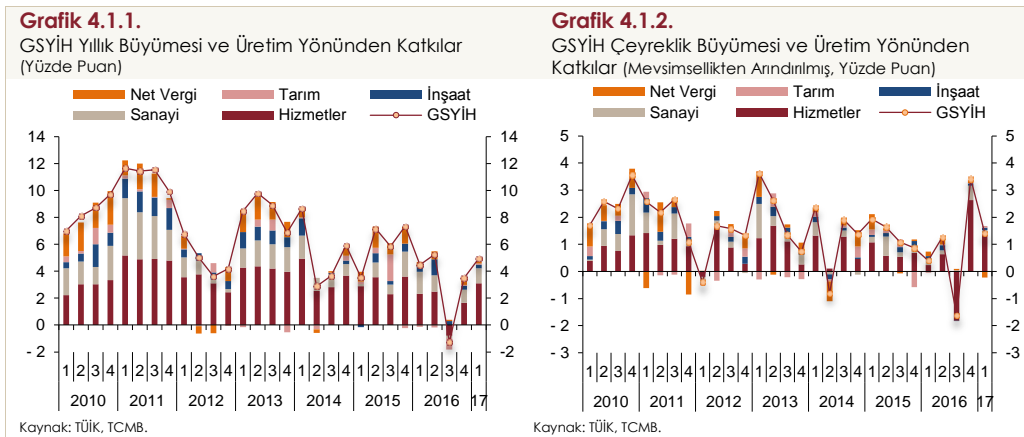
İktisadi faaliyet, yılın ilk çeyreğinde, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir. Dönemlik büyümenin temel sürükleyicileri ihracat, inşaat yatırımları ve kamu tüketimi olmuştur. Makine-teçhizat yatırımlarındaki zayıf seyir sürmüş, öne çekilen talebe bağlı olarak özel tüketim yavaşlamıştır. Bu dönemde mal ihracatındaki güçlü artışın yanı sıra turizm gelirlerindeki kısmi toparlanma da büyümeye destek vermiştir. Dönemlik büyümeye net ihracatın yüksek katkı yapması, cari işlemler dengesini destekleyen bir büyüme kompozisyonuna işaret etmiştir.

Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte güç kazandığına işaret etmektedir. Nisan-Mayıs dönemi sanayi üretimi verileri ve ikinci çeyreğe ilişkin İYA ve PMI göstergeleri, sanayide bir önceki döneme kıyasla daha güçlü bir artış sinyali vermiştir. İmalat sanayisine ek olarak, hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörlerinde de yakın dönemde daha kuvvetli bir faaliyet gözlenmektedir. Teşviklere konu olan gruplara yönelik tüketim talebi gücünü korurken, ilk çeyrek itibarıyla zayıf seyrini sürdüren yatırımlarda da kısmen iyileşme sinyalleri bulunmaktadır. Bu gelişmeler, ekonomideki toparlanmanın sektörel yayılımının bir önceki döneme kıyasla arttığı yönünde sinyal vermektedir.

Toparlanmanın işgücü piyasasına yansımalarıyla birlikte yurt içi talepteki iyileşme devam etmekte, mal ihracatında sektörler ve ülkeler geneline yayılan güçlü artışlarla net dış talebin büyümeye olumlu katkısı sürmektedir. Alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyetteki toparlanmanın devam etmesi beklenmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

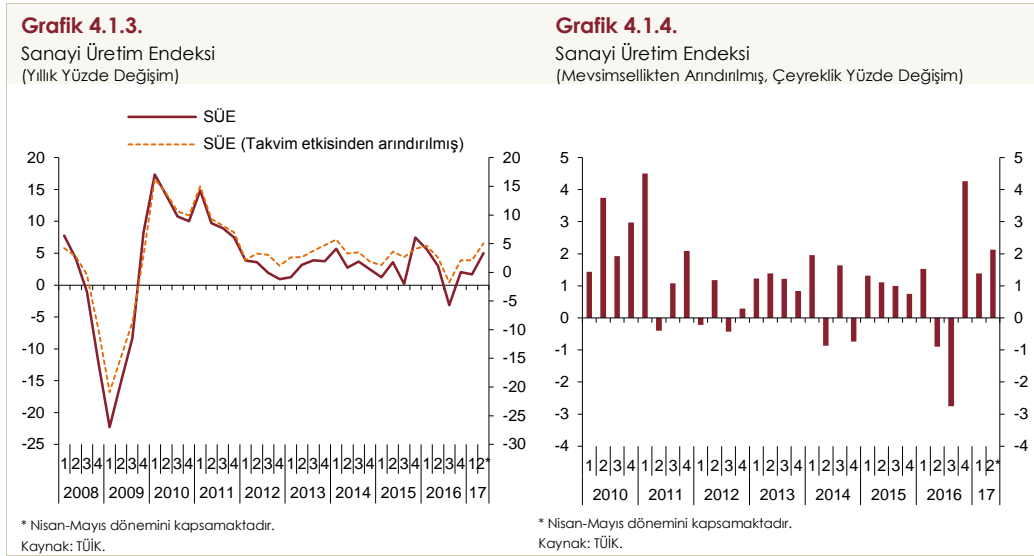
4.1. Arz Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, 2017 yılı ilk çeyreğinde yıllık yüzde 5,0; mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,4 oranında artmıştır. İlk çeyrekte yıllık büyümeye en yüksek katkılar, sırasıyla, hizmetler ve sanayi sektörlerinden gelirken, diğer sektörlerin katkısı daha zayıf olmuştur (Grafik 4.1.1). Bu dönemde çeyreklik büyümenin sürükleyicisi hizmetler sektörü olurken; tarım, sanayi ve inşaat sektörlerinin büyümeye katkısı oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır (Grafik 4.1.2). Net vergi kaleminde dönemlik bazda görülen gerilemede son dönemde vergi indirimi şeklinde uygulanan teşviklerin etkili olduğu düşünülmektedir.

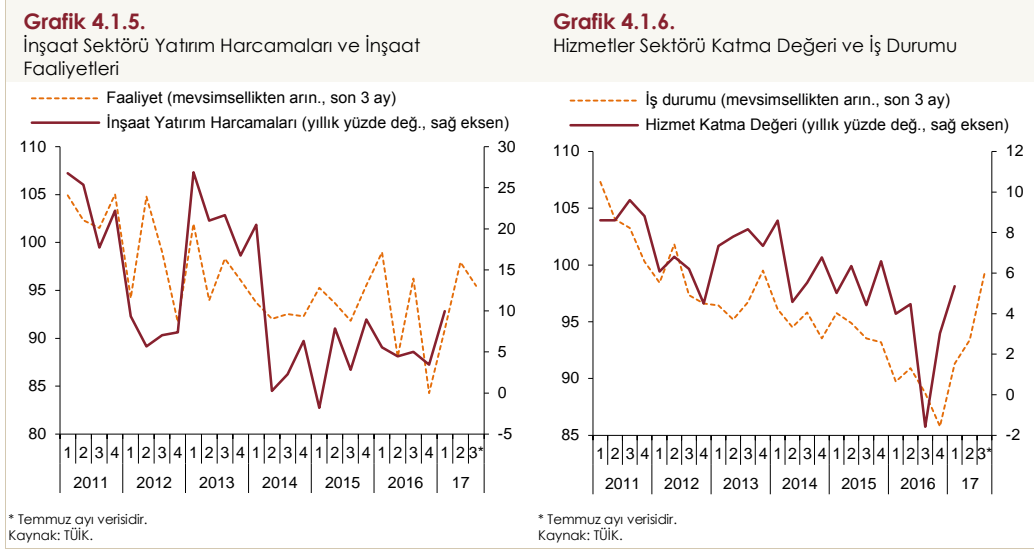


2017 yılı Nisan ve Mayıs aylarına ait sanayi üretimi gerçekleştirmeleri, iktisadi faaliyette ilk çeyreğe kıyasla daha kuvvetli bir görünüme işaret etmektedir (Grafik 4.1.3 ve Grafik 4.1.4). Bununla birlikte, Nisan ve Mayıs aylarında yüksek oynaklık sergileyen "diğer ulaşım araçları" sektörü faaliyeti dışlandığında, sanayi üretimi ana eğiliminin ikinci çeyrekte bir önceki döneme kıyasla daha ılımlı bir artış sergilediği görülmektedir. Nisan-Mayıs döneminde ana metal, kauçuk-plastik, makine-teçhizat, elektrikli teçhizat ve taşıt gibi ihracata yönelik üretim yapan sektörlerin üretimindeki artış eğilimi sürerken, iç talebe yönelik üretim yapan sektörlerin faaliyeti de artan tüketim talebine bağlı olarak ilk çeyreğe kıyasla hızlanmıştır.

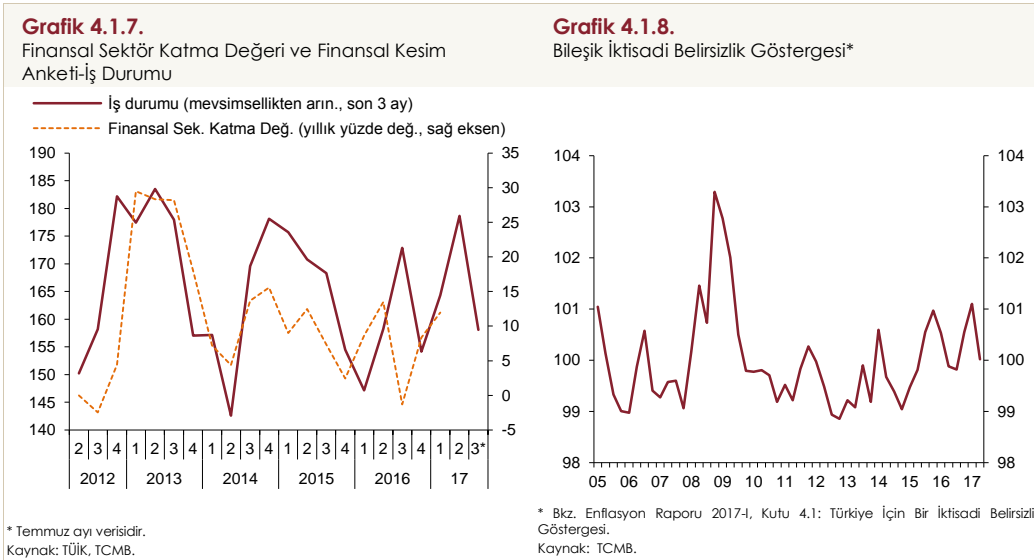
Bu dönemde, ilk çeyreğe kıyasla sermaye malı üretimi yüksek bir oranda artarken, bu artışa diğer ulaşım ve taşıt araçları yüksek katkı yapmıştır. Bu sektörler hariç tutulduğunda sermaye malları üretimi daha ılımlı bir artışla genel yatırım görünümü ile uyumlu bir seyir izlemiştir. Tüketim malları üretiminde ılımlı bir artış olduğu ve bu artışın temel olarak mobilya ve beyaz eşya gibi vergi teşviklerine konu olan sektörlerden kaynaklandığı görülmektedir. Dayanaksız tüketim malları üretimi ise yılın ilk yarısındaki yatay seyriyle işgücü piyasası ve iç talepteki toparlanmanın henüz büyük bir ivme kazanmadığını göstermiştir.



Yılın ilk çeyreğinde dönemlik büyümeye önemli katkı sağlayan inşaat yatırımlarındaki olumlu seyrin, devam eden altyapı yatırımları ve konut satışlarındaki artış eğiliminin desteğiyle ikinci çeyrekte de sürmesi beklenmektedir (Grafik 4.1.5). Başta metalik olmayan diğer mineral maddeler imalatı olmak üzere, inşaat sektörüne girdi sağlayan faaliyet kolları da bu görünümü desteklemektedir.



Hizmetlere ilişkin göstergeler, sektör katma değerinde ilk çeyrekte görülen artışın ikinci çeyrekte de süreceğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.6). Bu artışın, işgücü piyasası ve iç talepteki iyileşmenin devamıyla birlikte ilk çeyreğe kıyasla daha geniş bir yayılıma sahip olması beklenmektedir. Hizmetler sektörünün önemli bir bileşeni olan ve tüketim talebi ile yakın ilişkili ticaret sektörü katma değerinin iç talepte gözlenen artış doğrultusunda ikinci çeyrekte artması beklenmektedir. Hizmetler sektörünün diğer bir alt kalemi olan finans ve sigorta katma değeri ise bankacılık sektörü faaliyetleri ile yakın ilişkilidir. İkinci çeyrekte temel olarak Kredi Garanti Fonu desteğiyle sağlanan krediler nedeniyle hızlanan finans sektörü faaliyetinin, finans sektörü katma değerine de olumlu yansıtacağı düşünülmektedir (Grafik 4.1.7).



Sonuç olarak, mevcut göstergeler ikinci çeyrekte iktisadi faaliyetin nispeten daha geniş bir sektörel yayılımla güç kazandığına işaret etmektedir. İkinci çeyrekte, sanayi sektörü faaliyetinin hızlandığı görülürken, artan istihdam ve azalan belirsizliklerin desteğiyle iç talepte öngörülen iyileşmenin hizmetler sektörü faaliyetini de desteklemesi beklenmektedir (Grafik 4.1.8).

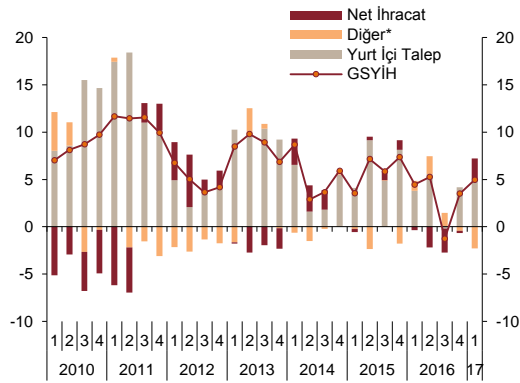
4.2. Talep Gelişmeleri

2017 yılı ilk çeyreğine ilişkin GSYİH verileri harcama tarafından incelendiğinde, nihai yurt içi talebin yıllık büyümeye katkısının bir önceki çeyreğe göre arttığı ve 2016 yılı boyunca büyümeye olumsuz katkı veren net ihracatın ilk defa pozitif katkı yaptığı gözlenmektedir (Grafik 4.2.1). Yurt içi talep bileşenlerinden özel ve kamu tüketimlerinin yanı sıra inşaat yatırımları yıllık büyümenin temel sürükleyicileri olurken, makine-teçhizat yatırımları bir önceki yılın aynı dönemine göre yüksek bir oranda daralmıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, ilk çeyrekte net dış talebin yüksek katkısıyla GSYİH dönemlik bazda artmaya devam etmiştir (Grafik 4.2.2). 2016 yılının son çeyreğinde makro ihtiyati tedbirlerdeki kısmi gevşemeye, otomobilde öne çekilen talebe ve konut ile ilişkili bazı sektörlerdeki olumlu seyre bağlı olarak kuvvetli artış gösteren özel tüketim harcamaları, 2017 yılının ilk çeyreğinde daha zayıf bir seyir izlemiştir. Kamu tüketim harcamaları ise yılın ilk çeyreğinde dönemlik büyümeye güçlü bir destek vermiştir (Grafik 4.2.3). Yatırımlar tarafında ilk çeyrekte inşaat yatırımlarının, teşviklerin etkisiyle artış eğilimini koruduğu, artan belirsizlik ve Türk lirasındaki değer kaybına bağlı olarak makine-teçhizat yatırımlarındaki zayıf seyrin sürdüğü gözlenmiştir (Grafik 4.2.4).

Grafik 4.2.1.

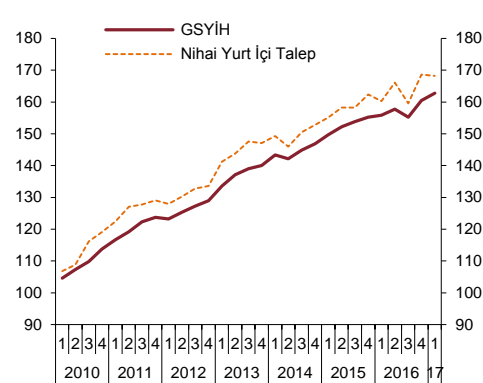
Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar
(Yüzde Puan)



* Diğer kalemi, stoklar ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistikî sapmayı kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.2.2.

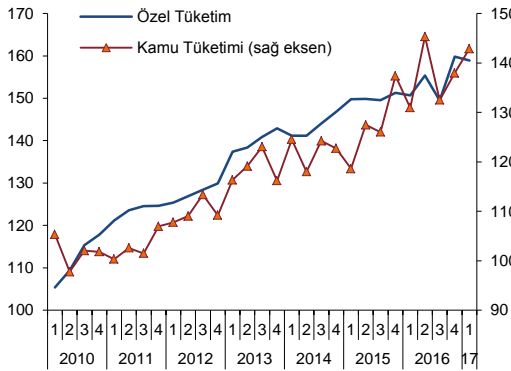
GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 4.2.3.

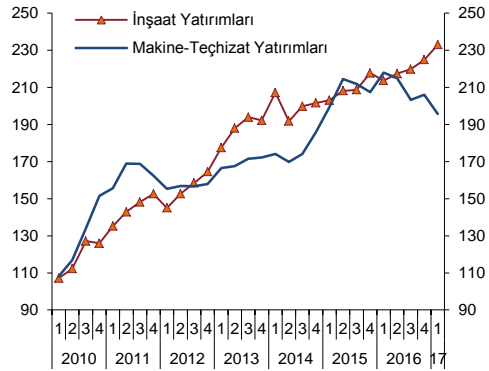
Özel Tüketim ve Kamu Tüketimi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

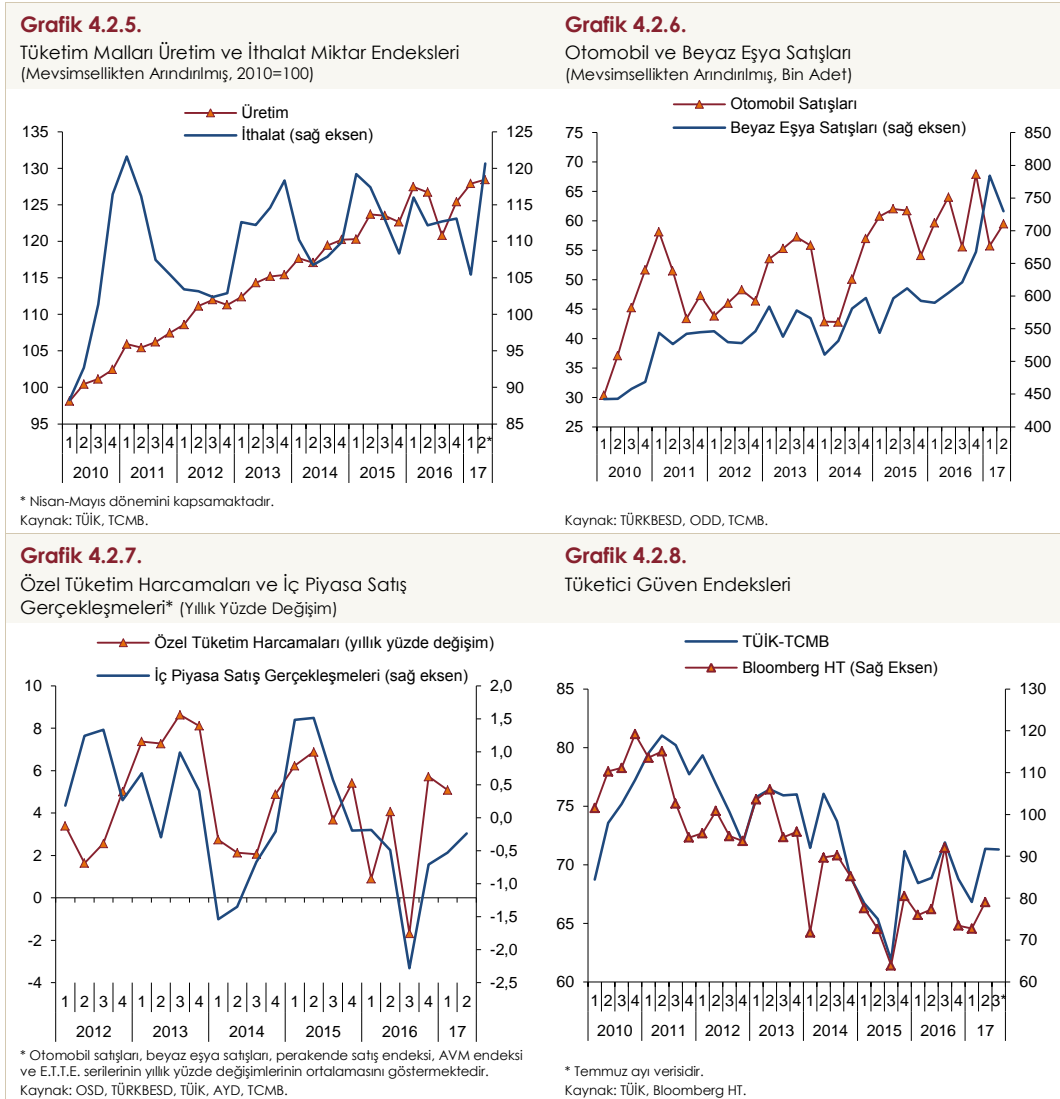
Grafik 4.2.4.

Makine-Teçhizat ve İnşaat Yatırımları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

2017 yılının ikinci çeyreğinde özel tüketim talebinin ithal mallara yönelik olarak güçlendiği görülmektedir. Nisan-Mayıs dönemi itibarıyla tüketim malları üretimindeki artış eğilimi devam ederken, ithalatında ilk çeyreğe kıyasla kuvvetli bir yükseliş gözlenmektedir (Grafik 4.2.5). 2017 yılı ilk çeyreğinde öne çekilen talebin etkisiyle önemli oranda gerileyen otomobil satışlarında ikinci çeyrekte yeniden artış gözlenmektedir. Beyaz eşya satışlarında ise ikinci çeyrek itibarıyla sınırlı bir zayıflama görülse de satışların 2016 yılına göre oldukça yüksek seviyede olduğu belirtilmelidir (Grafik 4.2.6). İkinci çeyreğe ilişkin satış verileri bir arada değerlendirildiğinde, özel tüketimin ikinci çeyrekte yıllık artışını sürdüreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.7). Ayrıca, ikinci çeyrekte tüketici kredilerindeki artış eğiliminin sürmesi ve güven endekslerinde gözlenen iyileşme tüketim talebinin güçleneceği yönünde sinyal içermektedir (Grafik 4.2.8).



Yatırımlara ilişkin göstergeler, yılın ikinci çeyreğinde ılımlı bir toparlanma sinyali vermektedir (Grafik 4.2.9). Belirsizliklerin azalması ve firmaların sabit sermaye yatırım eğilimindeki iyileşme de yatırım talebinde ilk çeyreğe kıyasla daha olumlu bir görünüm sunmaktadır (Grafik 4.2.10 ve Grafik 4.2.11). 2017 yılı ikinci çeyreğinde iç talepteki toparlanmayla birlikte ihracatçı sektörlerle kıyasla diğer sektörlerdeki firmaların yatırım beklentilerindeki iyileşmenin daha belirgin olması, iç talepteki toparlanmanın yatırımları destekleyici etkisine işaret etmektedir. İnşaat sektörüne girdi sağlayan sektörlerden metalik olmayan mineral maddeler ile kauçuk ve plastik ürünlerin üretimindeki artış eğiliminin Nisan-Mayıs döneminde sürmesi, ikinci çeyrekte inşaat yatırımlarındaki olumlu seyrin devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.12).

Grafik 4.2.9.

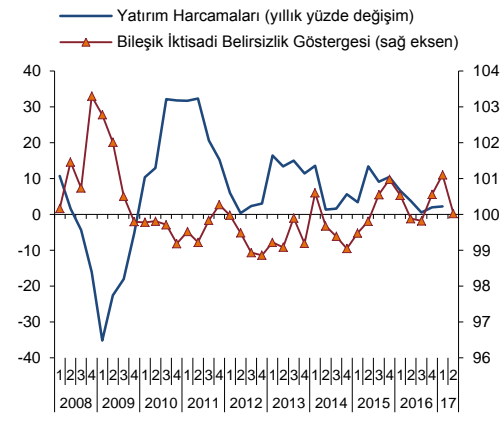
Yatırım Harcamaları ve Yatırım Harcamalarına İlişkin Göstergeler* (Yıllık Yüzde Değişim)



* Sermaye mali ile mineral maddeler üretimi ve ithalatı yıllık yüzde değişimi, ticari araç satışları yıllık yüzde değişimi, konut satışları yıllık yüzde değişimi, inşaat sektörü alınan siparişler, ticari kredi faiz oranı, YP cinsi ticari krediler yıllık yüzde değişimi ve kapasite kullanım oranı (imalat, hizmet, ticaret, inşaat) serilerinin ortalamasını göstermektedir.
Kaynak: TÜİK, TCMB, OSD.

Grafik 4.2.10.

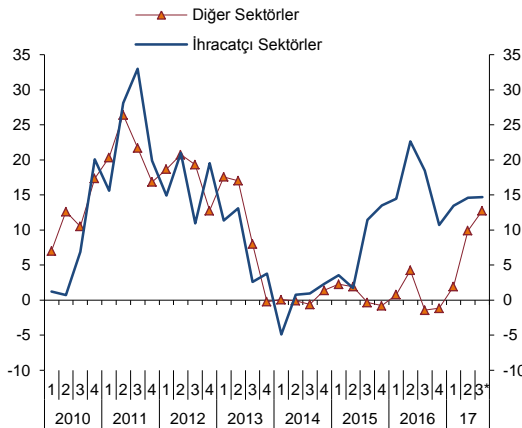
Yatırım Harcamaları ve Bileşik İktisadi Belirsizlik Göstergesi*



* Bkz. Enflasyon Raporu 2017-I, Kutu 4.1: Türkiye İçin Bir İktisadi Belirsizlik Göstergesi. Bileşik İktisadi Belirsizlik Göstergesi yatırımların ortalama iki çeyrekte öncülerdir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 4.2.11.

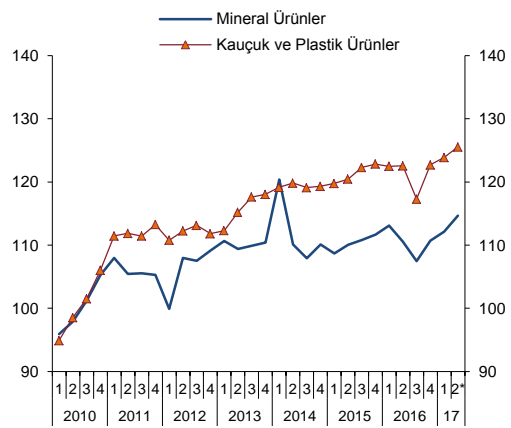
İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yukarı-Aşağı, Gelecek 12 Ay)



* Temmuz ayı verisidir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 4.2.12.

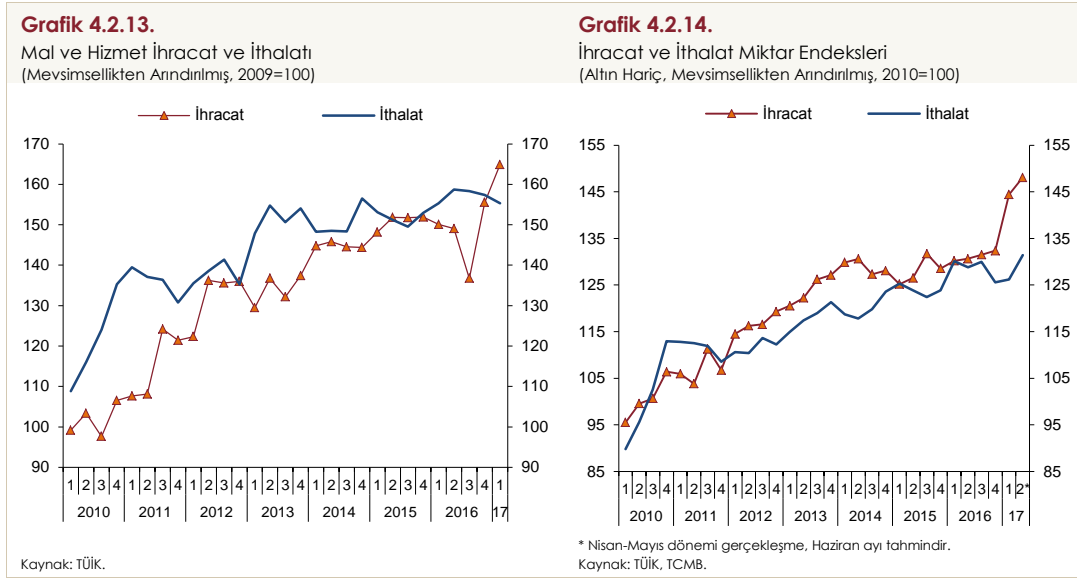
Mineral Maddeler ve Kauçuk ve Plastik Ürünler Üretim Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



* Nisan-Mayıs dönemini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK.

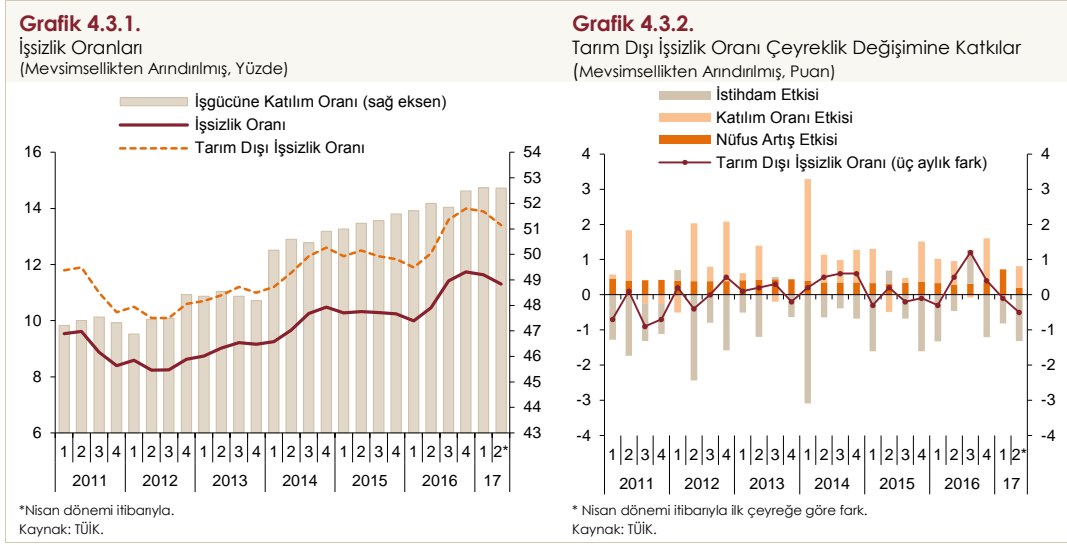
2017 yılı ilk çeyreğinde mal ve hizmet ihracatı güçlü artışını sürdürürken, ithalatı dönemlik bazda gerilemiştir (Grafik 4.2.13). Böylece, ilk çeyrekte net ihracat, çeyreklik büyümeye yüksek bir katkı yapmıştır. Dış ticaret ana eğilimini daha sağlıklı gösteren altın hariç miktar endeksleri, ikinci çeyrekte mal ihracatının kuvvetli seyrini koruduğuna, mal ithalatının ise bir miktar toparlandığına işaret etmiştir (Grafik 4.2.14). Başta AB bölgesi olmak üzere, küresel ekonomideki toparlanma eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği, ihracata olumlu katkı sağlamaktadır (Kutu 4.2). Bununla birlikte, iç talep ve ithalattaki toparlanmaya bağlı olarak, ikinci çeyrekte net ihracatın dönemlik büyümeye katkısının zayıflayacağı, yıllık büyümeye katkısının ise yüksek olacağı tahmin edilmektedir.

Özetle, 2017 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetteki toparlanma devam etmiş, yurt içi talepteki ivme kaybına karşılık net ihracat dönemlik büyümeye destek vermiştir. İkinci çeyreğe ilişkin göstergeler, ekonomideki toparlanmanın güç kazandığına ve sektörel yayılımının bir miktar daha arttığına işaret etmektedir (Kutu 4.1). Bu dönemde, iç talep ilk çeyreğe kıyasla daha güçlü seyretmekte ve mal ihracatında sektörler ve ülkeler geneline yayılan hızlı artışlar görülmektedir. Ayrıca, alınan tedbir ve teşvikler ile kamu yatırım harcamalarının da ikinci çeyrekte iktisadi faaliyeti destekleyeceği öngörülmektedir.

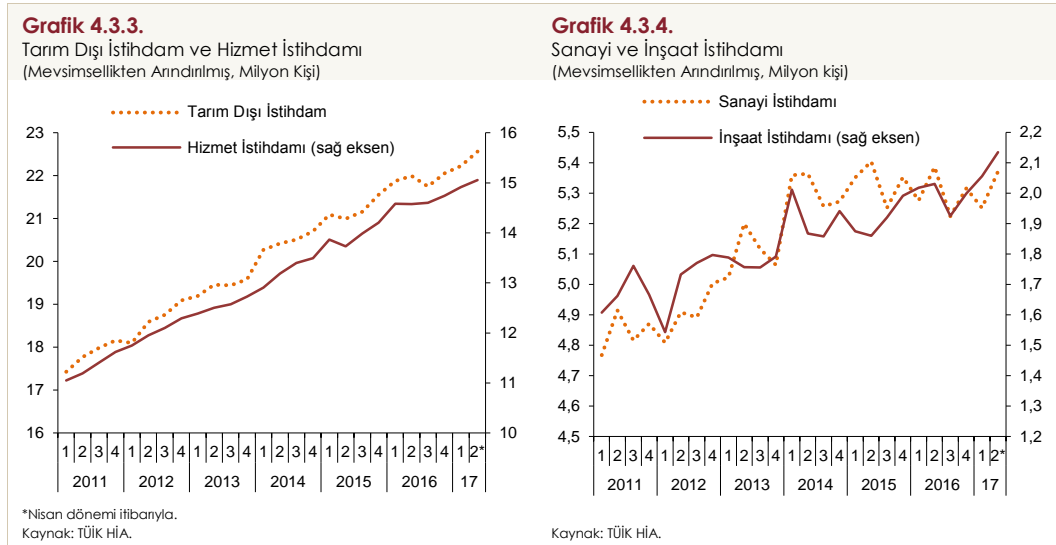


4.3. Emek Piyasası

İşsizlik oranlarında 2016 yılı genelinde gözlenen artış eğilimi 2017 yılıyla birlikte durmuş ve işsizlik oranları gerilemeye başlamıştır (Grafik 4.3.1). Yılın ilk çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış toplam işsizlik oranı, tarım dışı istihdamdaki artışlar neticesinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,1 puan azalarak yüzde 11,6 olmuştur. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın işgücü piyasasına yansımaları yılın ilk çeyreği itibarıyla nispeten sınırlı kalsa da ikinci çeyrekte toparlanmanın güç kazanması ve istihdam artışlarının sürmesiyle birlikte işsizlik oranlarındaki düşüş hızlanmıştır. Mart, Nisan ve Mayıs aylarını kapsayan Nisan döneminde mevsimsellikten arındırılmış toplam işsizlik oranı yüzde 11,3'e, tarım dışı işsizlik oranı ise yüzde 13,4'e gerilemiştir (Grafik 4.3.2).



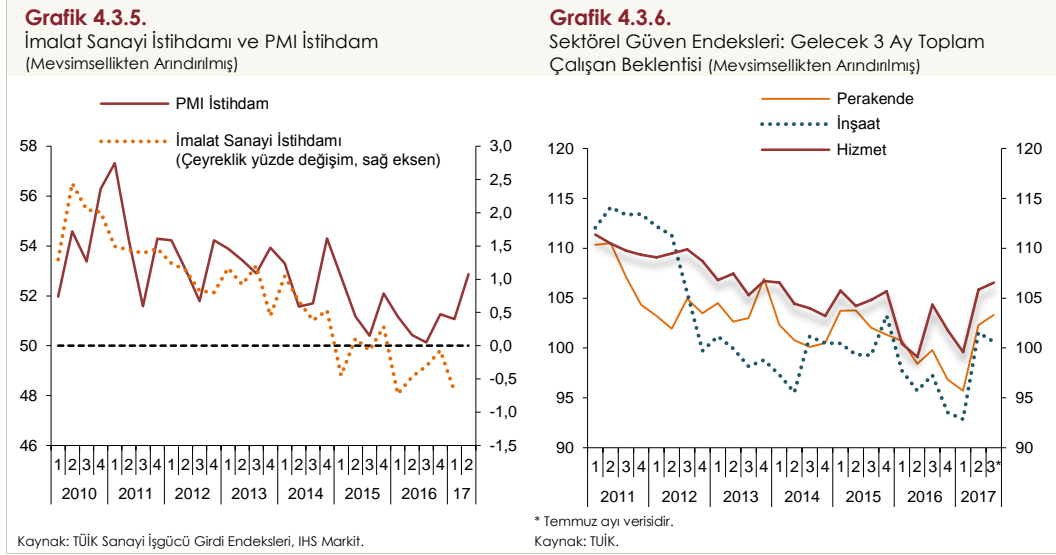
2017 Nisan döneminde tarım dışı istihdam ilk çeyreğe kıyasla yüzde 1,5 artış kaydetmiştir (Grafik 4.3.3). Bu artışa tüm ana sektörler katkı yapmıştır. Bu dönemde, sanayi ve inşaat istihdamı sırasıyla yüzde 2,3 ve yüzde 3,9 oranında artarak ön plana çıkmıştır (Grafik 4.3.4). Hizmet istihdamı ise daha ılımlı bir artış sergilemiştir.



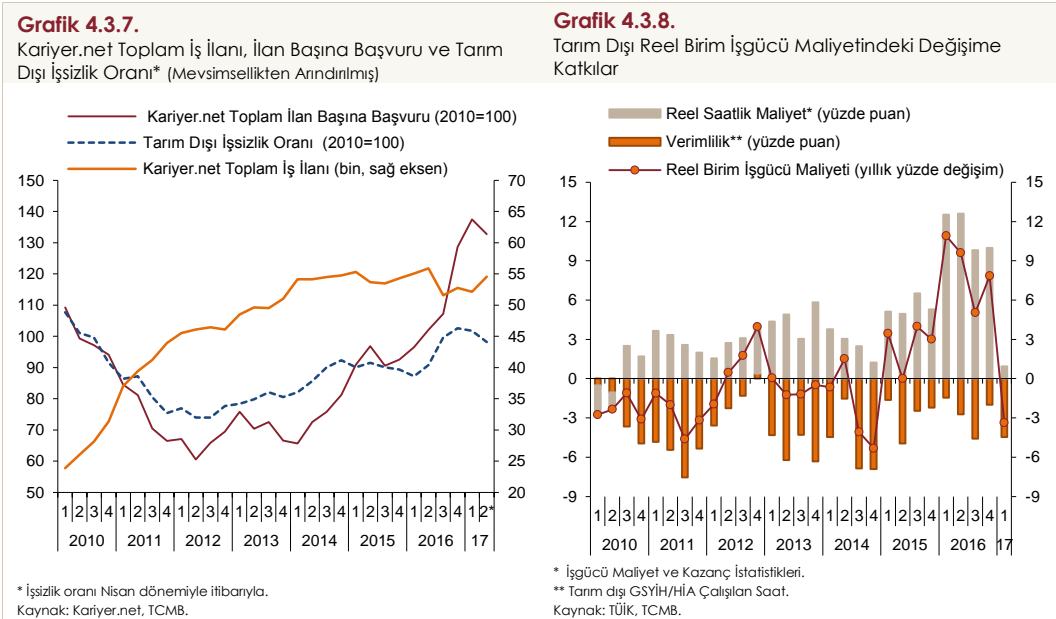
Öncü göstergeler, sektörler geneline yayılan istihdam artışlarının önümüzdeki dönemde de devam edebileceğine dair sinyaller içermektedir. PMI istihdam değeri, yılın ikinci çeyreğinde kayda değer bir ivme kazanarak imalat sanayi sektöründe ilk çeyrekte gözlenen istihdam kayıplarının telafi edilebileceğine işaret etmiştir (Grafik 4.3.5). Benzer şekilde, hizmet, perakende ve inşaat sektörlerine yönelik gelecek üç ay istihdam beklentilerinde de artış kaydedilmiştir (Grafik 4.3.6).

Kariyer.net internet sitesi tarafından sağlanan verilere göre, yeni iş imkânlarının durumunu yansıtan toplam iş ilanları verisinde ikinci çeyrekte toparlanma görülmektedir. Buna ek olarak, işsizlik

oranı ile yakın hareket eden ilan başına başvuru sayısında da 2015 yılı üçüncü çeyreğinden beri ilk kez çeyreklik bazda düşüş kaydedilmiştir (Grafik 4.3.7). Söz konusu öncü göstergeler ışığında istihdamdaki artışların ve işsizlik oranlarındaki düşüş eğiliminin sürmesi beklenmektedir.



2016 yılında yüksek oranlı asgari ücret ayarlamasının etkisi ve verimlilik artışının sınırlı kalmasıyla birim işgücü maliyetlerinde belirgin artışlar kaydedilmiş ve bu gelişme işverene devlet desteğine rağmen enflasyon üzerinde yukarı yönlü etki yapmıştır. 2017 yılında asgari ücret artışının (yüzde 8) geçen seneye kıyasla daha düşük olması ve devlet desteğinin 2017 yılında da sürerek işveren maliyet artışını sınırlandırması, ücret kaynaklı maliyet baskılarının bir önceki yıla kıyasla hafiflemesini sağlamıştır. Nitekim 2017 yılının ilk çeyreğinde, hizmet ve sanayi sektörlerinde reel birim ücretler bir önceki yılın aynı dönemine göre önemli bir oranda gerilemiştir (Grafik 4.3.8).



Özetle, 2017 yılı ile birlikte işgücü piyasasında 2016 yılında gözlenen bozulma durmuş, işsizlik oranlarında düşüş kaydedilmeye başlamıştır. Bu düşüş, ikinci çeyrekte sektörel yayılımı artan istihdam artışlarının etkisiyle ilk çeyreğe göre hızlanmıştır. Ekonomideki toparlanmanın güç kazanmasıyla birlikte önümüzdeki dönemde istihdam yansımalarının daha belirgin olması ve işsizlik oranlarındaki düşüş eğiliminin sürmesi beklenmektedir.

4.4. Genel Görünüm

Yakın dönemde açıklanan göstergeler, ekonomideki toparlanmanın güçlendiğine ve iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin zayıfladığına işaret etmiştir. Böylelikle, 2017 yılına ilişkin büyüme görünümü iyileşmiştir. Başta AB bölgesindeki olmak üzere küresel ekonomideki toparlanma eğilimi, turizm gelirlerinin görece olarak istikrara kavuşması, pazar çeşitlendirme esnekliği ve Türk lirasındaki birikimli değer kaybı ihracatı desteklemektedir.

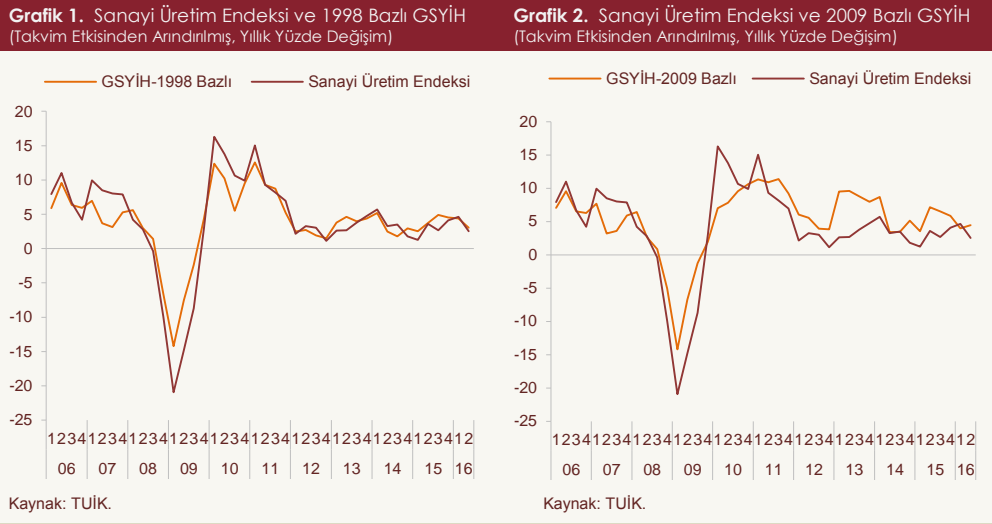
Yurt içi talebe yönelik tedbir ve teşvikler iç talebe çeşitli kanallardan destek vermektedir. Kredi Garanti Fonu desteğiyle kullanılan ticari krediler, istihdam teşvikleri, tüketici kredilerine yönelik makro ihtiyati destek, konut sektörüne sağlanan KDV desteği ile beyaz eşya ve mobilya sektörlerinde uygulanan vergi teşvikleri, ikinci çeyrek itibarıyla daha geniş yayımlı bir büyüme performansına katkı vermiştir. Ekonomideki toparlanmanın işgücü piyasasına yansımalarının belirginleşmesi ve finansal piyasalardaki oynaklığın azalmasıyla birlikte güven kanalı da büyümeyi desteklemektedir. Öte yandan, turizm gelirlerindeki toparlanmanın hızı, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler, 2017 yılı büyümesi üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

Geniş çaplı teşvik ve tedbirlerle bilançoları desteklenen firmalarda faaliyetin önümüzdeki dönemde de sağlıklı bir şekilde sürdürüleceği öngörülmektedir. Büyümenin istikrar kazanmasıyla, güçlenmekte olan istihdam artışları, gelir kanalından özel tüketim harcamalarını destekleyecektir. Yatırımların ise belirsizliklerin azalması ve güven ortamının pekişmesine bağlı olarak daha kademeli bir toparlama sergileyeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, verilen teşvik ve tedbirlerin bazı harcamaları öne çekmiş olabileceği, dolayısıyla verimlilik artışına yönelik yatırımların yanında istihdam imkânlarını genişletecek yeni yatırımların da önümüzdeki dönem istihdam ve büyüme görünümü açısından belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.

Kutu
4.1

Büyüme Tahminleri: Yeni Milli Gelir Serisi ile Bir Uygulama

TÜİK, 2016 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren 1998 bazlı milli gelir verileri yerine 2009 referans yıllı milli gelir verilerini yayımlamaya başlamıştır. TÜİK, yeni milli gelir serisinde Gelir İdaresi Başkanlığının verilerini girdi almaya başlamış ve hesaplamalarda kullanılan firma kapsamını genişletmiştir. Sonuç olarak, yeni verilerle birlikte milli gelirin gerek nominal seviyesi gerekse reel büyüme oranları yukarı yönlü güncellenmiştir. Ayrıca, milli gelirin hesaplanmasında yeni kalemlerin dâhil edilmesi milli gelir-sanayi üretimi ilişkisini görece zayıflatmış ve tahmin için ek göstergeler arayışına sebep olmuştur (Grafik 1 ve 2). Bu kutuda, yeni dönemde iktisadi faaliyete dair ne tür göstergelerin takip edilmesi gerektiği ve tahmin modellerinde hangi değişkenlerin kullanılmasının faydalı olacağı tartışılmaktadır.



Yeni milli gelir verisini takip ve tahmin etmede faydalı olabilecek göstergeleri belirlemek için geniş kapsamlı bir veri seti oluşturulmuştur.¹ Seriler beş ana başlık altında toplanmıştır: Reel göstergeler (273 seri), anketler (75 seri), finansal veriler (45 seri), fiyat istatistikleri (134 seri) ve bütçe istatistikleri (8 seri). Veri seti oluşturulurken, serilerin belirli dönüşümleri ve türetilmiş veriler de kullanılmıştır. Sonuç olarak, 535 farklı seriyi içeren ana veri seti, örnekleme uzunluğu ve durağanlık durumu gibi ölçütlere göre elenerek 379 değişkene indirilmiştir.

Bir göstergenin milli gelir tahmininde faydalı olup olmayacağı konusunda farklı istatistiklere bakılabilir. Stock ve Watson (2003) çalışmasında, X değişkeninin Y değişkenini tahmin etmede faydalı olup olmadığını anlamak için aşağıda sunulan denklem (1) çerçevesinde bir regresyon yapıp, β_1 parametresinin istatistiki anlamlılığına bakılabileceğini belirtmişlerdir. Bu çerçevede, istatistiki anlamlılığı test etmek için bu denklemde ortaya çıkan t-istatistiği kullanılabilir. Değerlendirmeye alınan 379 değişkenin, denklem (1) kullanılarak elde edilen regresyonlardaki t-istatistiklerinin yaklaşık 170 tanesi istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

$$Y_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 X_t + u_{t+h} \quad (1)$$

¹ Bkz. Günay ve Yavuz (2017).

Bununla birlikte, bir değişkenin tahmin başarısı için istatistiki anlamlılık kadar ekonomik anlamlılık da önemlidir. Stock ve Watson (2003), Denklem (1)'de kullanılan X değişkeninin ekonomik anlamlılığını görebilmek için R^2 değerine bakılabileceğini belirtmişlerdir. Bu göstergenin 1 değerine yaklaşması X değişkeninin Y değişkenindeki hareketin daha büyük kısmını açıkladığını göstermektedir. Milli gelir büyümesindeki hareketin en yüksek kısmını açıklayan değişken için bu değer 0,8 olarak hesaplanmıştır. 1998 bazlı milli gelir verilerinde, R^2 değeri ise 0,95'i geçmekteydi.

Tablo 1. Farklı Ölçütlere Göre Milli Gelirle İlişkisi En Yüksek 10 Değişken

	t-istatistiğine Göre (2006Ç1-2017Ç1)	R^2 Değerine Göre (2006Ç1-2017Ç1)	Örneklem Dışı Tahmin Performansına Göre (2011Ç1-2017Ç1)
Gösterge-1	PMI-Girdi Stoku	İhracat Payı >20 Sektörlerin Üretimi	İhracat Payı >20 Sektörlerin Üretimi
Gösterge-2	İhracat Payı >20 Sektörlerin Üretimi	İmalat Sanayi Üretim	İhracat Payı >40 Sektörlerin Üretimi
Gösterge-3	PMI-İstihdam	Sanayi Üretimi	İmalat Sanayi Üretimi
Gösterge-4	Sanayi Üretimi	İhracat Payı >40 Sek. Üretim	Sermaye Mali Üretimi
Gösterge-5	İhracat Payı >40 Sektörlerin Üretimi	İhracat Payı >20 & <40 Sektörlerin Üretimi	Sanayi Üretimi
Gösterge-6	İmalat Sanayi Üretim	İç Talep Ağırlıklı Sektörlerin Üretimi	Reel İthalde Alınan KDV
Gösterge-7	Sermaye Mali Üretim	Sermaye Mali Üretim	İhracat Payı >20 & <40 Sektörlerin Üretimi
Gösterge-8	İhracat Payı >20 ve <40 Sektörlerin Üretimi	Dış Talep Ağırlıklı Sektörlerin Üretimi	Dış Talep Ağırlıklı Sektörlerin Üretimi
Gösterge-9	Dış Talep Ağırlıklı Sektörlerin Üretimi	Fabrikasyon Metal Ürünleri Üretim	Fabrikasyon Metal Ürünleri Üretim
Gösterge-10	İç Talep Ağırlıklı Sektörlerin Üretimi	Makine ve Ekipman Üretim	Tüketim Malları Üretim

Tablo 1'de yeni milli gelir serisi ile ilişkisi en kuvvetli bulunan 10 göstergenin t-istatistiği ve R^2 değerleri sunulmaktadır. Farklı kıstaslara göre öne çıkan göstergeleri tabloda daha rahat takip edebilmek için her gösterge farklı renkte gösterilmiştir. Sonuçlar, sanayi üretiminin milli gelir ile ilişkisinin halen diğer göstergelere göre daha yüksek olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, doğrudan sanayi üretimi kullanmak yerine sektörlerin ihracat yapısına göre değerlendirilip ağırlıklandırılmasıyla elde edilen türetilmiş verileri kullanmanın analizlerde faydalı olabileceği görülmektedir. Örneğin, ihracat payı yüzde 20'nin üzerinde olan sektörlerle ilişkin üretim verilerinin kullanılması en yüksek R^2 değerini vermektedir.

İlk iki sütunda sunulan t-istatistiği ve R^2 temelli sonuçlar, dönem geneli için değişkenlerin milli gelir büyümesi ile olan ilişkisine dair fikir veriyor olsa da bu ilişkinin zaman içinde değişebileceğini göz önüne bulundurmamaktadır. Bir başka deyişle, β_1 parametresinin büyüklüğü ile istatistiki ve ekonomik anlamlılığı zaman içinde değişebilecektir. Bu çerçevede, Stock ve Watson (2003) değişkenlerin tahmin performansını değerlendirirken örneklem dışı tahmin performansının incelenmesinin faydalı olacağını belirtmişlerdir. Bu yöntemde, bu gösterge ile geçmiş veri kullanılarak tahmin yapılsaydı nasıl tahmin hataları ortaya çıkardı sorusuna cevap aranmaktadır. Bunun için tahminlerin değerlendirildiği dönemdeki çeyrekler için ardışık olarak regresyonlardan tahminler elde edilmektedir.

Tablo 1'de, son sütunda, tek değişkenli modeller kullanıldığında en iyi örneklem dışı tahmini veren 10 gösterge yer almaktadır. Sonuçlar, t-istatistiği ve R^2 değerlerine göre belirlenen göstergelerle en iyi tahmin

performansına sahip göstergelerin farklılaşabileceğine işaret etmektedir. Örneğin dahilde alınan reel KDV gelirleri serisi, t-istatistiği ve R² değerlerine göre oluşturulan en iyi 10 gösterge listelerinde yer almazken, örneklem dışı tahmin performansına göre listeye girmektedir. Sanayi üretimi ile ilgili göstergeler ise farklı ölçütlere göre oluşturulan üç listede de yer almaktadır. Bununla birlikte, Grafik 2'de görüldüğü gibi son yıllarda sanayi üretimi-millî gelir ilişkisinin zayıflamış olması tahmin hatalarının yüksek olmasına neden olmaktadır.

Yeni GSYİH verisi ile sadece sanayi üretimi kullanıldığında tahmin performansının yeterli olmaması nedeniyle, farklı alanlardan verilerin de tahmin modellerinde kullanılması faydalı olabilecektir. Bu çerçevede, büyüme tahminleri için üç değişkenli çok sayıda (yaklaşık otuz bin) model incelenmiştir. Tablo 2'de, farklı dönemlerde en iyi performans gösteren modellerde yer alan değişkenler sunulmaktadır. Tablo oluşturulurken, 2011Ç1-2017Ç1, 2011Ç1-2013Ç4 ve 2014Ç1-2017Ç1 dönemlerinde en iyi performans gösteren ilk 100 model tespit edilmiştir. Bu modellerde yer alan göstergeler listelenerek her bir dönem için en çok tekrar eden ilk 10 değişken tabloda gösterilmiştir. Bir göstergenin farklı dönemlerdeki en iyi modellerde görece sık tekrar ediyor olması, gösterge ile millî gelir büyümesi arasındaki ilişkinin istikrarlı olduğuna işaret edebilecektir.

Tablo 2: En İyi Performans Gösteren İlk 100 Modelde Yer Alan Değişkenlerin Sıklığı (İlk 10 Değişken İçin)

Dönem: 2011Ç1-2017Ç1	Kaç Modelde Yer Alıyor	Dönem: 2011Ç1-2013Ç4	Kaç Modelde Yer Alıyor	Dönem: 2014Ç1-2017Ç1	Kaç Modelde Yer Alıyor
Reel İthalde Alınan KDV	92	Reel İthalde Alınan KDV	65	Kağıt ve Kağıt Ürünleri.	73
İhracat Payı >20 Sektörlerin Üretimi	24	PMI-Girdi Stoku	53	İşlem Görmemiş Yakıt İthalatı	28
PMI-Girdi Stoku	20	PMI-İstihdam	15	İhracat Payı <20 Sektörlerin Üretimi	24
Kağıt ve Kağıt Ürünleri	18	Reel Vergi Gelirleri	15	Reel Vergi Gelirleri	19
İmalat Sanayi Üretimi	18	Katı Yakıtlar İthalatı	15	Reel İthalde Alınan KDV	19
PMI-İstihdam	13	İhracat Payı >40 Sektörlerin Üretimi	13	Bireysel Tahsilli Gecikmiş Alacak Oranı	18
İhracat Payı >40 Sektörlerin Üretimi	9	Tüketici Kredisi Faiz Değişimi	12	Ham Petrol ve Doğalgaz İthalatı	16
Tüketim Malları Üretimi	9	Dayanıklı Tüketim Üretimi	9	Dayaniksız Tüketim Üretimi	10
Reel Vergi Gelirleri	8	İhracat Payı >20 Sektörlerin Üretimi	8	Taşıt Üretimi	8
Tekstil Ürünleri Üretimi	8	Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretimi	8	Toplam Tahsilli Gecikmiş Alacak Oranı	8

Sonuçlara göre, ithalde alınan KDV ve reel vergi gelirleri göstergeleri en iyi modellerde oldukça sık yer almaktadır. Bunun sebebinin, yeni millî gelir hesaplamalarında firma verilerinin kullanılmaya başlaması olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde ekonomiyi izleme ve millî gelir tahmininde, vergi gelirlerini daha etkin kullanma yöntemlerinin araştırılması faydalı olabilecektir.

Tabloda dikkat çeken bir başka gözlem, 2011-2013 dönemi için tüketici kredisi faizindeki değişim, 2014-2016 dönemi için ise tahsilli gecikmiş alacaklar oranı serilerinin en iyi tahmini veren modellerde bulunmasıdır (Tablo 2). Bu gözlem, finansal koşulların büyüme tahminindeki açıklayıcı gücünün artmış olabileceğine işaret etmektedir. Ancak, değerlendirilen dönemin kısa olması nedeniyle, bu konuda daha sağlıklı çıkarımlar yapabilmek için daha uzun zaman serilerine ihtiyaç duyulduğu not edilmelidir. Mevcut analizler, millî gelir tahmininde finansal koşullara dair göstergelerin bilgi değerinin artmış olabileceğine işaret etmektedir.

Sanayi üretimine ilişkin verilerin kullanımı konusunda ise sektörel gelişmelerin daha yakından takip edilmesi gerektiğine yönelik bulgular elde edilmiştir. 2011-2013 döneminde ihracat payı yüzde 20'den fazla olan sektörler üretiminin çok değişkenli modellerde öne çıktığı, 2014Ç1-2017Ç1 dönemi için ise ihracat payı yüzde 20'den az olan sektörlerle ilişkin üretim verilerinin kullanılmasının önem taşıdığı görülmektedir. Bu gözlemler, talep kompozisyonuna göre (iç/dış talep) sanayi üretimi verilerinin tahmin modellerinde farklı şekilde kullanılmasının daha faydalı olabileceğini düşündürmektedir. Nitekim sektörel dağılıma göre aynı üretim değerinin farklı bir katma değer karşılığı olabilecektir.

Sonuç olarak, tek değişkenli ve üç değişkenli modellerden elde edilen bulgular, 2009 referans yıllık milli gelirin takibi ve tahmininde, bütçe verileri, finansal göstergeler ve sanayi üretimine dair sektörel detayların faydalı olabileceğine işaret etmektedir. Hâlihazırda TÜİK, sanayi üretimi, sanayi ciro ve perakende satışlar gibi kısa dönemli iş istatistiklerinin, Gelir İdaresi Başkanlığı ile SGK verileri kullanılarak 2018 yılında güncelleneceğini açıklamıştır. Bu istatistiklere dair milli gelire uyumlaştırma çalışmaları, önümüzdeki dönemde tahmin performansını olumlu etkileyecektir.

Kaynakça

- Günay, M. ve A.A. Yavuz, 2017, Milli Gelir Verilerindeki Güncelleme Sonrası Kısa Dönemli Tahmin Modellerinin Yenilenmesi, devam eden çalışma.
- Stock, J. ve M. Watson, 2003, Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices, *Journal of Economic Literature*, 41(3): 788-829.

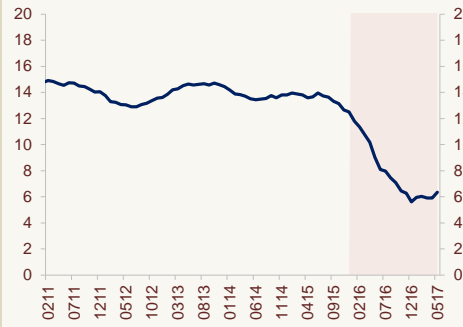
Kutu
4.2

Türkiye'nin İhracatının Dış Talep Şoklarına Dayanıklılığı: Yaş Meyve ve Sebze Örneği

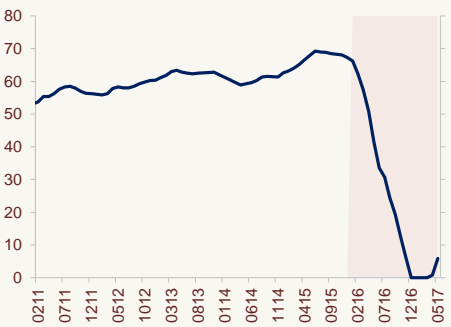
Küresel kriz sonrası dönemde, Türkiye'nin ihracatı, jeopolitik gelişmeler, düşen ham petrol fiyatları ile beraber enerji ihraç eden ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki yavaşlama ve AB borç krizi kaynaklı olarak dış talep şoklarına maruz kalmıştır. Ancak, söz konusu dış talep şoklarına rağmen, bu dönemde, Türkiye'nin ihracatı sürekli olarak artış eğiliminde olmuştur. Bu durum, ihracatçı firmaların, ürünlerini olumsuz talep koşullarının ve jeopolitik sorunların yaşandığı bir pazardan, söz konusu etkilerin görece az yaşandığı pazarlara kaydırarak olumsuz etkileri telafi edebildiklerine işaret etmektedir. Nitekim, AB kaynaklı dış talep koşullarının olumsuz seyrettiği 2008-2012 döneminde Türk firmaları krizden daha az etkilenen ODA ülkelerine yönelebilmştir. Aynı şekilde, Türkiye'nin jeopolitik sorunlar yaşadığı Rusya ve Irak'taki pazar payları 2014 yılından bu yana azalma eğiliminde iken, AB ülkelerindeki pazar payı 2014 yılı başından bu yana sürekli artmaktadır.² Bu kutuda Türkiye ihracatının dış talep şoklarına dayanıklılığı, Rusya'ya ihraç edilen yaş meyve ve sebze örneği üzerinden tartışılacaktır.

Bilindiği üzere 2015 yılı sonunda Rusya, Türkiye'den başta yaş meyve ve sebze olmak üzere bazı ürünlerin ithalatına kısıtlamalar getirmiştir. Rusya, meyve ve sebze ihracatında Türkiye'nin Almanya'dan sonra en büyük ticaret ortağıdır (Grafik 1). Meyve ve sebze ihracatında Rusya'nın pazar payı 2015 yılında yaklaşık yüzde 14 seviyesinde iken, bu oran 2016 yılında yüzde 6 seviyesine kadar düşmüştür. Söz konusu kısıtlamalardan en çok etkilenen ürünler arasında domates, üzüm, salatalık, şeftali, kayısı, soğan ve erik ön plana çıkmaktadır. Söz konusu ürünlerin Rusya'ya yapılan toplam meyve ve sebze ihracatı içindeki payı, kısıtlamalardan önceki dönemde yüzde 70 civarında iken, 2016 yılında bu oran sıfır olmuştur (Grafik 2).

Grafik 1: Meyve-Sebze İhracatında Rusya'nın Payı
(12 Aylık Birikimli, Yüzde)



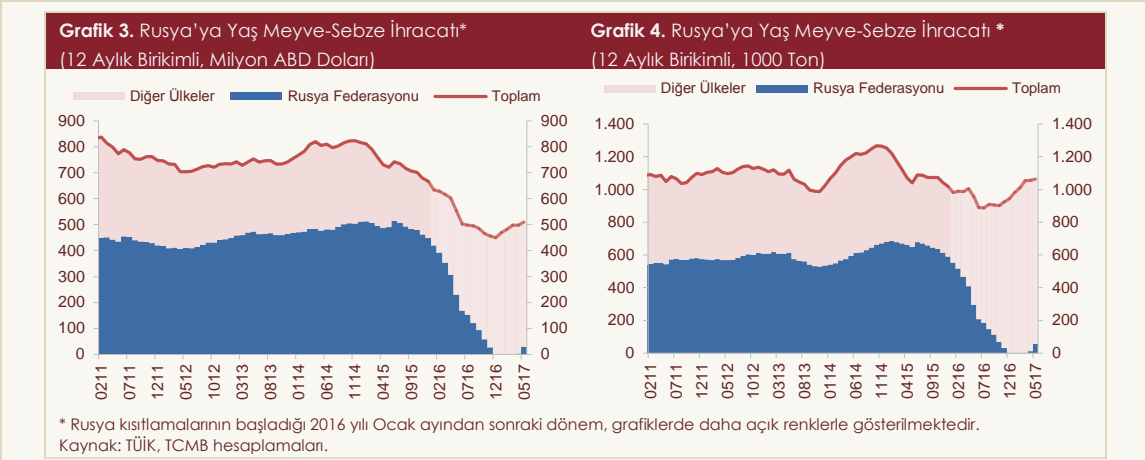
Grafik 2: Rusya'ya İhracatta Seçili Ürünlerin Payı*
(12 Aylık Birikimli, Yüzde)



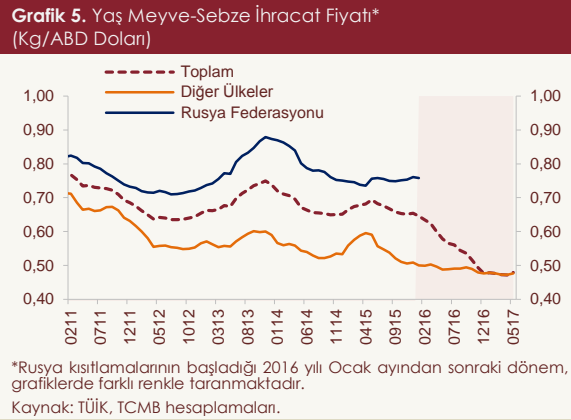
*Yaş meyve-sebze ihracatı; domates, üzüm, salatalık, şeftali, kayısı, soğan ve erik ürünlerini kapsamaktadır. Rusya kısıtlamalarının başladığı 2016 yılı Ocak ayından sonraki dönem, grafiklerde farklı renkle taranmaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB hesaplamaları.

Grafik 3 ve 4, seçili ürünlerde Türkiye'nin Rusya ve diğer ülkelere yaptığı ihracatı sırasıyla cari fiyatlar ve miktar olarak göstermektedir. 2015 yılı Aralık ayında, Türkiye'nin seçili ürünlerdeki 667 milyon ABD doları tutarındaki yıllık ihracatının 450 milyon ABD doları (yüzde 67'si) Rusya'ya gerçekleştirilmiştir. Yaptırımların başladığı 2015 yılı Aralık ayı ve sonrasında Rusya'ya yapılan yıllık ihracat hızlı bir şekilde azalmış ve 2016 yılı Aralık ayı itibarıyla sıfıra inmiştir. Aynı dönemde, Türkiye'nin seçili ürünlerdeki toplam yıllık ihracatında ise 217 milyon ABD doları düşüş kaydedilmiştir. Cari fiyatlarla değerlendirildiğinde, Rusya kaynaklı düşüşün yarısından fazlasının diğer ülkelere yapılan ihracatın arttırılmasıyla telafi edildiği gözlenmektedir.

² Daha detaylı analiz için "Son Dönemde Türkiye'nin İhracat Pazar Paylarındaki Farklılaşma", Enflasyon Raporu, 2016-1, Kutu 4.1



İhracat talebine gelen söz konusu şokun olumsuz etkilerinin hangi ölçüde telafi edildiğinin daha iyi anlaşılması için, miktar olarak yıllık ihracat gelişmelerinin ele alınması gerekmektedir. 2015 sonu itibarıyla seçili ürünlerde Türkiye'nin toplam ihracatı yaklaşık 1 milyon ton düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu miktarın, yaklaşık yüzde 60'ı Rusya'ya yapılan ihracattan oluşmaktadır. Yaptırımlar sonucunda Rusya'ya yapılan yıllık ihracatın 2016 yılı Aralık ayında tamamen durmasına karşın, toplam yıllık ihracat neredeyse değişmemiştir. 2011-2015 döneminde toplam ihracatın seyirinde belirgin bir değişiklik olmadığı göz önüne alındığında, yıllık ihracatta gözlenen Rusya kaynaklı düşüşün tamamına yakınının diğer ülkelere yapılan ihracatın artırılması yoluyla karşılandığı gözlenmektedir.



Miktar olarak Türkiye'nin seçili ürünlerdeki ihracatının, söz konusu talep kaynaklı şoka dayanıklılığının yüksek olduğu görülmektedir. Buradan, kısıtlamalar sonrası dönemde cari fiyatlarla toplam yıllık ihracatta gözlenen düşüşün fiyat değişimlerinden kaynaklandığı sonucuna varılmaktadır. Seçili ürünlerde Rusya'ya yapılan ihracatın birim değeri tarihsel olarak diğer ülkelere kıyasla yüksektir. Bu çerçevede, Rusya'ya yapılan ihracatın sona ermesi sonucu ihracatçıların diğer ülkelere yönelmesi seçili ürünlerdeki ihracat fiyatlarını aşağıya çekmiştir (Grafik 5).

Sonuç olarak, Rusya'nın Türkiye'den yaş meyve ve sebze ürünleri ithalatına getirdiği kısıtlamalara rağmen Türkiye'nin miktar cinsinden toplam yaş meyve ve sebze ürünleri ihracatı değişmemiştir. Bu durum, yaş meyve ve sebze örneğinde ihracatçı firmaların karşılaştığı negatif dış talep şoklarının etkilerini mevcut veya yeni pazarlara yönelerek telafi edebildiklerine işaret etmektedir. Diğer taraftan, 2017 yılında Rusya'nın ilgili ürünlerdeki kısıtlamaları tedrici olarak kaldırması ile beraber gerek bu ülkeye ihracatın gerekse toplam yaş meyve ve sebze ihracatının miktar ve değer cinsinden artması beklenmektedir.

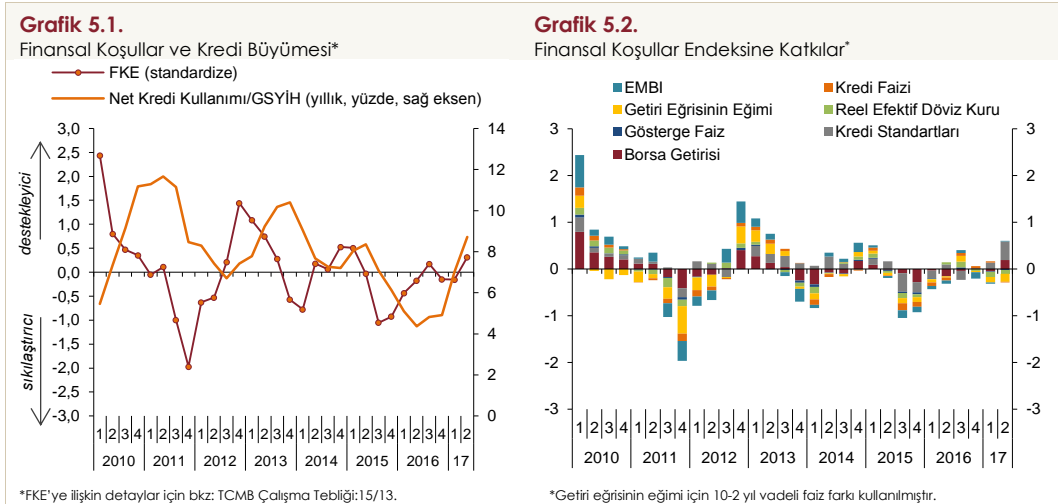
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Son dönemde, küresel oynaklıkların düşük seyri ve yatırımcıların yüksek risk iştahı ile birlikte Türkiye'ye yönelen portföy girişleri güçlü seyrini sürdürmüştür. Portföy girişleri, 2017 yılının ilk iki ayında hisse senedi piyasası kaynaklı olurken, Mart ayından itibaren hem hisse senedi hem de DİBS piyasasında geçmiş yıllar performansının üzerinde güçlü girişler gözlenmiştir.

2017 yılının ilk yarısında, finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri sayesinde, kredi büyümesindeki canlanma devam etmiştir. KGF kapsamındaki kredi kullanımlarının Mart ayı ile birlikte hızlanmasının etkisiyle son dönemde Türk lirası cinsinden ticari kredi büyümesi ivme kazanmıştır. Ancak, KGF teminatlı kredilerde, tanımlanan limitin önemli bir kısmının hâlihazırda kullanılmış olması ve öne çekilen firma kredi talebinin de büyük ölçüde karşılanmış olması nedeniyle, Haziran ayı itibarıyla kredi büyümesi üzerindeki etkinin azalmaya başladığı görülmektedir. Önümüzdeki dönemde kredi büyümesinin dengeli bir patikada hareket etmesi beklenmektedir.

TCMB'nin gerçekleştirdiği güçlü parasal sıkılaştırma sebebiyle getiri eğrisinin eğimi negatif seyretilmektedir. TCMB'nin enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı duruşu koruyacağı yönündeki iletişimi ve fonlamanın büyük ölçüde tek bir kalemden (GLP) yapılması para politikası belirsizliğini azaltmaktadır. Para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle, uzun vadeli enflasyon beklentileri ve döviz kuru oynaklıklarında gerileme eğilimi devam etmiştir.

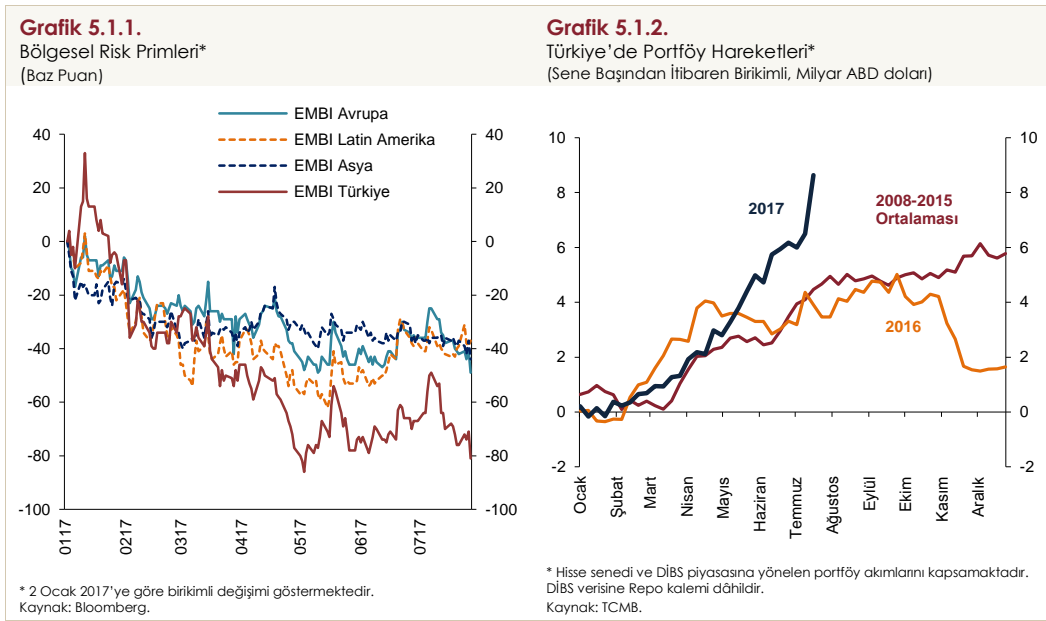
Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir yansıması olarak düşünülebilecek Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılının ikinci çeyreğinde finansal koşulların iktisadi faaliyeti destekleyici bir konuma geldiğine işaret etmektedir (Grafik 5.1). İkinci çeyrekte, kredi standartları ve borsa getirisi endekse destekleyici yönde katkı verirken, EMBI'nin katkısı sınırlı ölçüde pozitif yönde olmuştur. Söz konusu dönemde kredi faizi ve gösterge faizin katkısı yatay seyretilmiş; getiri eğrisinin eğimi ve reel kur ise endeksi aşağı yönlü etkilemiştir (Grafik 5.2).



5.1. Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

2017 yılında, küresel büyümedeki toparlanma sinyalleri ve gelişmiş ülkelerin para politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması, gelişmekte olan ülkelere dair risk algılamalarını olumlu yönde etkilemiş; uluslararası portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu dönemde, Türkiye'nin ülke risk primi diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). Türkiye'ye yönelen portföy akımları ise, sene başından bu yana birikimli olarak, geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkmıştır (Grafik 5.1.2). Yılın ilk iki ayında portföy girişleri hisse senedi piyasası kaynaklı olurken, Mart ayından itibaren DİBS piyasasında da güçlü girişler gözlenmesi bu olumlu performansa katkı sağlamıştır.

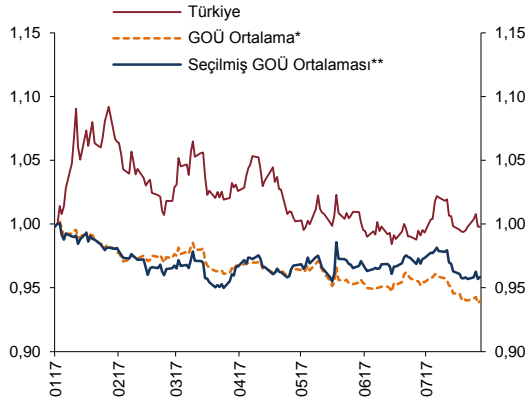


Döviz Kurları

Gelişmekte olan ülke para birimleri küresel risk iştahındaki döngülere paralel bir hareket izlemiş, sene başına göre ABD doları karşısında değer kazanmıştır (Grafik 5.1.3). Türk lirası ise 11 Ocak'tan itibaren TCMB'nin uyguladığı parasal sıkılaştırmanın etkisiyle, geçmiş dönem kayıplarını büyük ölçüde geri almıştır. Küresel risk iştahındaki olumlu seyre bağlı olarak, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarında da düşüş eğilimi gözlenmiştir (Grafik 5.1.4). Son dönemde, sıkı para politikasının da etkisiyle, Türkiye'nin ima edilen döviz kuru oynaklığındaki gerileme eğilimi, diğer gelişmekte olan ülkelerekinden daha güçlü olmuştur.

Grafik 5.1.3

TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



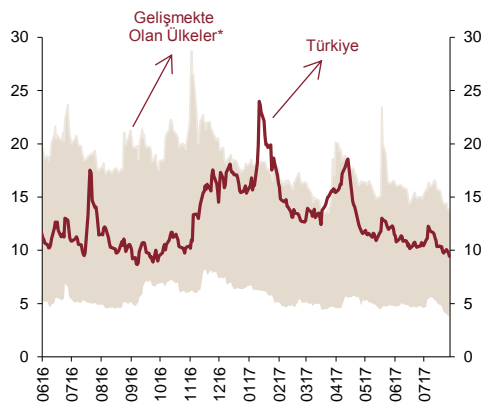
* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şii ve Türkiye yer almaktadır.

** Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, ve Hindistan yer almaktadır.

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.4

Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, Yüzde)



* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şii yer almaktadır.

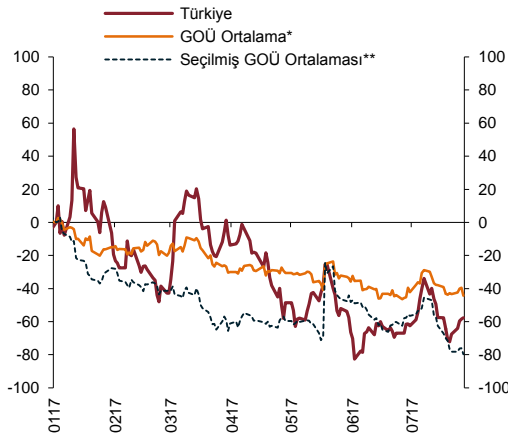
Kaynak: Bloomberg.

Piyasa Faizleri

Sene başından bu yana, gelişmekte olan ülkelerdeki piyasa faizleri üzerinde, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair beklentiler ile ülkelerin makroekonomik görünümü temel belirleyiciler olmuştur. Olumlu seyreden küresel risk iştahının ve para politikası faiz indirimlerinin etkisiyle pek çok ülkede piyasa faizleri hem kısa hem de uzun vadelerde düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Türkiye'de ise TCMB'nin parasal sıkılaştırma adımlarının etkisiyle, piyasa faizleri kısa vadelerde artış göstererek, diğer gelişmekte olan ülkelere yukarı yönlü ayrılmıştır. Türkiye'de uzun vadeli piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülkelere benzer ölçüde düşüş kaydetmiştir.

Grafik 5.1.5.

Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri*** (Baz Puan)



* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şii ve Türkiye.

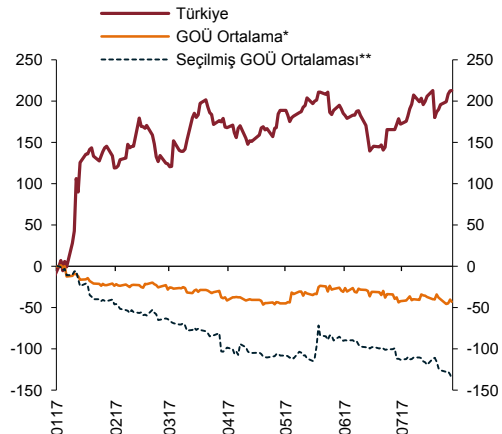
** Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Güney Afrika ve Hindistan.

*** 2 Ocak 2017'ye göre birikimli değişimi göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6.

Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri*** (Baz Puan)



* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şii ve Türkiye.

** Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Güney Afrika ve Hindistan.

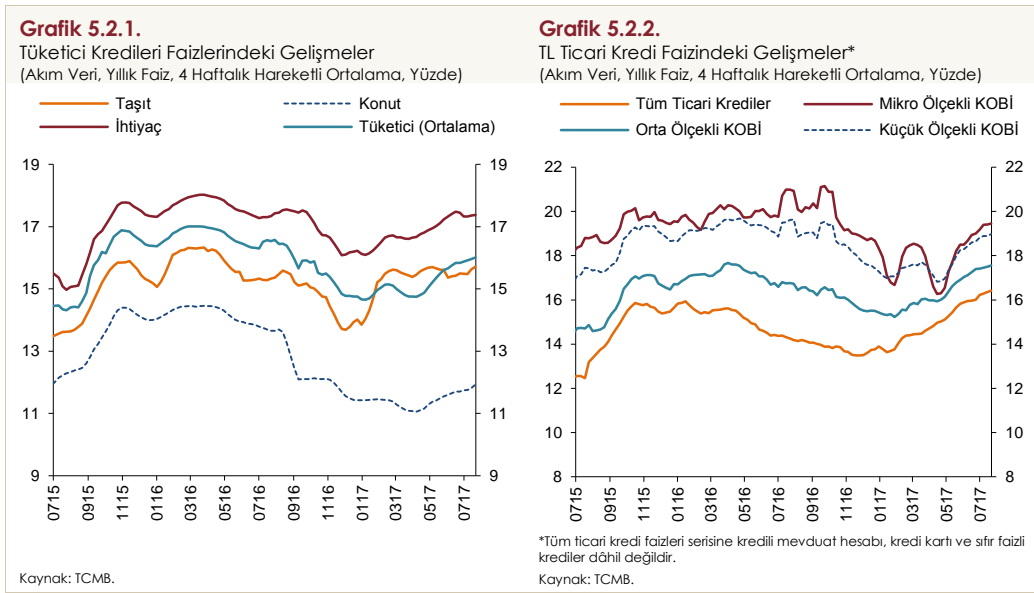
*** 2 Ocak 2017'ye göre birikimli değişimi göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg.

5.2. Kredi Koşulları

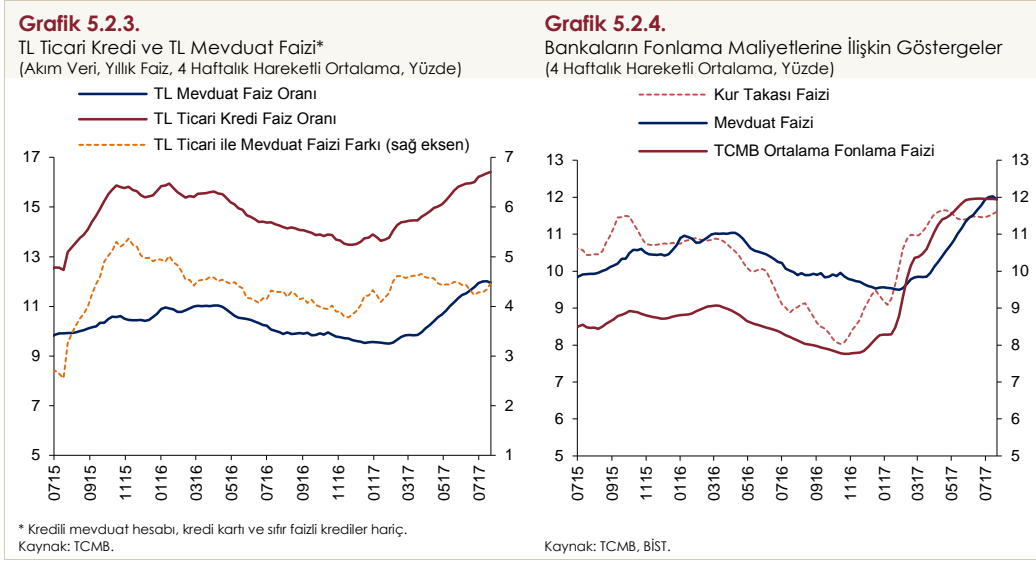
Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

İkinci çeyrekte, iktisadi faaliyet büyümesine ilişkin olumlu görünüm ve kamu kredi garanti desteği sayesinde bankaların kredi verme iştahı devam etmiş; 2017 yılı başından bu yana tüketici kredisi ve ticari kredi faizlerinde ılımlı bir artış eğilimi izlenmiştir (Grafik 5.2.1 ve Grafik 5.2.2). Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana konut ve ihtiyaç kredisi faizlerinde sınırlı artışlar, taşıt kredisi faizlerinde ise yatay bir seyir gözlenmiştir. 21 Temmuz 2017 itibarıyla, ortalama tüketici ve ticari kredi faizleri, sırasıyla, yüzde 16 ve yüzde 16,4 olarak gerçekleşmiştir.



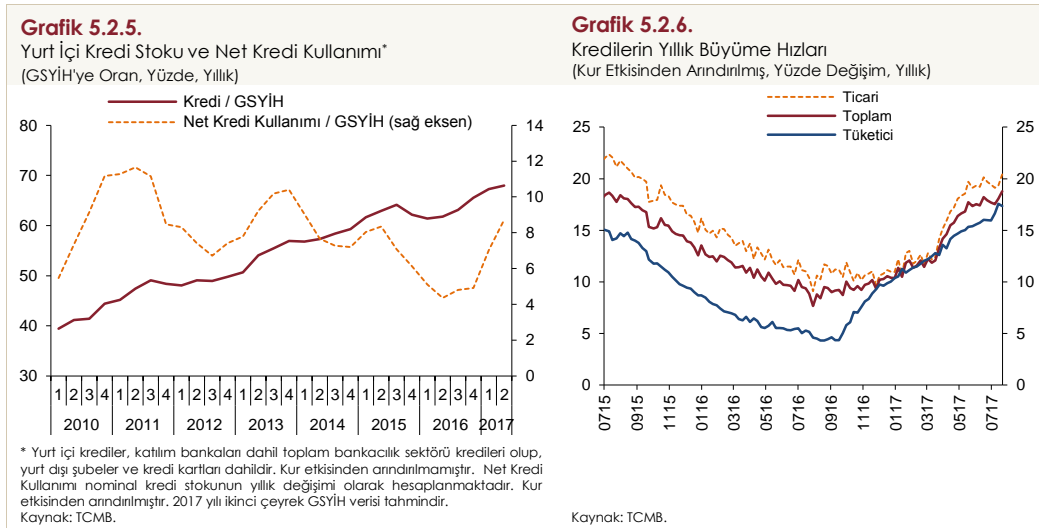
Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana artış kaydetmiştir. Benzer bir hareket ticari kredi faiz oranında da görülmüş olup, kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır (Grafik 5.2.3).

2017 yılının ikinci çeyreğinde artış gösteren mevduat faizleri, bankaların mevduat dışı Türk lirası fonlama maliyetlerine yakınsamıştır (Grafik 5.2.4). Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, mevduat faizleri 127 baz puan artarken, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti 15 baz puan yükselmiştir. Kur takası faiz oranları ise yataya yakın seyretmiştir. Son haftalarda mevduat faiz artışının durduğu gözlenmiştir.



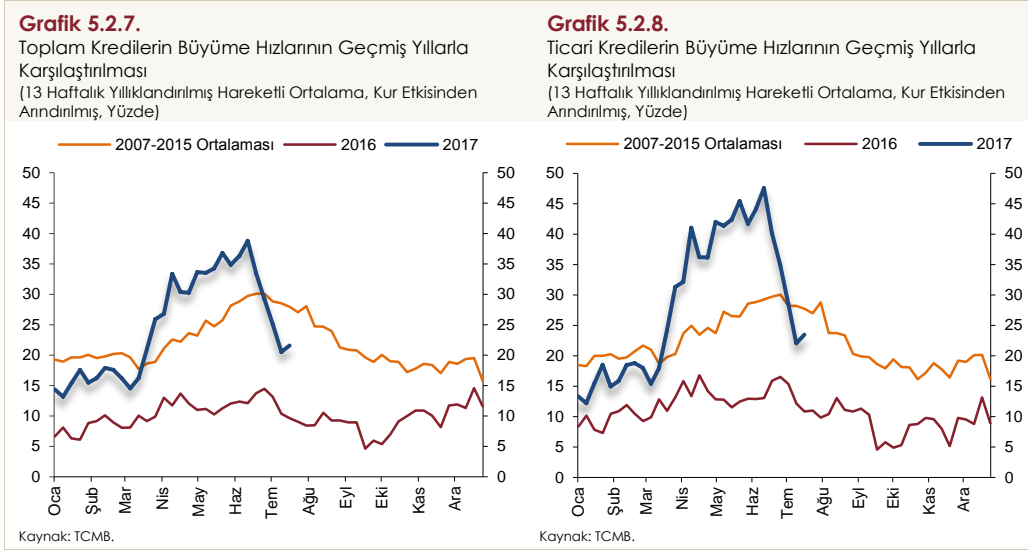
Kredi Hacmi

2017 yılının ilk yarısında, finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar ile kamu maliyesi tedbir ve teşvikleri sayesinde, kredi büyümesindeki canlanma devam etmiştir. Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı, yılın ikinci çeyreğinde de artış kaydederek yüzde 8,7 seviyesine yükselmiştir (Grafik 5.2.5).

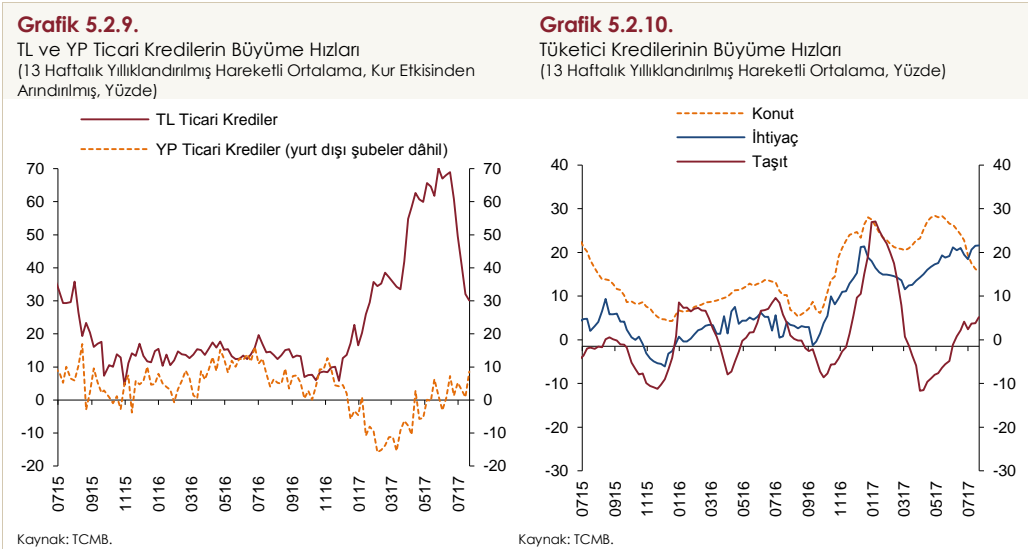


2017 yılı ikinci çeyreğinde, tüketici güvenindeki olumlu seyir ve makro ihtiyati teşviklerin etkisiyle tüketici kredilerindeki artış eğiliminin sürdüğü görülmektedir. Buna ek olarak, KOSGEB kredileri ve Hazine destekli Kredi Garanti Fonu kefalet imkânı gibi teşviklerin etkisiyle ticari kredi büyümesi de yükseliş kaydetmeye devam etmiştir. Bu çerçevede, finansal olmayan kesime kullanılan, kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin yıllık büyümesi artarak yaklaşık yüzde 18,8 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.6). 2016 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren artış eğiliminde olan toplam kredilerin büyüme

oranı, 2017 yılının ikinci çeyreği boyunca, ticari krediler kaynaklı olarak geçmiş yıllar ortalamasının üstünde seyretmiştir (Grafik 5.2.7). Ancak KGF destekli kredilerin önceden belirlenen sınırlara yaklaşması neticesinde, Haziran ayı ortasından itibaren Türk lirası cinsinden ticari kredi büyümesinde gözlenen dengelenme, toplam kredi büyümesine de yansımış ve toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 21 Temmuz 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 21,6 olarak gerçekleştirilmiştir.



2017 yılının Mart ayında hızlanan ticari kredi büyüme oranı, tarihsel ortalamasına göre daha yüksek seviyelere çıkmış; Haziran ayı ortasından itibaren gerileyerek Temmuz ayında tarihsel ortalamasının altına inmiştir (Grafik 5.2.8). Ticari kredi büyümesinde Mart-Haziran döneminde yaşanan artışın, kamu teşviklerinin etkisiyle, Türk lirası cinsi ticari kredilerdeki ivmelenmeden kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bununla birlikte, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme oranı, yabancı para fonlama maliyetlerindeki artış ve zayıf seyreden yatırım iştahı nedenleriyle sene başından itibaren düşük seyretmektedir. İkinci çeyrekte, yabancı para kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı, baz etkileri ve döviz kurunun istikrarlı seyriyle beraber bir miktar artış kaydetmiştir.



Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, 2017 yılının ikinci çeyreğinde konut ve ihtiyaç kredilerindeki güçlü eğilimin devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.10). Tüketici kredileri içerisinde en büyük paya sahip olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı söz konusu çeyrekte güçlü seyretmekle birlikte Haziran ayı başından itibaren geçmiş yıllar ortalamasının altına düşmüş ve 21 Temmuz 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 15,5 olmuştur. İhtiyaç kredileri büyümesi yılın ikinci çeyreğinde ivme kazanmış ve yıllıklandırılmış büyüme oranı yüzde 21,6 olarak gerçekleşmiştir. Taahhüt kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı da mevsimsel hareketlerle uyumlu olarak bir miktar artmış ve 21 Temmuz 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 5,2 olmuştur.

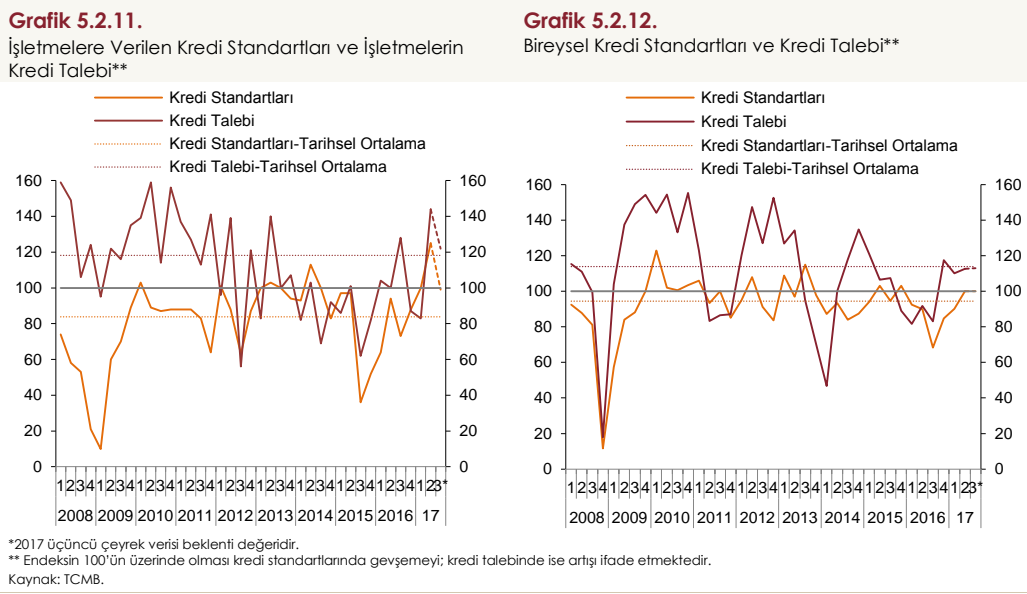
Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçları incelendiğinde, KOSGEB kredileri ve Hazine destekli KGF kefalet imkânı gibi ticari kredilere dair teşviklerin 2017 yılı ikinci çeyrekte bankaların kredi standartlarına yansıdığı görülmektedir. Söz konusu çeyrekte bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartlar gevşemiş ve tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.11). Söz konusu standartlara ölçek, vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında da benzer bir durum gözlenmektedir. Ölçek ayırımında incelendiğinde, 2017 yılı ilk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de KOBİ kredilerine ilişkin standartlardaki gevşemenin büyük işletmelere göre daha belirgin olduğu izlenmektedir. Vade cinsi ayırımında bakıldığında, kısa vadeli kredilere ilişkin standartlardaki gevşemenin, para cinsi ayırımında bakıldığında ise TL cinsi kredilere ilişkin standartlardaki gevşemenin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Kredi standartlarını etkileyen faktörler incelendiğinde, ankette bahsi geçen tüm etkenlerin standartlara gevşetici yönde katkıda bulunduğu gözlenmiştir. Bankalar, bu çeyrekte, işletmelere ilişkin kredi standartlarını gevşetici yönde etkileyen en önemli etkenler olarak, endüstri/firma ve ekonomiye ilişkin algı, talep edilen teminatlara ilişkin riskler ve diğer bankaların rekabetini belirtmiştir. Bu durum bankaların belirsizlik algısında azalmaya, risk iştahında artışa ve sektör rekabet koşullarında iyileşmeye işaret etmektedir. İşletmelere kullandırılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara bakıldığında ortalama krediler üzerindeki kâr marjı ve teminat ihtiyacının gevşetildiği, daha riskli krediler üzerindeki kâr marjının ise sıkılaştırıldığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, işletmelerin kredi talebinin yılın ikinci çeyreğinde belirgin şekilde yükseldiğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). Ölçek ve vade cinsi bazında da benzer bir durum söz konusu olmakla birlikte TL cinsi kredi talebinde önemli bir artış, YP cinsi kredi talebinde ise düşüş gözlenmektedir. Borcun yeniden yapılandırılması ve stok artırımını ihtiyacı kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmekle birlikte sabit yatırımlar kredi talebini azaltıcı yönde etkilemiştir. Bunlara ek olarak, iç finansman ihtiyacı da bu dönemde işletmelerin kredi talebini artırıcı yönde etkilemiştir.

2017 yılı üçüncü çeyreğe ilişkin beklentilere göre işletmelere verilen kredilerin standartlarında ilave bir gevşeme beklenmemektedir (Grafik 5.2.11). Beklentilerde ölçeğe göre bir farklılaşma görülmektedir. Öte yandan, uzun vadeli ve yabancı para cinsi kredilerde sıkılaşma öngörülmektedir. İşletmelerin kredi talebinde ise tarihsel ortalamalara yakın düzeyde artışın devam etmesi beklenmektedir.



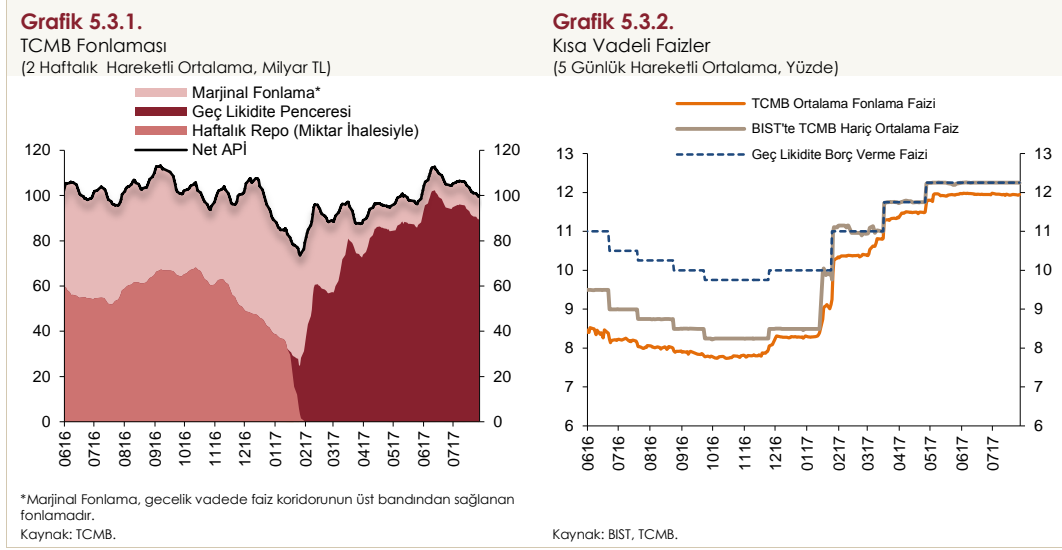
Bireysel kredilere yönelik yanıtlara göre, 2017 yılı ikinci çeyrekte, kredi standartlarında değişim olmadığı ancak tarihsel ortalamasına göre standartların bir miktar gevşek olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.12). Bireysel kredi talebi ise söz konusu çeyrekte tarihsel ortalama ile uyumlu bir artış kaydetmiştir. Tüketici kredileri alt kalemlerinde, konut ve ihtiyaç kredisi talep endekslerinde yükseliş görülmektedir. Konut kredisi talebini etkileyen faktörler incelendiğinde, konut piyasasına ilişkin beklentiler, tüketici güveni, vergi ve fonlar, diğer finansman kaynakları talebi artırıcı yönde etkilemiştir. İhtiyaç kredilerinde, tüketici güveni ve bireysel tasarruflar talebi artıran, krediler üzerindeki vergi ve bunun gibi yükler talebi azaltan temel faktörler olmuştur.

2017 yılı üçüncü çeyrekte bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının değişmeyeceği, bireysel kredi talebinin ise tarihsel ortalama ile uyumlu bir düzeyde artış göstereceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

5.3. Para Politikası Uygulamaları

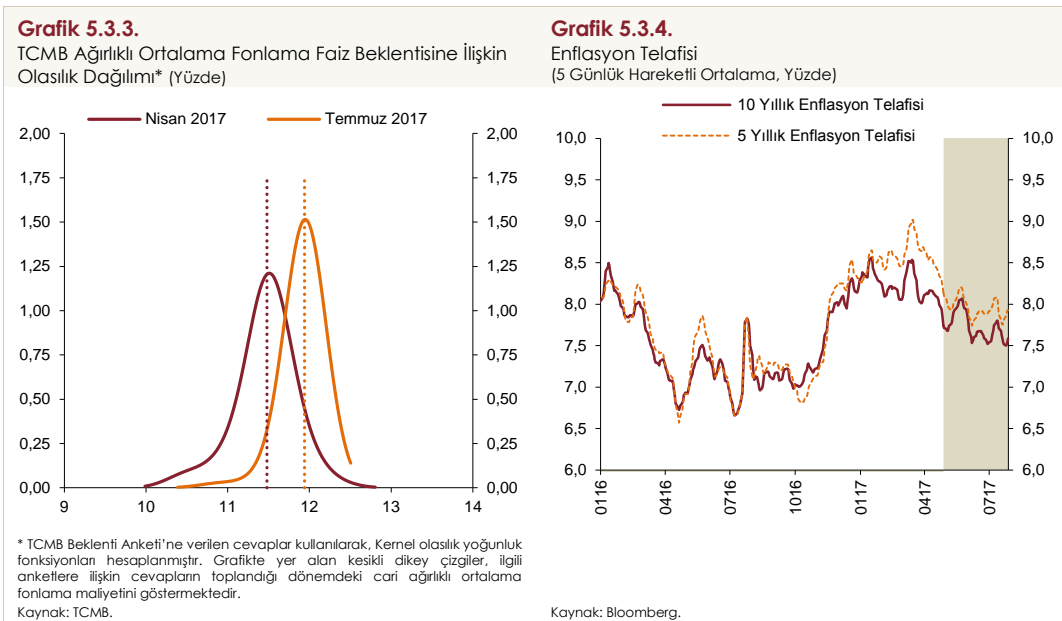
Piyasa Gelişmeleri

2017 yılının Ocak ayı ortasından itibaren bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş, marjinal fonlama kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek daha büyük bir bölümü GLP'den sağlanmıştır (Grafik 5.3.1). Mevcut Rapor dönemi boyunca da fonlamanın büyük kısmı GLP'den yapılmaya devam edilmiş, fonlama kompozisyonu yatay seyretmiştir.

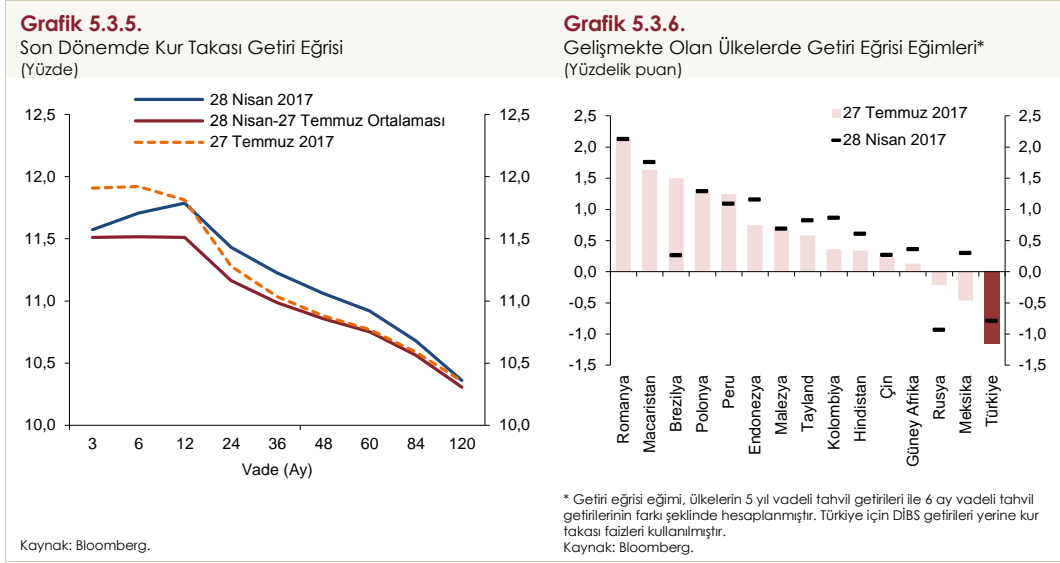


Likidite politikasındaki değişikliklerle birlikte, Ocak, Mart ve Nisan aylarındaki PPK toplantılarında GLP faizlerinin artırılması sonucu TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi de yükselmiştir. BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz GLP borç verme faizine yakın seyretmektedir (Grafik 5.3.2).

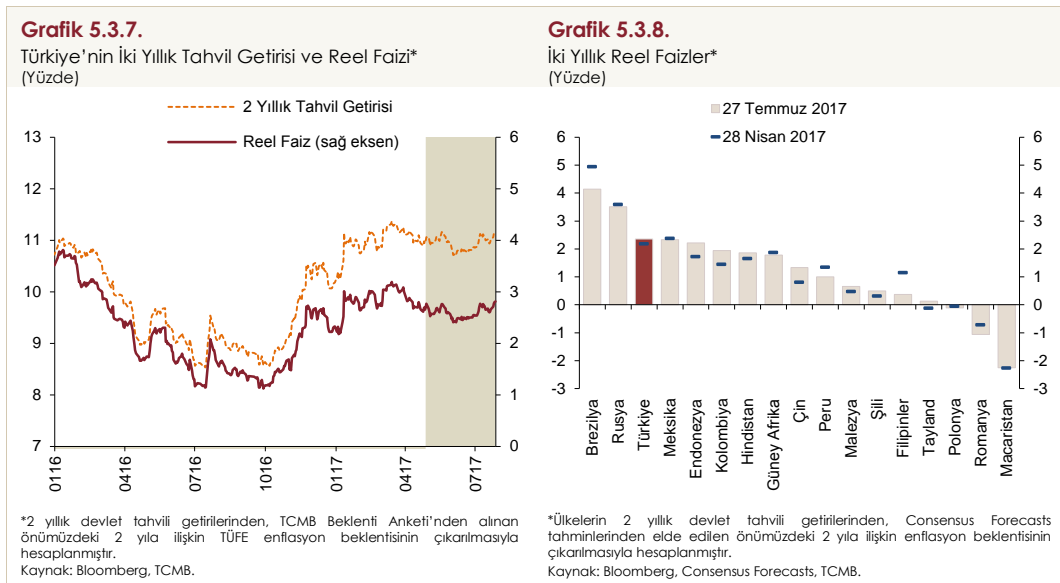
TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizine ilişkin beklenti dağılımı, Temmuz ayında, Nisan ayına kıyasla daha düşük beklenti oynaklığı ima ederken; beklentinin orta noktası, Temmuz ayında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinde değişiklik olmasının beklenmediğine işaret etmektedir (Grafik 5.3.3). Bu dönemde TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu koruması piyasalardan elde edilen enflasyon beklentisi göstergeleri üzerinde etkili olmuş, uzun vadeli enflasyon telafileri kademeli olarak gerilemeye devam etmiştir (Grafik 5.3.4).



TCMB'nin sıkı para politikası duruşu ve küresel risk iştahının olumlu seyri sonucunda, orta ve uzun vadeli kur takası getirilerinde bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar gerileme gözlenmiştir (Grafik 5.3.5). Böylece kısa vadeli kur takası getirileri uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Kutu 5.1, farklı vadelerdeki kur takası getirilerinin para politikası sürprizlerine verdiği tepkiyi analiz etmektedir). Mevcut Rapor döneminde, Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmuştur (Grafik 5.3.6).



Son dönemde iki yıl vadeli tahvilin getirisinde yataya yakın bir seyir gözlenmiştir (Grafik 5.3.7). İki yıl vadeli enflasyon beklentilerinde belirgin bir değişiklik olmaması sonucu iki yıllık reel faizler bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki seviyelerinde gerçekleşmiştir. Türkiye, iki yıl vadeli reel faiz sıralamasında gelişmekte olan ülke ortalamasının üzerinde yer almaktadır (Grafik 5.3.8).



Para Politikası Tepkisi

Ocak ayında döviz kurlarında yaşanan oynaklık ve bu durumun enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi, 2017 yılının ilk çeyreğinde, para politikası kararlarında belirleyici olmuştur. Söz konusu dönemde, döviz kuru gelişmeleri enflasyona dair yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Bu nedenle, Ocak ayı PPK toplantısında enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmış; hem marjinal fonlama oranı hem de GLP uygulaması çerçevesinde, borç verme faiz oranı yükseltilmiştir. Buna ek olarak, bu gelişmelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri de alınmıştır. Bu çerçevede, bir hafta vadeli repo ihalesi açılmamış, marjinal fonlama kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek artan bir kısmı GLP'den sağlanmaya başlanmıştır. Ayrıca, TCMB döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlayacak önlemler de almıştır. Bu amaçla, TCMB, yabancı para zorunlu karşılık oranlarını indirmiş, Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasasını açmıştır. Mart ayı itibarıyla, iktisadi faaliyette gözlenen ılımlı eğilime rağmen Türk lirasındaki birikimli değer kaybına bağlı olarak ortaya çıkan maliyet baskıları, enflasyonda belirgin bir yükselişe yol açmıştır. Bunun yanı sıra, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak, kısa vadede enflasyondaki yükselişin devam edeceği öngörülmüştür. Bu gelişmeler sonucunda, Mart ayı PPK toplantısında, GLP borç verme faiz oranı yüzde 11'den yüzde 11,75'e yükseltilmiştir. Yılın ilk çeyreğinde alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmaktan döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Nitekim, alınan bu tedbirler sonucunda, döviz kuru oynaklığı, enflasyon telafisi ve risk primi gibi finansal göstergelerde iyileşme gözlenmiştir.

Nisan ayına gelindiğinde küresel finansal koşullarda görece iyileşme gözlenmekle birlikte, döviz piyasasındaki hareketlilik kısmen devam etmiştir. Diğer taraftan, söz konusu dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmış ve geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi etmiştir. Finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, kamu teşvikleri ve tedbirleri sayesinde kredi koşulları canlanmaya başlamıştır. Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın da etkisiyle yükselen enflasyonun fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğu değerlendirilmiştir. Nisan ayı PPK toplantısında, parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiş ve GLP borç verme faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 12,25'e yükseltilmiştir.

Haziran ayından bu yana küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma eğiliminin devam ettiği gözlenmektedir. Küresel ekonomiye dair büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesi ve düşen oynaklıklar risk iştahını desteklemektedir. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere portföy akımları güçlü seyrine devam etmiştir. Kredi Garanti Fonu desteği sayesinde ticari kredi büyümesi artış kaydetmiş; alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyet güçlenmiştir. Ayrıca, para politikasındaki sıkı duruş ile birlikte döviz kuru oynaklıkları düşüş eğilimini sürdürmüş ve risk primi olumlu seyretmiştir. Bununla birlikte PPK, fiyatlama davranışlarındaki risklere dikkat çekerek Haziran ve Temmuz aylarında sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiş ve politika faiz oranlarını sabit tutmuştur.

TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

Kutu
5.1

Para Politikasının Kur Takası Piyasası Faizlerine Aktarımı

Kur takası piyasası Türkiye'de bankaların bilanço içi yabancı para pozisyon açıklarını kapatmak ve Türk lirası likidite ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla kullandıkları bir piyasadır. Son yıllarda, bankaların kur takası işlem hacimleri ve dolayısıyla söz konusu piyasanın parasal aktarım mekanizmasındaki önemi de artmıştır. Bu çerçevede, bu kutuda, farklı vadelerdeki kur takası piyasası faizlerinin politika faizi sürprizlerine tepkisi tahmin edilmektedir.

Kutuda, para politikasının çeşitli vadelerdeki kur takası piyasası faizlerine aktarımı iki alt dönemde incelenmektedir. Söz konusu dönemler:

- Türkiye'de büyük ölçüde geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan 2005-2010 yılları arası,
- Faiz ve likidite politikalarına ek olarak, finansal istikrarı gözeten araçların da sıklıkla kullanıldığı 2011 yılı ve sonrasıdır.

Farklı vadelerdeki kur takası piyasası faizlerinin politika faiz sürprizlerine tepkisini ölçerken PPK duyurulannın yapıldığı günlerde günlük faiz değişimleri ile vaka analizi tahmin yöntemi kullanılmaktadır.¹ Para politikası sürprizi bir ay vadeli forward faizin baz puan olarak günlük değişimi şeklinde hesaplanmaktadır.² Kısa vadeli faizlerin farklı vadelerdeki kur takası piyasası faizleri üzerine etkisini gösteren ampirik bulgular, Tablo 1'de yer almaktadır. Sonuçlar, kur takası piyasasına para politikası aktarımının her iki alt dönemde de (Mart 2005-Aralık 2010 ve Ocak 2011-Nisan 2017) güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim tüm katsayılar yüzde bir düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Her iki dönemde de çeşitli vadelerdeki kur takası faizleri kısa vadeli faizdeki değişimlere aynı yönde ve benzer ölçüde tepki vermektedir. Beklendiği gibi bu tepkinin düzeyi vade uzadıkça kademeli olarak düşmekte, dolayısıyla politika faizi arttığında getiri eğrisinin eğimi azalmaktadır.

Türkiye'de faiz aktarımını inceleyen çalışmalar genellikle DİBS piyasasının tepkisine odaklanmaktadır. Söz konusu çalışmalar, politika faiz kararları sürprizlerinin çeşitli vadelerdeki DİBS piyasası faizleri üzerinde güçlü etkisi olduğunu bulmaktadır. Bu kutudaki bulgular, DİBS piyasasında olduğu gibi, bankaların Türk lirası finansman ihtiyaçlarını karşıladıkları önemli bir piyasa olan kur takası piyasasında da politika faiz aktarımının güçlü olduğunu göstermektedir. Bu durum incelenen her iki alt dönem için de geçerlidir.

¹ Vaka analizi, ilgili yazında piyasa faizlerinin para politikası duyurularına verdiği yüksek frekanslı tepkileri analiz etmekte en sık kullanılan yöntemdir. Teknik detaylar için bkz. Duran ve diğerleri (2012).

² Duran ve diğerleri (2012) politika faiz sürprizlerini bir ay vadeli DİBS faizini kullanarak ölçmektedir. Bu çalışmada bir ay vadeli forward faizin kullanılmasının nedeni son yıllarda kısa vadeli DİBS piyasasında işlem hacminin düşmesi ve çoğu gün istenen vadede kağıda ilişkin faize ulaşılamamasıdır.

Tablo 1. Kur Takası Piyasasında Politika Faiz Aktarımı*

Vade (Ay)	Mart 2005-Aralık 2010	Ocak 2011-Nisan 2017
6	-	0,746 (0,050)
12	0,592 (0,048)	0,564 (0,049)
24	0,460 (0,048)	0,489 (0,045)
36	0,434 (0,050)	0,421 (0,044)
48	0,350 (0,048)	0,395 (0,044)
60	0,184 (0,052)	0,311 (0,047)
84	0,309 (0,044)	0,251 (0,051)
120	0,245 (0,044)	0,220 (0,052)

* Standart sapma değerleri ilgili katsayının altında ve parantez içinde verilmektedir. Mart 2005-Aralık 2010 döneminde 6 ay vadeli kur takası faizi serisine ulaşamadığından, söz konusu vadeye ilişkin katsayı sadece Ocak 2011-Nisan 2017 dönemi için raporlanabilmektedir.

Kaynakça

Duran, M., G. Özcan, P. Özlü ve D. Ünalımsı, 2012, Measuring the Impact of Monetary Policy on Asset Prices in Turkey, Economics Letters, 114(1): 29-31.

6. Kamu Maliyesi

2017 yılının ilk yarısında maliye politikası, uygulamaya konan tedbir ve teşviklerin yanı sıra kamu yatırım ve tüketim harcamaları kanalıyla iktisadi büyümeyi desteklemiştir. Reel sektöre finansal destek sağlamak ve yatırımı, istihdamı ve ihracatı canlandırmak amacıyla alınan tedbir ve teşvikler kapsamında yapılan harcamalar ile Ocak, Şubat ve Mart aylarına ilişkin sigorta prim ödemelerinin yılın son çeyreğine ertelenmesi gibi geçici destekler, yılın ilk yarısında bütçe açığının artmasına neden olmuştur. Ancak, iktisadi faaliyetlerdeki canlanmayla birlikte artması beklenen vergi gelirleri ve geçici önlemlerin ortadan kalkmasıyla birlikte yılın ikinci yarısında bütçe açığındaki artışı sınırlayacağı değerlendirilmektedir.

2017 yılının ilk yarısında kamunun artan harcamaları ve uygulanan geçici önlemler sonucunda hızlı bir şekilde artan bütçe açığının finansmanı, daha çok dış borçlanma olmak üzere iç ve dış borçlanma ile karşılanmıştır. 2017 yılının ilk yarısı itibarıyla iç borç çevirme oranının geçen yıllara göre belirgin bir şekilde artarak yüzde 114,3 seviyesine yükselmesine karşın küresel risk iştahının yüksek olması ve yabancıların iç borç stoku içindeki payının artması sonucunda, iç borçlanma faiz oranlarındaki yükseliş sınırlı kalmıştır (Kutu 6.1).

OVP çerçevesinde, 2017 yılında, cari harcamaların kontrol altına alınacağı ve büyümenin esas olarak kamu yatırımları yoluyla destekleneceği bir maliye politikası görünümü belirlenmiştir. Son dönemde uygulamaya konan tedbir ve teşvik paketinin mali etkilerine bağlı olarak, 2017 yılı bütçe açığının, OVP hedefinin bir miktar üzerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

2017 yılının ilk yarısında, merkezi yönetim bütçe dengesi, 25,2 milyar TL açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 1,8 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Bu dönemde, bütçe performansı, bütçe harcamalarındaki yüksek artış hızı ve vergi gelirlerindeki ılımlı artış oranı nedeniyle, geçen yılın aynı dönemine göre belirgin bir bozulma kaydetmiştir.

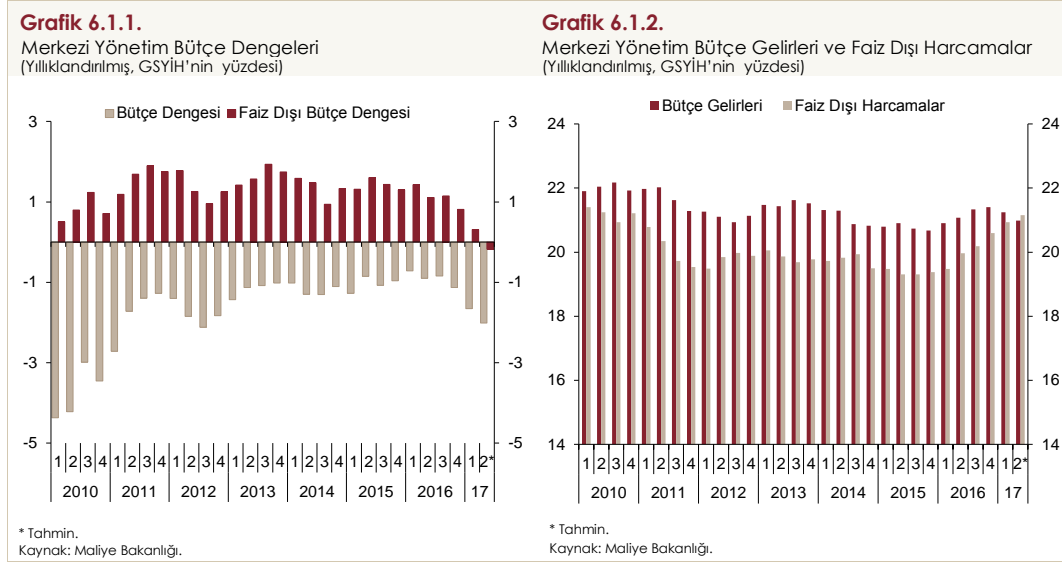
Söz konusu dönemde, vergi gelirleri, 2016 yılının aynı dönemine göre yüzde 13,6 oranında ılımlı bir artış kaydederken, vergi dışı gelirlerdeki yüzde 13,3 oranındaki gerilemenin etkisiyle merkezi yönetim bütçe gelirleri artışı yüzde 8,8 oranında kalmıştır. Öte yandan, 2017 yılının ilk yarısında, faiz dışı bütçe harcamaları yüzde 20,2 oranında artarak bütçe gelirlerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve faiz dışı fazlanın geçen yıla göre önemli oranda azalmasına yol açmıştır.

Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2016	Ocak-Haziran 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	273,9	324,4	18,5	50,3
Faiz Giderleri	26,4	27,0	2,3	46,9
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	247,5	297,4	20,2	50,6
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	275,0	299,2	8,8	50,0
I. Vergi Gelirleri	216,6	246,1	13,6	48,1
II. Vergi Dışı Gelirler	47,3	41,0	-13,3	56,0
Bütçe Dengesi	1,1	-25,2	-	-
Faiz Dışı Denge	27,5	1,8	-93,6	16,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yılının ilk yarısı itibarıyla, merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2016 yılının aynı dönemine göre yaklaşık olarak 1 puan civarında artarak, yüzde 2 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.1). Aynı dönemde, faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının ise geçen yılın ilk yarısına göre 1,3 puan azalarak, yüzde -0,2 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının, 2016 yılında girdiği hızlı artış eğiliminin 2017 yılının ilk yarısında da devam ettiği gözlenmektedir. Nitekim, bu oranın, 2017 yılının ilk yarısı itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre 1,2 puan artarak yüzde 21,2 seviyesine yükseldiği öngörülmektedir (Grafik 6.1.2). Bu gelişme, büyük ölçüde, cari transfer harcamalarındaki artış eğiliminden kaynaklanmıştır. Aynı dönemde, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2016 yılı sonunda vergi gelirlerine yönelik yapılan düzenlemelerin ve vergi dışı gelirlerdeki yavaşlamanın etkisi ile yüzde 21 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

2017 yılının Ocak-Haziran dönemine ilişkin veriler, merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarında, geçen yılın aynı dönemine göre kaydedilen yüzde 20,2 oranındaki yüksek artışta, özellikle cari transferler, sermaye giderleri ile mal ve hizmet alım giderlerinin belirleyici olduğuna işaret etmektedir (Tablo 6.1.2). Cari transferlerde gözlenen yüksek artış hızında, sosyal güvenlik açık finansmanı, hane halkına yapılan transferler ve işveren sigorta primindeki 5 puan indirim etkili olmuştur. Cari harcamaların en önemli bileşeni olan personel giderlerinin artış hızının ise görece olarak düşük kaldığı gözlenmektedir. Yatırım harcamaları olarak değerlendirilen harcama kalemlerinden sermaye giderleri ve sermaye transferlerinin geçen yılın aynı dönemine göre artış hızları ise sırasıyla yüzde 33,5 ve yüzde 52,5 olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılı bütçesinde, kamunun büyümeye özellikle yatırımlar yoluyla katkı yapması beklenmektedir.

Tablo 6.1.2.Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2016	Ocak-Haziran 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Dışı Bütçe Giderleri	247,5	297,4	20,2	50,6
1. Personel Giderleri	76,9	81,8	6,4	50,3
2. SGK Devlet Primi Giderleri	12,5	13,4	6,8	49,3
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	22,4	26,4	18,1	50,7
4. Cari Transferler	111,3	143,8	29,2	57,7
a) Görev Zararları	2,5	2,5	2,9	35,3
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	52,6	76,0	44,5	65,2
c) Tanımsal Destekleme Ödemeleri	8,3	8,2	-0,3	64,1
d) Gelirden Ayrılan Paylar	30,4	34,5	13,5	49,3
e) Hane Halkına Yapılan Transferler	5,2	8,3	60,0	61,8
5. Sermaye Giderleri	15,7	21,0	33,5	31,7
6. Sermaye Transferleri	2,9	4,4	52,5	40,9
7. Borç Verme	5,8	6,6	15,1	51,3

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yılının Ocak-Haziran döneminde, merkezi yönetim genel bütçe gelirlerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,8 oranında arttığı görülmektedir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde, vergi gelirleri yüzde 13,6 oranında ılımlı bir artış göstermiştir. Söz konusu artışta, 2017 yılının ilk yarısında özel tüketim harcamalarında gözlenen kısmi toparlanmayla birlikte, 6736 sayılı Kanun kapsamında vergi gelirlerine aktarılan tutarlar ile ÖTV'de yapılan düzenlemeler etkili olmuştur. Vergi dışı gelirlerin yüzde 13,3 oranında gerilemesinde, özelleştirme gelirlerinin, geçen yılın aynı dönemine göre azalması rol oynamıştır.

Tablo 6.1.3.Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri
(Milyar TL)

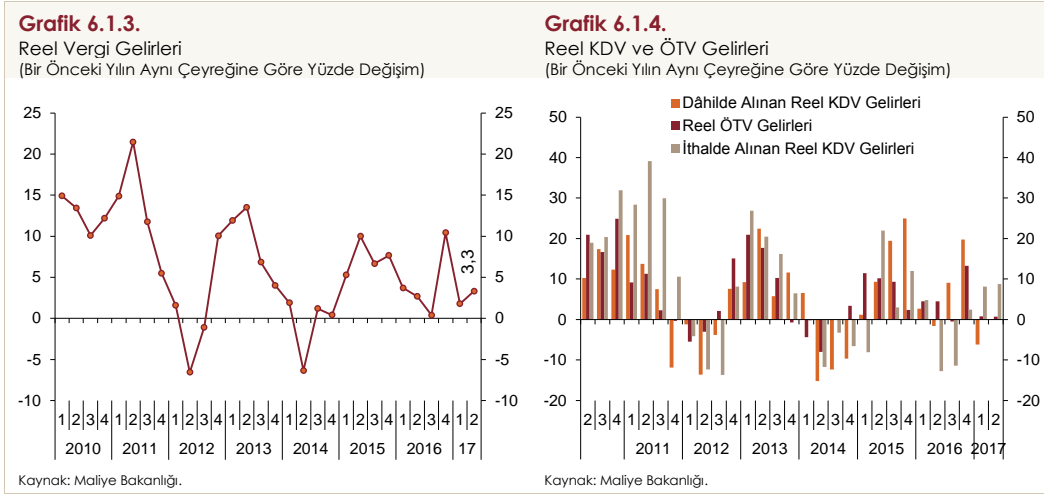
	Ocak-Haziran 2016	Ocak-Haziran 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	263,9	287,1	8,8	49,1
I-Vergi Gelirleri	216,6	246,1	13,6	48,1
Gelir Vergisi	46,2	50,3	9,0	46,2
Kurumlar Vergisi	20,5	27,0	31,6	58,6
Dâhilde Alınan KDV	24,2	25,9	6,9	45,3
ÖTV	54,6	61,0	11,6	44,7
İthalde Alınan KDV	36,9	44,4	20,3	53,1
II-Vergi Dışı Gelirler	47,3	41,0	-13,3	56,0
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	17,0	14,7	-13,8	85,6
Faizler, Paylar ve Cezalar	17,3	16,9	-2,1	45,1
Sermaye Gelirleri	10,7	7,0	-35,0	45,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, vergi gelirlerinde gözlenen ılımlı artışta, dolaylı vergilerde ÖTV ile dahilde alınan KDV'nin, dolaysız vergilerde ise gelir vergisinin etkili olduğu gözlenmektedir. Buna karşılık, dolaylı vergilerde, ithalde alınan KDV'nin, dolaysız vergilerde de kurumlar vergisinin görece olarak yüksek artış kaydettiği görülmektedir. Toplam ÖTV tahsilatının düşük düzeyde gerçekleşmesinde ise petrol ve doğalgaz ürünleri üzerinden alınan ÖTV gelirleri ile motorlu taşıtlar üzerinden alınan ÖTV gelirlerinin artış hızlarının düşük kalması etkili olmuştur. Buna karşılık, 2017 yılının ilk yarısı itibarıyla, tütün mamulleri ve alkollü içkiler üzerinden yapılan ÖTV tahsilatlarının görece olarak yüksek bir artış hızı kaydettiği gözlenmektedir. İthalde alınan KDV, özellikle döviz kurundaki yükselişe bağlı olarak, 2017 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 20,3 oranında yüksek bir artış kaydetmiştir.

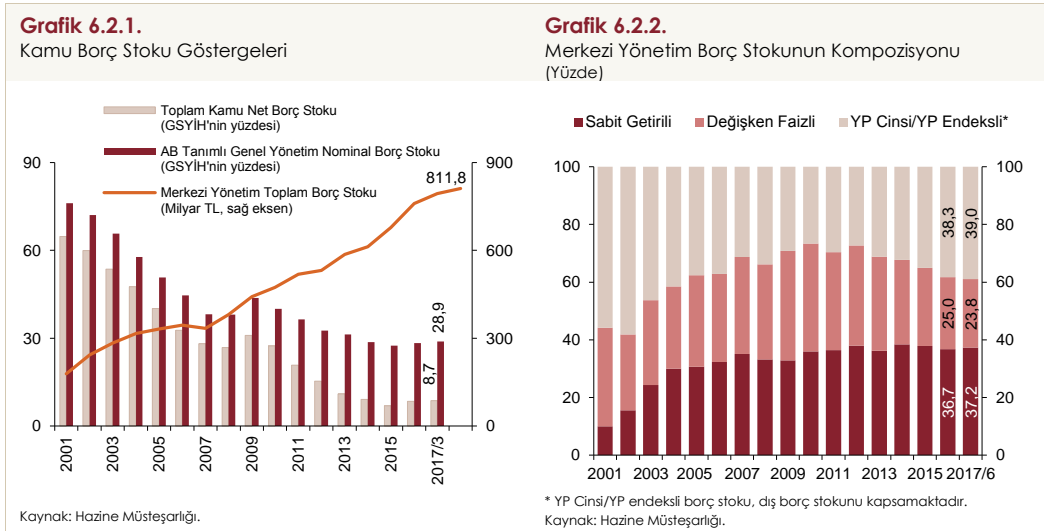
Yıllık değişim oranları incelendiğinde, reel vergi gelirlerinin 2016 yılı son çeyreğindeki yükselişin ardından 2017 yılının ilk çeyreğinde hız kaybettiği, ancak 2017 yılının ikinci çeyreği itibarıyla tekrar

toparlanma eğilimine girerek bu dönemde yüzde 3,3 oranında arttığı görülmektedir (Grafik 6.1.3). Bu artışta, iktisadi faaliyetteki canlanmanın yanı sıra, geçen yılın son aylarında bazı vergi oranlarında yapılan ayarlamaların¹ ve 6736 sayılı Kanun çerçevesinde elde edilen tahsilatın etkili olduğu düşünülmektedir. Alt kalemler itibarıyla bakıldığında, 2017 yılının ikinci çeyreğinde ithalde alınan KDV tahsilatının, reel bazda yıllık yüzde 8,7 oranında artarak güçlü bir performans sergilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).



6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu net borç stokunun ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, 2017 yılı ilk çeyreğinde bir önceki yıla göre bir miktar artış göstermiştir (Grafik 6.2.1). 2017 yılı ilk çeyreği itibarıyla, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 28,9 seviyesindedir.

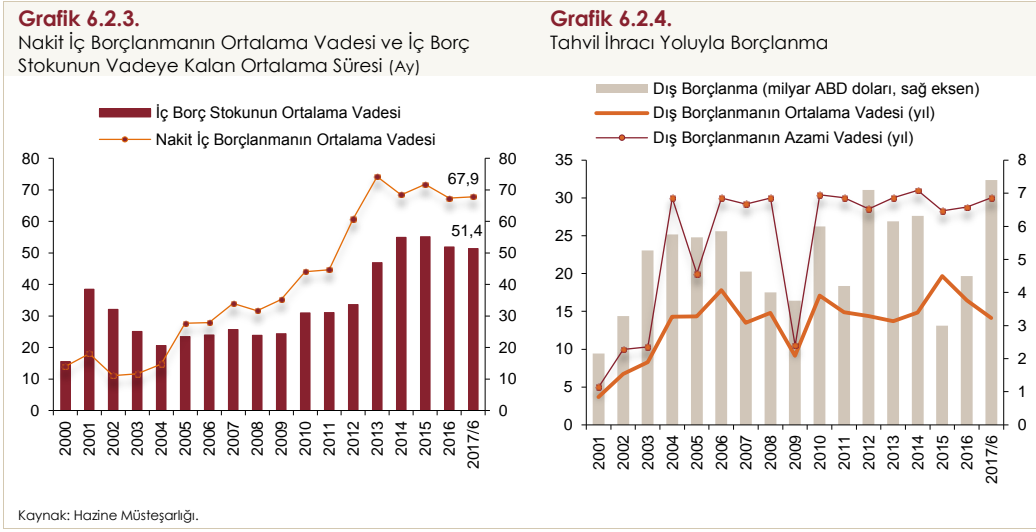


2017 yılı Haziran ayında, sabit getirili borç senetleri ile yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı 2016 yılına göre artarken, değişken faizli borç

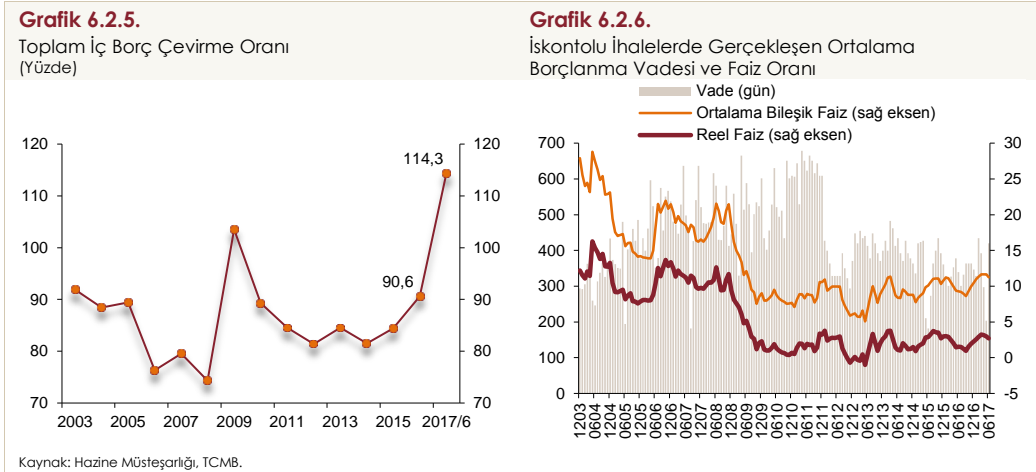
¹ Eylül ayında akaryakıtta, Kasım ayında otomobile ve Aralık ayında tütün mamullerine yönelik vergi ayarlamaları yapılmıştır.

senetlerinin payı bir miktar düşmüştür. Bu gelişmede, bahsi geçen dönemde iç borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılması ve net dış borç borçlanmanın yüksek olması etkili olmuştur. 2017 yılının ilk altı ayında, bütçe açığı finansmanında dış borçlanma miktarının yüksek olması iç borçlanma miktarının artışını sınırlamıştır.

İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 51,4 ay düzeyinde olup 2016 yılına göre yatay seyretmektedir (Grafik 6.2.3). 2017 yılı Ocak-Haziran döneminde, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 7,4 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi azalış kaydederek 14,1 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2017 yılı Haziran ayı sonunda 2016 yılına göre belirgin şekilde artarak yüzde 114,3 düzeyine ulaşırken, dış borç çevirme oranı yüzde 166,2 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Haziran ayı itibarıyla ortalama iç borçlanma bileşik ve reel faiz oranı² 2017 yılı Mayıs ayına göre sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 6.2.6).



² Reel faizler, nominal faiz oranlarının (Hazine'nin yaptığı TL cinsi kuponsuz senet ihalesinde kabul edilen ortalama yıllık bileşik faiz oranı) TCMB Beklentisi Anketinden alınan gelecek 12-aylık TÜFE beklentisinden arındırılması suretiyle hesaplanmıştır.

Son dönemde iç borç çevirme oranında gözlenen yükseliş, bu durumun iç borçlanma faiz oranını nasıl etkileyeceği sorusunu gündeme getirmektedir. Bu bağlamda, uzun dönemli iç borçlanma faizi üzerinde belirleyici unsurların anlaşılması önem kazanmaktadır. Bu kutuda, uzun dönemli iç borçlanma faizlerinin belirleyicileri incelenmekte ve özellikle yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payının etkisi üzerinde durulmaktadır.³

Yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payı, uzun dönemli borçlanma faizi seviyesi üzerinde üç farklı kanaldan etkili olmaktadır: i) İç borçlanma için ek kaynak/talep yaratarak, ii) borç stokunun alıcılarında tabanı genişletmek suretiyle yurt içi finansal piyasanın derinleşmesine katkı sağlayarak, iii) bono piyasasında etkinliği artırarak.⁴

2008-2009 yıllarında yaşanan uluslararası finansal kriz sonrası dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye'ye de hızlı bir sermaye girişi olmuştur. Bu dönemde yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payı (yabancı payı) kriz öncesi dönemdeki ortalama yüzde 11,6 seviyelerinden, yüzde 18,3'e kadar yükselmiştir. Bu artışta, yabancı yatırımcıların uzun dönemli Türk lirası cinsi borçlanma araçlarına yönelik tercihlerine ek olarak, iten (gelişmekte olan ülkelere faiz oranlarının düşüklüğü ve parasal genişleme) ve çeken faktörler (Türkiye'nin sahip olduğu sağlam makroekonomik temeller) de rol oynamıştır.

Veri ve Yöntem

Yabancı payının uzun dönemli faizlerin seviyesi üzerindeki etkisi tahmin edilirken, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kutuda yer alan analizde olası nedensellik sorununu çözmek için ilgili yazında da sıkça kullanıldığı üzere vektör hata düzeltimi (VECM) modeli tercih edilmiştir. Ayrıca bu yöntem, yabancı yatırımcı payının uzun dönem borçlanma faiz oranı üzerindeki kısa ve uzun vade etkilerinin ayrıştırılmasına da olanak sağlamaktadır. Tahminler aylık frekansta olup Ocak 2006–Mayıs 2016 dönemini kapsamaktadır. Veri setinde kısa ve uzun dönemli faizler, yabancı yatırımcıların iç borç stoku içindeki payı, orta vadeli enflasyon beklentileri, risk ölçütü olarak VIX, CDS (Credit Default Swaps) ve MOVE endeksleri ile USD/TL için ima edilen kur oynaklığı verisi yer almaktadır.

Borçlanma faiz oranının seviyesinin açıklayıcıları belirlenirken, vade yapısı (term structure) modellemesi baz alınmıştır.⁵ Bu modelleme yapısına göre, uzun vadeli faiz oranı, kısa dönemli faiz oranı, kısa ve uzun dönem faizlerin farkı, enflasyon beklentileri, yabancı yatırımcının iç borç stoku içindeki payı (*yp*) ile küresel ve ülkeye özgü riskler/belirsizlikler tarafından belirlenmektedir. Uzun vadeli borçlanma faiz oranı olarak iç borçlanmanın vadesi dikkate alınarak 5 yıllık devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faiz oranı (*i_5y*), kısa vadeli faiz oranı için ise politika faiz oranına referans niteliğindeki gecelik repo faiz oranı (*ref*) kullanılmaktadır. 3 aylık Hazine bonusu faiz oranı ile referans faiz oranı arasındaki fark alınarak elde edilen değişken ise kısa dönem faiz farkı (*sspread*) olarak tanımlanmıştır. Bu değişkenin, kısa dönemdeki finansal koşullar ve risk primi ile verim eğrisinin kısa vadedeki eğimi hakkında bilgi içerdiği düşünülmektedir. Ek olarak 2 yıllık DİBS faiz oranı ile referans faiz oranı arasındaki faiz farkı (*lspread*) da verim eğrisinin uzun dönem eğimi ile uzun dönemdeki finansal

³ Bu kutu, Yılmaz ve Yücel (2016) çalışmasına dayanarak hazırlanmıştır.

⁴ Peiris (2010), Du ve Schreger (2015), Ebeke ve Lu (2015).

⁵ Ebeke ve Lu (2015) çalışmasında da bu yaklaşım kullanılmıştır.

görünümü ve riskleri belirlediği düşünülerek analize dahil edilmiştir. Enflasyon beklentileri için TCMB Beklenti Anketinden elde edilen 24 ay sonrasına dair beklentiler (bek) kullanılmıştır. Küresel belirsizlikler ve riskleri temsil için MOVE ve VIX endeksleri, Türkiye'deki bono piyasasındaki riskler ve belirsizlikler için ise 5 yıllık CDS oranı kullanılmıştır.

VECM yöntemiyle tahmin edilen uzun dönem dinamiğine ilişkin sonuçlar Tablo 1'de gösterilmektedir. Buna göre, uzun dönemde, yabancı payındaki 1 puanlık düşüş 5 yıllık faiz oranında 3 ile 5 baz puanlık bir artışa yol açmaktadır (Tablo 2). Bu çalışmada, yabancı payının etkisini ölçen katsayı için bulunan -0,03 ve -0,05 değerleri benzer çalışmaların bulgularıyla da uyum göstermektedir. Yabancı payının uzun dönemde etkili olması, yabancı yatırımcının yatırım tercihlerini belirleyen faktörlerin uzun dönem faizlerini de etkilediği şeklinde yorumlanabilir. Hata düzeltme katsayısının beklendiği gibi negatif ve anlamlı çıkması, uzun dönemde belirlenen eşbütünleşme ilişkisinin anlamlı olduğu ve uzun dönem dengesinden sapma olması durumunda tekrar dengeye gelineceğini göstermektedir.⁶

Tablo 1. Uzun Dönem Faiz Denklemi: Uzun Dönem Dinamiği				
Bağımlı değişken: 5 yıllık DİBS faiz oranı (Örnekleme: Nisan 2006-Mayıs 2016)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Kısa dönemli faiz (ref)</i>	0,92 ^(*)	0,92 ^(*)	0,93 ^(*)	0,93 ^(*)
	(71,054)	(71,504)	(72,028)	(72,23)
<i>Enflasyon beklentileri (bek)</i>			0,17 ^(***)	0,16 ^(***)
			(1,83)	(1,71)
<i>Yabancı payı (yp)</i>	-0,05 ^(*)	-0,05 ^(*)	-0,03 ^(**)	-0,03 ^(**)
	(-3,11)	(-3,17)	(-1,97)	(-1,98)
<i>Sabit terim</i>	2,96 ^(*)	2,99 ^(*)	1,57 ^(*)	1,66 ^(*)

Notlar: Dışsal değişken olarak (1) ve (3) numaralı modellerde MOVE; (2) ve (4) numaralı modellerde ise VIX kullanılmıştır. Parantez içindeki değerler t-istatistiklerini; *, **, *** işaretleri sırasıyla istatistiksel olarak yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlı bulunan katsayıları göstermektedir.

Tablo 2'de yer alan kısa dönemli faiz dinamiklerinde ise yabancı payının katsayısı yaklaşık olarak -0,20 olarak bulunmaktadır. Bir başka deyişle bu katsayı, yabancı payının 1 puan azalması durumunda uzun dönem faizlerin kısa vadede 20 baz puan artacağına işaret etmektedir. Yabancı payının kısa ve uzun dönem etkilerinin farklılık gösterdiği, kısa dönemde faizler üzerindeki etkisinin daha güçlü olduğu görülmektedir (Tablo 2). Bu farklılık, spekülasyon amaçlı yatırımcıların kısa vadede ortaya çıkan şoklara karşı uzun vadeli yatırımcılara göre daha agresif davranmalarının bir yansıması olarak yorumlanmakta, ayrıca uzun vadeli faizlerin daha çok ekonominin yapısal unsurlarına bağlı olması öngörüsüyle de tutarlılık arz etmektedir. Uzun dönem için olan bu bulgu gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmaları desteklerken, kısa dönem etkisi Türkiye için bu çalışmayla ortaya konmuştur.

Risk göstergeleri ise beklendiği şekilde faizleri pozitif yönlü etkilemektedir. Küresel risk iştahı arttığında (Move ve VIX düştüğünde) uzun dönem borçlanma faizi üzerinde düşürücü etki yapmaktadır. Kısa ve uzun dönem faiz farkının artması da uzun dönemli faizleri yükseltici yönde etkilemektedir. Öte yandan, kısa dönemde enflasyon beklentileri ve kısa dönemli faizlerin ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Bu modelde, iç borç

⁶ Eşbütünleşme katsayısı sisteme şoklar geldikten sonra, sistemin uzun dönem dengesine ulaşma hızını göstermekte olup bu katsayının (-1,0) aralığında değer alması beklenir. Bu çalışma kapsamında katsayının negatif tahmin edilmesi zaman içerisinde 5 yıllık faiz oranlarının intibakıyla dengenin yeniden sağlanacağını göstermektedir.

çevirme oranındaki geçici bir yükseliş uzun dönem faiz farkını artırdığı ölçüde uzun dönemli borçlanma faizini etkileyebilir. Ancak, Tablo 2'de de görüldüğü gibi uzun dönem faiz farkındaki olası bir yükselişin uzun dönemli borçlanma faizi üzerindeki etkileri, küresel risk iştahı veya yabancı payındaki yükseliş tarafından telafi edilebilmektedir.

Tablo 2. Uzun Dönem Faiz Denklemi: Kısa Dönem Dinamiği

Bağımlı değişken: 5 yıllık DİBS faiz oranının değişimi Δi_{5Yt} (Örneklem: Nisan 2006-Mayıs 2016)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
Hata düzeltme katsayısı (a)	-0,51 ^(*) (-8,815)	-0,54 ^(*) (-9,541)	-0,49 ^(*) (-7,931)	-0,52 ^(*) (-8,619)
Uzun dönemli faiz (Δi_{5Yt-1})	0,21 ^(*) (3,010)	0,2 ^(*) (2,897)	0,22 ^(*) (2,849)	0,21 ^(*) (2,748)
Kısa dönemli faiz (Δref_{t-1})	0,06 (0,765)	0,06 (0,799)	0,05 (0,632)	0,05 (0,661)
Enflasyon beklentileri (Δbek_{t-1})			-0,008 (-0,025)	-0,024 (-0,072)
Yabancı payı (Δy_{t-1})	-0,21 ^(*) (-2,957)	-0,22 ^(*) (-3,247)	-0,20 ^(*) (-2,867)	-0,22 ^(*) (-3,148)
Kısa dönem faiz farkı ($sspread$)	0,31 ^(*) (4,142)	0,29 ^(*) (3,970)	0,28 ^(*) (3,779)	0,27 ^(*) (3,546)
Uzun dönem faiz farkı ($lspread$)	0,36 ^(*) (5,079)	0,38 ^(*) (5,407)	0,37 ^(*) (4,818)	0,39 ^(*) (5,196)
MOVE ($\Delta \log(move)$)	1,40 ^(*) (3,500)		1,43 ^(*) (3,549)	
VIX ($\Delta \log(vix)$)		1,09 ^(*) (3,953)		1,02 ^(*) (3,617)
R ²	0,594	0,605	0,579	0,583

Notlar: Parantez içindeki değerler t-istatistiklerini; *, **, *** işaretleri sırasıyla istatistiksel olarak yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlı bulunan katsayıları göstermektedir. "Δ" ilgili değişkenin aylık değişimini, "log" is doğal logaritmasının kullanıldığını ifade etmektedir.

Sonuç olarak, yapılan analizler, Türkiye'de yabancı payının ve küresel risk iştahının uzun dönem faiz oranının önemli belirleyicileri arasında olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar ışığında, iç borç çevirme oranının geçici olarak yükselmesi veya finansal piyasalarda oynaklığın geçici olarak artması gibi kısa dönemde borçlanma faizini yukarı yönlü etkileyebilecek gelişmelerin, yabancıların iç borç stoku içindeki payı ve küresel risk iştahındaki gelişmeler tarafından dengelenebileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Du, W. ve J. Schreger, (2015), Sovereign Risk, Currency Risk, and Corporate Balance Sheets, Harvard, Department of Economics Working Paper No. 17-24
- Ebeke, C. ve Y. Lu, (2015), Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings – A Fortune or Misfortune?, Journal of International Money and Finance, 59(C): 203-219.
- Peiris, S. J, (2010), Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets, IMF Çalışma Tebliği No. 10/88.
- Yılmaz, E. ve C. Yüksel Yücel, (2016), Yabancı Yatırımcı Payının Uzun Dönem Borçlanma Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri, TCMB Ekonomi Notları No. 2016-32.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Finansal Koşullar

2017 yılının ikinci çeyreğinde, küresel ekonomiye dair büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesi ve küresel finans piyasalarında oynaklıkların düşük seyretmesi ile risk iştahı artış göstermiş; böylece, gelişmekte olan ülkelere portföy akımları hızlanmıştır. Bu dönemde sıkı para politikası duruşunun da katkısıyla, Türkiye'ye yönelen portföy akımları geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkmış; Türk lirası geçmiş dönem kayıplarını büyük ölçüde geri almıştır. Küresel enflasyon oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağına ilişkin beklentilerin korunmasına yol açmaktadır. Küresel koşullardaki iyimser görünümün yanı sıra, yurt içindeki kredi koşulları da olumlu seyrini sürdürmüştür; destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri sayesinde ikinci çeyrekte kredi büyümesi belirgin biçimde hızlanmıştır.¹

2017 yılı ikinci çeyreğinde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaları değerlendirilmesiyse, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla TCMB Nisan ayında parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar vermiştir. Bu bağlamda, geç likidite penceresinden (GLP) borç verme faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 12,25'e yükseltilmiş ve sistemin fonlama ihtiyacının büyük bir kısmının GLP'den sağlanmasına devam edilmiştir. Haziran ve Temmuz aylarında ise enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği belirtilerek faiz oranları sabit tutulmuş ve para politikasındaki sıkı duruş korunmuştur.

Enflasyon

2017 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonu önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,39 puan gerilemiş ve yüzde 10,9 ile Nisan Enflasyon Raporu tahminleri ile büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Nisan ayından bu yana gözlenen kısmi iyileşmede, petrol fiyatlarındaki düşüş ve yakın dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenme belirleyici olmuştur. Öte yandan, gıda fiyatlarındaki düzeltmenin henüz arzulan boyutta olmaması, toplam talepteki iyileşme ve enflasyon beklentilerinin yüksek seyrini, gözlenen düşüşün sınırlı kalmasına sebep olmuştur.

Talep Koşulları

Açıklanan GSYİH verilerine göre, 2017 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. Bu dönemde, büyümenin temel sürükleyicileri ihracat, inşaat yatırımları ve kamu tüketimi olmuştur. Makine-teçhizat yatırımlarındaki zayıf seyir sürmüş, özel tüketim harcamaları ise önceki dönemde alınan tedbirlerle öne

¹ Kutu 7.1'de kredi arzındaki beklenmedik değişimlerin makroekonomik etkilerine dair bir analiz sunulmaktadır.

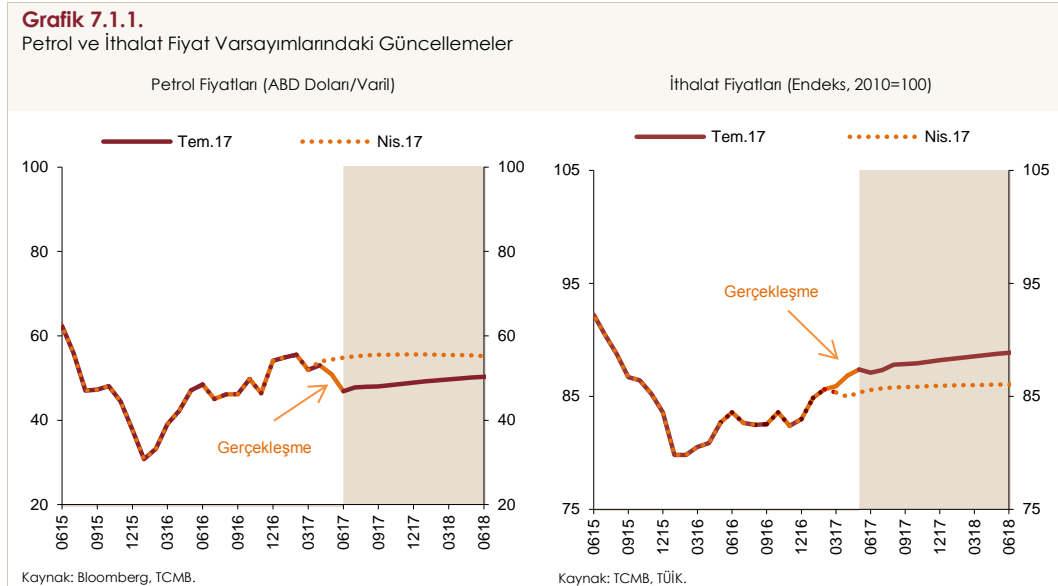
çekilen talebe bağlı olarak yavaşlamıştır. Yakın dönemde açıklanan göstergeler, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte de gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında 2017 yılı ilk ve ikinci çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri Nisan Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3).

Dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme oranına dair varsayım, dış ticaret ortaklarımızın büyüme tahminlerindeki yukarı yönlü güncelleme nedeniyle Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1).

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Nisan Enflasyon Raporu'na göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2017 yılı için önceki Rapor dönemi varsayımı olan 55 ABD dolarından 50 ABD dolarına düşürülmüştür. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında ise 2017 yılı için yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.1).

2017 yılı ikinci çeyreğinde gıda enflasyonu yüzde 14,34 ile Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki mevcut durum ve Temmuz-Aralık dönemlerine ilişkin geçmiş gıda enflasyonu gerçekleştirmeleri Nisan Enflasyon Raporu'nda verilen yıl sonu gıda enflasyonu varsayımının yukarı yönlü güncellenmesi gerektiğine işaret etmektedir. Öte yandan, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin önümüzdeki dönemde gıda enflasyonundaki yükselişi kademeli olarak sınırlamaya başlayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı 2017 yıl sonu için yüzde 10 olarak belirlenmiş ve 2018 yıl sonu için ise yüzde 7 olarak korunmuştur.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülme bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. Tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik

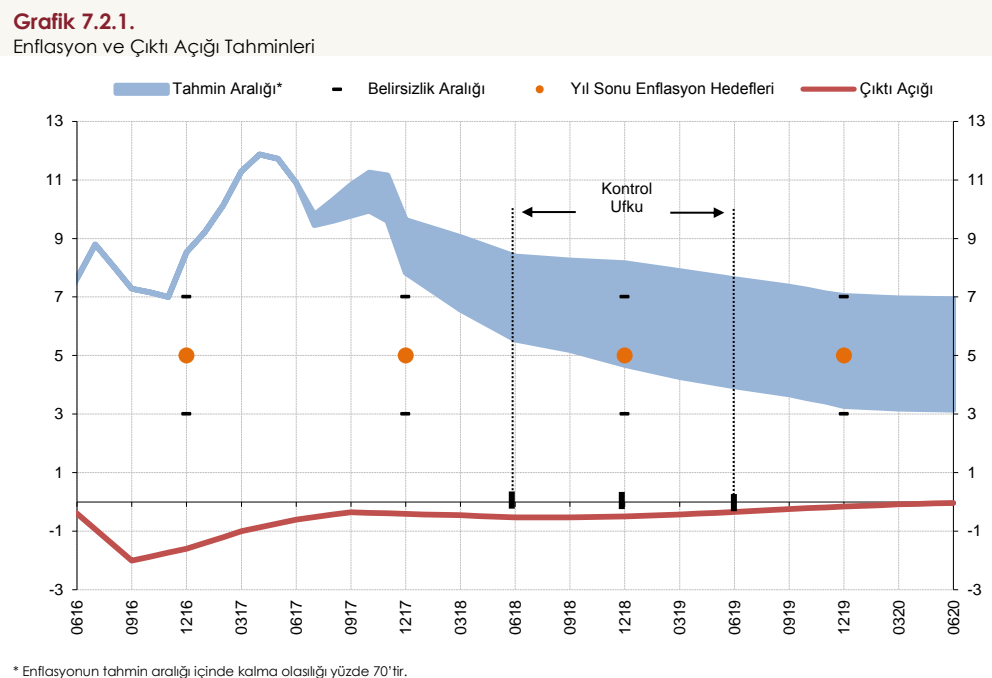
fiyatlamaya mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. 2017 yılı Temmuz ayında Bakanlar Kurulu kararı ile sigara ve diğer tütün mamullerinden alınan maktu ÖTV tutarlarında otomatik mekanizma çerçevesinde öngörülen artışın yapılmaması Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerine yansıtılmıştır.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Nisan 2017	Temmuz 2017
Çıktı Açığı	2017 Ç1	-1,7	-1,0
	2017 Ç2	-1,5	-0,6
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	2017	9,0	10,0
	2018	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	4,4	6,2
	2018	0,5	2,0
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2017	55	50
	2018	55	50
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	1,8	2,1
	2018	2,0	2,2

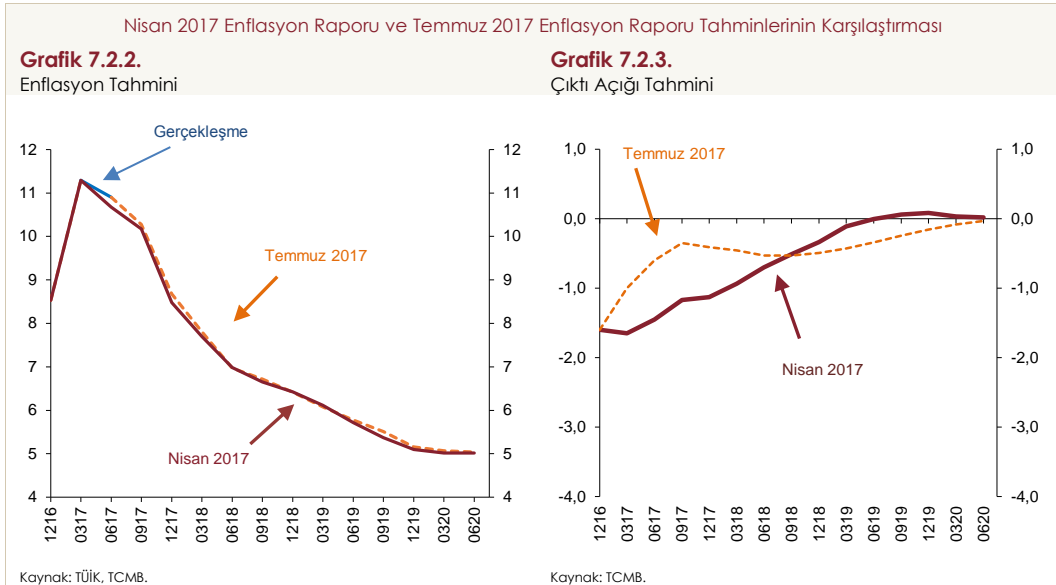
7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı; 2017 yıl sonunda yüzde 8,7 olarak gerçekleşeceği; 2018 yıl sonunda ise yüzde 6,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 9,6 aralığında (orta noktası yüzde 8,7), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,7 ile yüzde 8,1 aralığında (orta noktası yüzde 6,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).



2017 yıl sonu enflasyon tahmini 2017 Nisan Enflasyon Raporu'na göre 0,2 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. (Grafik 7.2.2). İktisadi faaliyet görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak bir önceki Rapor dönemine göre daha kapalı olduğu değerlendirilen çıktı açığı 2017 yıl sonu tahminine 0,2 puan yükseltici yönde etki yapmıştır. Tahminler üzerinde etkili olan bir diğer unsur, 2017 yılı gıda enflasyonu tahminlerinin yüzde 9'dan yüzde 10'a güncellenmesi olmuştur. Söz konusu güncelleme, bir önceki Rapor dönemine göre 2017 yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan eklemiştir. Öte yandan, son dönemde Türk lirası istikrarlı bir seyir izlemiş, petrol fiyatlarında belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Buna bağlı olarak, Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarına ilişkin güncellemenin 2017 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan aşağı çekeceği değerlendirilmiştir. Ayrıca, tütün ürünlerinde otomatik vergi artışının gerçekleşmemesi sonucunda, alkol-tütün ürünlerinin yıl sonu tüketici enflasyonu tahminine etkisi, bir önceki Enflasyon Raporu tahminine göre, 0,1 puan düşürücü yönde olmuştur. Bu çerçevede, Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 8,5 olarak açıklanan 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8,7'ye yükseltilmiştir.

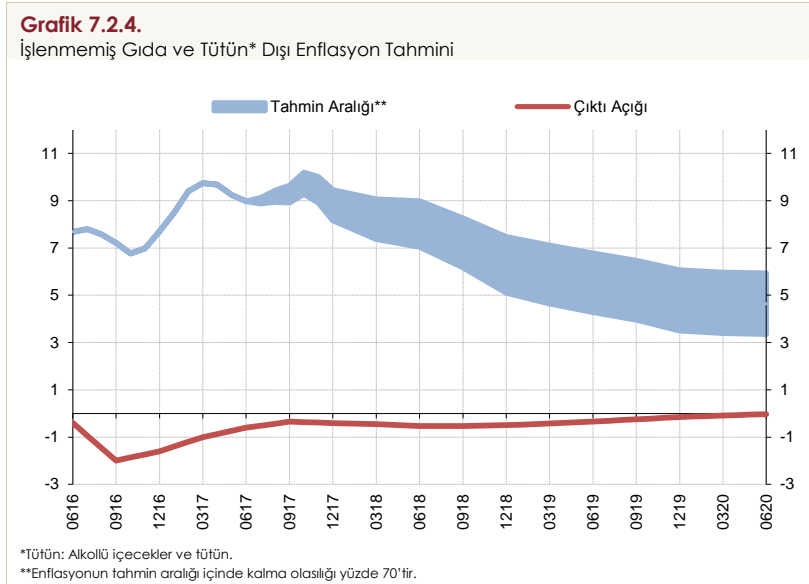
Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 6,4 olarak sabit tutulmuştur. Çıktı açığındaki yukarı yönlü güncellemenin 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan yukarı yönde etkileyeceği değerlendirilmiştir. Öte yandan özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki güncelleme enflasyon tahminini 0,1 puan aşağı çekmektedir. Böylece Nisan Enflasyon Raporu'na kıyasla 2018 yıl sonu tahmininde değişiklik yapılmamıştır.



Yakın döneme ilişkin göstergeler gıda ve tüketici enflasyonunda temelde işlenmemiş gıda grubu kaynaklı bir gerilemeye işaret etmektedir (Grafik 7.2.1). Bu dönemde tüketici enflasyonunun tek haneye düşeceği, çekirdek göstergelerin yıllık artış oranlarının ise nispeten yatay seyredeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun yılın kalan döneminde dalgalı bir seyir izleyeceği, 2017 yılını ise tek hanede bitireceği tahmin edilmektedir. Enflasyon görünümünde 2018 yılının ilk aylarında daha belirgin bir iyileşme olacağı öngörülmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyonda geçici dalgalanmalardan ziyade ana eğilime odaklanmaya devam edecektir.

Açıklanan GSYİH verilerine göre, 2017 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir. Öncü göstergeler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte güç kazandığına işaret etmektedir. Bu çerçevede 2017 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Bununla birlikte, 2017 yılında para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle çıktı açığının enflasyona düşüş yönünde katkı vermeye devam edeceği, ancak bu katkının geçmiş dönemlere göre azalacağı değerlendirilmektedir.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Tüketici enflasyonundaki dalgalı seyre karşın, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyonun, Ekim ayında mobilya ve beyaz eşyadaki geçici vergi indirimlerinin geri alınması ve giyim grubundaki yöntem değişikliği kaynaklı etkiler haricinde, nispeten yatay seyredeceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 4,6 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

İktisadi birimlerin sözleşme ve plânlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları, geçici fiyat dalgalanmalarından ziyade enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların yıl sonu ile 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyretmesi ve özellikle 24 ay sonrası beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkması, para politikasındaki sıkı duruşun korunmasını gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklentisi Anketi*	Enflasyon Hedefi
2017 Yılı Sonu	8,7	9,5	5,0
12 Ay Sonrası	6,9	8,4	5,0
24 Ay Sonrası	5,7	7,9	5,0

* Temmuz ayı Beklentisi Anketi verileri.
Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Küresel iktisadi faaliyette gözlenen ılımlı toparlanma eğilimi 2017 yılının ilk çeyreğinde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak belirginleşmiştir. Küresel finans piyasalarında oynaklıkların belirgin şekilde düşmesi ve risk iştahının artması küresel finansal koşulların iktisadi faaliyeti destekleyici etkisini pekiştirmektedir. Ayrıca, tüketici ve reel kesim güven endekslerindeki iyimser görünüm ve başta petrol olmak üzere bazı emtia fiyatlarındaki olumlu seyir de küresel iktisadi faaliyete dair beklentileri iyileştirmektedir. Olumlu küresel büyüme görünümü ve buna paralel olarak düşen işsizliğe karşın ücret artışları yönünden belirgin bir enflasyonist baskı görünmemesi nedeniyle gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağı beklentileri korunmaktadır. Söz konusu unsurlar, Türkiye dâhil olmak üzere gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını güçlü tutmaktadır.

Küresel iktisadi faaliyetteki mevcut olumlu tabloya rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü riskler de bulunmaktadır. Özellikle Fed'in faiz artırım ve bilanço küçültme politikalarına dair açıklanan normalleşme sürecinin beklentilerin ötesinde bir hızla hayata geçmesi durumunda, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı ve düşük oynaklık döngüsünün tersine dönmesi mümkündür. Böyle bir durum, gelişmiş ülkelerde menkul kıymet fiyatlarında dalgalanmalar yaratarak büyüme eğilimini zayıflatabilecektir. Ayrıca, risk iştahının azalması gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında da dalgalanmalara yol açabilecektir. Bunlara ilave olarak, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış süreci ve başta ABD olmak üzere birçok ülkede gündemde olan dış ticaret korumacılığı gibi küresel ekonomi politikalarına dair belirsizliklerin etkileri de yakından takip edilmektedir.

Küresel finans piyasalarındaki olumlu seyre paralel olarak yurt içinde de yılın ikinci çeyreğinde finansal koşullar iktisadi faaliyeti daha destekleyici bir görünüm sergilemiştir. Bu gelişmede makroihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri ile Mart ayından itibaren limitleri yükseltile ve kullanım koşullarına yönelik kolaylıklar sağlanan Kredi Garanti Fonu (KGF) teminatlı kredilerin ivmelenmesi belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, Mart ayından itibaren özellikle DİBS piyasalarına yönelik güçlü sermaye girişleri sayesinde yabancı yatırımcıların DİBS stoku içindeki payının artması ve Hazine'nin güçlü yurt dışı talebe karşılık olarak dış borçlanmasını artırmış olması da yurt içindeki bankalara arz tarafından önemli bir alan açmıştır. KGF teminatlı kredilerde tanımlanan üst sınıra yaklaşılmış olması ve yakın dönemde bankacılık sistemindeki arz yönlü etkilerin devreye girmesinden ötürü, Haziran ayı itibarıyla ivme kaybetmeye başlayan kredi büyümesinin yılın ikinci yarısından itibaren daha ılımlı seviyelerde dengelenmesi beklenmektedir. Yılın ilk yarısında meydana gelen güçlü kredi ivmesinin toplam talep ve iktisadi faaliyete yansımaları yakından takip edilmektedir.

Yakın dönemde açıklanan göstergeler iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin zayıfladığı ve ekonomideki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanacağı yönündeki geçmiş değerlendirmeleri teyit etmiştir. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın ihracatçı sektörler öncülüğünde önceki döneme kıyasla daha geniş bir sektörel dağılım sergilemeye başladığına dair işaretlemlerin gözlenmesi, büyümenin istikrarlı şekilde toparlanması açısından önem taşımaktadır. Turizm gelirlerinin kademeli olarak toparlanması, güven kanalının güçlenmesi, birikimli değer kaybının net ihracata olumlu etkisi ve Rusya ile ticari ilişkilerin normalleşme sürecine girmesi büyümeye olumlu katkı yapmaktadır. Ayrıca, tüketim ve yatırım harcamalarını artırmaya yönelik alınan önlemler ve uygulanan teşvik paketleri, belirsizlik algısındaki zayıflama ve finansal koşullardaki iyileşme de büyümeyi desteklemeye devam edecektir. Toparlanmanın etkisiyle istihdamda gözlenen iyileşme ve işsizlik oranında kaydedilen gerileme önümüzdeki dönemde de bu eğilimi koruyarak yurt içi talebin büyümeye katkısının artacağı bir zemin hazırlamaktadır. Yatırımların ise belirsizliklerin azalması ve güven ortamının pekişmesine bağlı olarak daha kademeli bir toparlama sergileyeceği öngörülmektedir. Öte yandan, turizm gelirlerindeki toparlanmanın hızı, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

Parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkileri gözlenmeye başlamıştır. Tüketici enflasyonu Nisan ayından sonraki dönemde petrol fiyatlarındaki düşüş ve yakın dönemde Türk lirasında istikrarlı seyrin etkisiyle gerilemiş ve Nisan Enflasyon Raporu tahminleri ile büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Geline nokta orta vadeli enflasyon görünümünde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla bir miktar iyileşme olduğu değerlendirilmekte ve enflasyonun ana eğilimindeki düzelmenin kademeli olarak sürmesi beklenmektedir. Ancak, beklentiler ve fiyatlama davranışındaki katılığın büyük ölçüde devam ettiği de dikkate alındığında, çekirdek enflasyon görünümündeki iyileşmenin henüz tatminkâr olmadığı ve sıkı bir para politikası durumu gerektirdiği değerlendirilmektedir.

Enflasyonda yıl içinde gözlenecek en yüksek seviyelerin geride kaldığı tahmin edilmekle birlikte, yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir beklenmektedir. Gıda fiyatlarındaki düzeltmenin henüz arzulan boyutta olmaması, grup enflasyonunda baz etkilerine bağlı olarak yakın dönemde gözlenen düşüşlerin kalıcılığı konusunda temkinli bir yaklaşım gerektirmektedir. Ayrıca, beyaz eşya ve mobilya sektöründeki geçici vergi indirimlerinin Ekim ayında geri alınacak olması ve giyim grubundaki yöntem değişikliği kaynaklı etkiler de kısa vadede enflasyonda dalgalanmaya ve çekirdek enflasyonun geçici olarak yükselmesine neden olacak gelişmeler olarak öne çıkmaktadır. Enflasyon görünümünde yılın son ayından başlayarak 2018 yılının ilk aylarında daha belirgin bir iyileşme gözleneceği öngörülmektedir.

Bu görünüm altında, TCMB Haziran ve Temmuz aylarında sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir. TCMB, para politikasını oluştururken orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate almakta ve dolayısıyla enflasyonda yıl içinde gözlenmesi beklenen baz etkileri kaynaklı dalgalanmalardan ziyade enflasyonun ana eğilimindeki gelişmelere odaklanmaktadır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

Maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeler enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip edilmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Son yıllarda mali disiplinin sürdürülmesi Türkiye ekonomisinin olumsuz dış şoklara karşı duyarlılığını azaltan temel unsurlardan biri olmuştur. Mali disiplinin sağlamış olduğu alan kullanılarak yakın dönemde dengeleyici maliye politikası uygulanabilmiştir. Döngü karşıtı maliye politikası uygulama kapasitesini güçlendirecek yapısal tedbirler, maliye ve para politikası eşgüdümüne katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı destekleyecektir.

Kutu
7.1

Kredi Arzındaki Değişimlerin Makroekonomik Etkileri

Türkiye'de 2003 yılından itibaren hızlanan finansal derinleşme süreci ile birlikte, kredi piyasasındaki gelişmelerin reel ekonomi üzerindeki etkileri daha önemli hale gelmiştir. Kredi büyümesindeki gelişmelerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin sağlıklı olarak değerlendirilebilmesi açısından kredi arzı kaynaklı kredi büyümesi gelişmelerinin belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Bunun nedeni, kredi piyasası dışında gelişen bir çok farklı şokun kredi büyümesi ile iktisadi büyüme gibi diğer makroekonomik değişkenleri aynı anda etkiliyor olmasıdır. Bu kutuda, Bayesçi yapısal bir vektör otoregresyon (VAR) modeli aracılığıyla kredi arzı ve kredi talebi şokları tanımlanmakta ve özellikle kredi arzındaki beklenmedik değişimlerin büyüme ve enflasyon gibi temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri incelenmektedir.²

Kullanılan Veriler

Türkiye ekonomisinin 2002 sonrası geçirdiği yapısal değişim ve özellikle kredi piyasasına yönelik verilerin çok fazla geriye gitmemesi nedeniyle analiz için 2003Ç2-2016Ç4 dönemi kullanılmıştır. VAR modelinde yer alan içsel değişkenler, reel kredi hacmi (kur etkisinden arındırılmış ve TÜFE ile reelleştirilmiş toplam krediler), ticari kredi-mevduat faiz farkı, reel GSYİH, TÜFE-D (işlenmemiş gıda ve alkol, tütün dışı), politika faizi ve nominal döviz kurudur (ABD doları/TL). Ayrıca küresel likidite koşullarının kredi arzı ve diğer makro değişkenler üzerindeki etkilerini kontrol etmek amacıyla, gelişmekte olan ekonomilere giren ABD doları ve euro cinsi toplam krediler de dışsal bir değişken olarak modele eklenmiştir. Mevsimsellik içeren değişkenler (kredi hacmi, GSYİH ve TÜFE-D) mevsimsellikten arındırılmış ve modelde yer alan değişkenlerin durağanlığının sağlanması için kredi-mevduat faiz farkı ve politika faizi haricindeki tüm değişkenlerin çeyreklik yüzde değişimi kullanılmıştır.

Yapısal Şokların Belirlenmesi

Yukarıda tanımlanan altı içsel değişkenden oluşan VAR modelinde etki-tepki fonksiyonlarının ilk dönem değerlerine sıfır ve işaret kısıtları koymak suretiyle altı adet yapısal şok tanımlanmıştır: toplam talep şoku, toplam arz şoku, para politikası şoku, sermaye akımları şoku ve bu çalışmanın asıl odak noktasını oluşturan kredi arzı ve kredi talebi şokları. Yapısal şokların belirlenmesinde kullanılan işaret ve sıfır kısıtları aşağıda özetlenmektedir (Tablo 1):

- Kredi-mevduat faiz farkı ve kredi büyümesini aynı dönem içinde ters yönde etkileyen şoklar kredi arzı şokları olarak tanımlanırken; bu değişkenleri aynı dönem içinde aynı yönde etkileyen şoklar kredi talebi şokları olarak tanımlanmıştır. Örneğin, negatif bir kredi arzı şoku kredi-mevduat faiz farkının artmasına sebep olurken kredi büyümesinde düşüşe yol açmaktadır. Öte yandan negatif bir kredi talebi şoku karşısında kredi büyümesi gerilerken, kredi-mevduat faiz farkı da gerilemektedir. Ayrıca, akademik yazınla uyumlu olarak kredi arzı ve talebi şoklarının aynı dönem içinde enflasyon, büyüme, politika faizi gibi makro değişkenler üzerinde belirgin bir etkisinin olmayacağı varsayılmıştır.
- Diğer yapısal şokların tanımlanması için de benzer kısıtlar kullanılmıştır. Toplam arz şoku aynı dönem içinde enflasyon ve büyümeyi ters yönde etkileyen bir şok olarak tanımlanırken, toplam talep şoku aynı dönem içinde enflasyon ve büyümeyi birlikte hareket ettiren ve para politikası faizinin tepki vermesine neden olan bir şok olarak tanımlanmıştır.

² Bu kutu Büyükbaşaran ve diğerleri (2017) çalışmasının bulgularına dayanarak hazırlanmıştır. Modellemeye ilişkin teknik detaylar ve ayrıntılı açıklamalar çalışmada yer almaktadır. Benzer bir yaklaşım için Barnett ve Thomas (2013) çalışmasına bakılabilir.

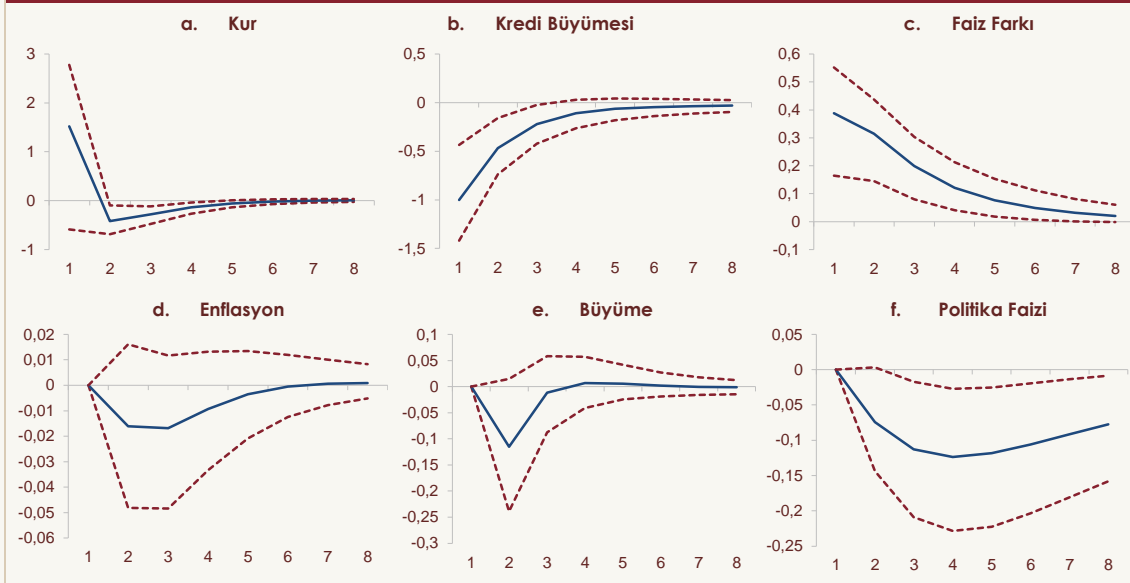
Tablo 1: Yapısal VAR'da Kullanılan Değişkenler, Kısıtlar ve Ayrıştırılan Şoklar

Değişkenler*	Sermaye Girişi Şoku	Kredi Talebi Şoku	Kredi Arzı Şoku	Toplam Arz Şoku	Toplam Talep Şoku	Para Politikası Şoku
Kur	-					
Kredi		+	-			
Faiz Farkı		+	+			
Enflasyon	-	0	0	+	+	+
Büyüme		0	0	-	+	+
Politika Faizi		0	0		+	-

*Tüm kısıtlar ilk dönem kısıtlarıdır (eş anlı etkileri içermektedir) (+) değerler ilgili şokun satıra denk gelen değişkeni pozitif yönlü etkileyeceği, (-) değerler ilgili şokun satıra denk gelen değişkeni negatif etkileyeceği (0) ise şokun satıra denk gelen değişkeni eş zamanlı etkilemeyeceği anlamına gelir. Boş bırakılan satırlar ilgili şokun ilgili değişken üzerindeki etkisine ilişkin herhangi bir kısıt girilmediğini göstermektedir. Kısıtlar eş anlı kısıtlar olduğu için 1. çeyrekte sonraki etkiler kısıtlanmamış tamamen veriden gelen tahmine bırakılmıştır.

Etki-Tepki Fonksiyonları

Reel kredi büyümesinde yüzde 1 puanlık bir düşüğe neden olan beklenmedik bir kredi arzı şokunun³ (kredi-mevduat faizi artışının) makroekonomik etkilerini gösteren etki-tepki fonksiyonları Grafik 1'de sunulmaktadır.

Grafik 1. Kredi Arzı Şokuna Etki Tepki Fonksiyonları (Temel BVAR)

Grafik 1'de düz çizgiler ilgili makroekonomik değişkenin negatif kredi arz şokuna verdiği tepkilerin medyan değerini gösterirken, kesikli çizgiler yüzde 68'lik dilimdeki tepkileri içeren kredibilite aralığını temsil etmektedir. İlk olarak, kredi büyümesini ilk dönemde yüzde 1 puan azaltan bir kredi arzı şokunun kredi-mevduat faiz farkında 0,4 puanlık bir artışa denk geldiği görülmektedir. Söz konusu kredi arzı şoku, ikinci çeyrekte büyümede yüzde 0,14 puanlık bir gerilemeye sebep olmaktadır (Grafik 1-e). Kredi arzı şokunun büyüme üzerindeki etkisinin kısa ömürlü olduğu ve dördüncü çeyrekte ortadan kalktığı görülmektedir. Üçüncü çeyrek itibarıyla yüzde 1'lik kredi daralmasına neden olan negatif kredi arz şokunun reel GSYİH büyümesi üzerindeki toplam

³ Negatif bir kredi arzı şoku, makroihtiyati politikaların sıkılaşması, teminatlarla ilişkin riskliliğin artması, bankaların likidite kısıtlarının artması gibi kredi verme iştahını etkileyen beklenmedik gelişmelerden kaynaklanabilir.

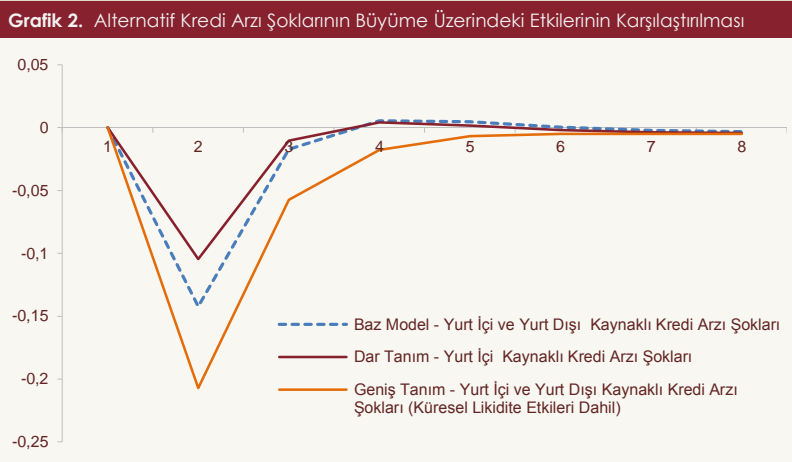
birikimli etkisi yüzde -0,16 puan civarındadır. Negatif kredi arz şoku karşısında para politikası faizinin sınırlı da olsa gevşeme yönünde tepki vermesi, şokun büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisini kısmen telafi etmektedir.

Öte yandan, kredi arz şokunun enflasyon üzerindeki etkisi büyüme üzerindeki etkisine göre çok daha sınırlıdır ve daha fazla belirsizlik içermektedir. Kredi arz şokunun enflasyonun temel belirleyicileri olan döviz kuru ve iktisadi faaliyeti farklı yönde etkilemesi bu sonuçta belirleyici olmaktadır. Nitekim negatif bir kredi arzı şoku olduğunda, aynı dönemde nominal kurda da belirgin bir değer kaybı görülmektedir. Bu sonuç, tarihsel olarak kredi koşullarının sıkı olduğu dönemler ile sermaye akımlarının görece zayıf olduğu dönemlerin örtüştüğüne işaret etmektedir. Buna göre, kurdaki değer kaybından gelebilecek enflasyonist baskı ile talepteki yavaşlamadan kaynaklanabilecek dezenflasyonist baskı kredi arzı şokunun enflasyon üzerindeki toplam etkisini belirsiz kılmaktadır.

Kredi Arzında Küresel Finansal Koşulların Rolü

Yukarıda sunulan baz modelde kredi arzındaki değişimler hem yurt içi hem yurt dışı unsurların kredi koşulları üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır. Yurt içi kaynaklı kredi arzı değişimlerinin makroekonomik etkilerini ayrıştırabilmek amacıyla, Türk lirasının değer kazanmasına ve enflasyonun düşmesine neden olan bir sermaye girişi şokunun aynı zamanda kredi-mevduat faiz farkında düşüşe ve kredi büyümesinde artışa neden olacağı varsayılmış ve bu doğrultuda Tablo 1'e yeni kısıtlar eklenmiştir. Eklenen bu yeni kısıtlar altında, yurt dışı koşullardan kaynaklanan kredi arzı değişimleri kredi arzı şoku yerine sermaye akımı şokuna atfedilmekte ve kredi arzı şoku olarak belirlenen şok kredi koşullarında daha çok yurt içi dinamiklerden kaynaklanan değişimleri yansıtır hale gelmektedir. Bu çerçevede, kredi büyümesinde yüzde 1 puanlık daralmaya yol açacak yurt içi kaynaklı (makroihtiyati sıkılaştırma, ekonomik görünüme ilişkin belirsizlik artışı vb) bir kredi arzı şokunun büyüme üzerindeki birikimli etkisi üç çeyrek sonunda -0,11 puan olarak hesaplanmaktadır.

Son olarak, dışsal bir değişken olan küresel likidite göstergesi baz modelden çıkartılarak küresel likidite koşullarının kredi arzı üzerindeki etkilerini de içine alan ve baz modele göre daha da geniş kapsamlı olan bir kredi arzı şoku tanımlanmıştır. Bu durumda kredi arzında meydana gelen beklenmedik bir değişimin büyüme üzerindeki etkisi önemli ölçüde güçlenmektedir. Buna göre, yüzde 1'lik kredi daralmasına neden olan bir kredi arzı şokununun üçüncü çeyrek itibarıyla GSYİH büyümesi üzerindeki birikimli etkisi yüzde -0,26 puan olarak gerçekleşmektedir.



Temel modele ek olarak sunulan bu iki farklı model Türkiye'de kredi arzı için küresel likidite koşullarının ve sermaye akımlarının önemini ortaya koymaktadır. Kredi arzının tanımı ve kapsamı genişledikçe kredi arzındaki beklenmedik değişimlerin büyüme üzerindeki etkileri güçlenmekte ve daha uzun sürmektedir. Türkiye'de kredi büyümesini yüzde 1 puan daraltan bir kredi arzı şokunun büyüme üzerindeki birikimli etkisi, kredi arzının nasıl tanımlandığına bağlı olarak, üç çeyrek içinde yüzde -0,11 ile -0,26 puan arasında değişmektedir⁴ (Grafik 2).

Sonuç olarak, modele dayalı bulgular kredi arzına gelen şokların büyüme üzerinde anlamlı ancak geçici etkileri olduğu, enflasyon üzerindeki etkilerinin ise daha sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Ayrıca, küresel likidite ve sermaye akımlarının kredi koşulları üzerindeki güçlü bir etkiye sahip oldukları gösterilmiştir. Örneğin makroihtiyati politikaların gevşetilmesi veya KGF kullanımları sonucu yurt içi kredi koşullarında meydana gelebilecek bir iyileşme, yurt dışı finansman koşulları tarafından desteklendiğinde, kredi arzındaki artışların büyüme üzerindeki etkileri daha güçlü olmaktadır.

Kaynakça

Barnett, A., ve R. Thomas 2014, Has Weak Lending and Activity in the UK been Driven by Credit Supply Shocks?, The Manchester School, 82(S1): 60-89.

Büyükbaşaran, T., H.G. Karasoy Can, H. Küçük Yeşil, 2017, Identifying Credit Supply Shocks in Turkey, CBRT, devam eden çalışma.

⁴ Bu sonuçların farklı önsel seçimleri, farklı veri seçimleri ve farklı işaret kısıtları karşısında dayanıklılığı test edilmiştir.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.	10 Yıllık Vadeli Tahvil Faizleri	1
Grafik 1.2.	Gelişmekte Olan Ülkelere Fon Akımları	1
Grafik 1.1.1.	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.2.	Kısa Vadeli Faizler	2
Grafik 1.1.3.	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	2
Grafik 1.1.4.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	2
Grafik 1.1.5.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	3
Grafik 1.1.6.	İşletmelere Verilen Kredi Standartları	3
Grafik 1.2.1.	Nisan 2017 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	3
Grafik 1.2.2.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon için Nisan 2017 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	3
Grafik 1.2.3.	Gıda ve Enerji Fiyatları	4
Grafik 1.2.4.	Çekirdek Enflasyon Ana Eğilimi: Sabit ve Değişken Ağırlık Karşılaştırması	4
Grafik 1.2.5.	GSYİH ve Yurt İçi Talep	5
Grafik 1.2.6.	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	5
Grafik 1.2.7.	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.8.	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.9.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	7

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.2.	Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.3.	Küresel PMI	12
Grafik 2.1.4.	Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI	12
Grafik 2.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkeler PMI	13
Grafik 2.1.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	13
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emlia Fiyatları Endeksleri	15
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	15
Grafik 2.2.3.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	15
Grafik 2.2.4.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	15
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2016 – Aralık 2017	17
Grafik 2.3.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2016 – Aralık 2017	17
Grafik 2.4.1.	10 Yıllık Vadeli Tahvil Getirileri	18
Grafik 2.4.2.	JP Morgan Oynaklık Endeksleri	18
Grafik 2.4.3.	MSCI Endeksleri	18
Grafik 2.4.4.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları	18

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.	TÜFE ve İşlenmemiş Gıda ile Alkol-Tütün Dışı TÜFE	23
Grafik 3.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	23
Grafik 3.1.1.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	24
Grafik 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	25
Grafik 3.1.3.	Temel Mal Fiyatları	25
Grafik 3.1.4.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	26
Grafik 3.1.5.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	26
Grafik 3.1.6.	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	26
Grafik 3.1.7.	Ulaştırma Hizmetleri ve Akaryakıt Fiyatları	26
Grafik 3.1.8.	Hizmet Fiyatları	27
Grafik 3.1.9.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	27
Grafik 3.1.10.	Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C	27
Grafik 3.1.11.	B Endeksi Ana Eğilimi: Sabit ve Değişken Ağırlık Karşılaştırması	27
Grafik 3.1.12.	B ve C Yayılım Endeksleri	28
Grafik 3.1.13.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve Medyan	28
Grafik 3.2.1.	Gıda ve Enerji Fiyatları	28
Grafik 3.2.2.	Gıda Fiyatları	28
Grafik 3.2.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları ve Seçilmiş Alt Kalemler	29
Grafik 3.2.4.	Gıda ve Gıda Dışı Fiyatları	29
Grafik 3.2.5.	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	30
Grafik 3.2.6.	Yurt İçi Enerji Fiyatları	30

Grafik 3.3.1.	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	31
Grafik 3.3.2.	İmalat Fiyatları	31
Grafik 3.3.3.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	31
Grafik 3.3.4.	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	31
Grafik 3.4.1.	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	32
Grafik 3.4.2.	Seçilmiş Tarım Ürünleri Fiyatları	32
Grafik 3.5.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	33
Grafik 3.5.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	33
Grafik 3.5.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	33
Grafik 3.5.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	33

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	37
Grafik 4.1.2.	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	37
Grafik 4.1.3.	Sanayi Üretim Endeksi	38
Grafik 4.1.4.	Sanayi Üretim Endeksi	38
Grafik 4.1.5.	İnşaat Sektörü Yatırım Harcamaları ve İnşaat Faaliyetleri	39
Grafik 4.1.6.	Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve İş Durumu	39
Grafik 4.1.7.	Finansal Sektör Katma Değeri ve Finansal Kesim Anketi-İş Durumu	39
Grafik 4.1.8.	Bileşik İktisadi Belirsizlik Göstergesi	39
Grafik 4.2.1.	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	40
Grafik 4.2.2.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	40
Grafik 4.2.3.	Özel Tüketim ve Kamu Tüketimi	40
Grafik 4.2.4.	Makine-Teçhizat ve İnşaat Yatırımları	40
Grafik 4.2.5.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	41
Grafik 4.2.6.	Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	41
Grafik 4.2.7.	Özel Tüketim Harcamaları ve İç Piyasa Satış Gerçekleşmeleri	41
Grafik 4.2.8.	Tüketici Güven Endeksleri	41
Grafik 4.2.9.	Yatırım Harcamaları ve Yatırım Harcamalarına İlişkin Göstergeler	42
Grafik 4.2.10.	Yatırım Harcamaları ve Bileşik İktisadi Belirsizlik Göstergesi	42
Grafik 4.2.11.	İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi	42
Grafik 4.2.12.	Mineral Maddeler ve Kauçuk ve Plastik Ürünler Üretim Endeksleri	42
Grafik 4.2.13.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	43
Grafik 4.2.14.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	43
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	44
Grafik 4.3.2.	Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkıları	44
Grafik 4.3.3.	Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı	44
Grafik 4.3.4.	Sanayi ve İnşaat İstihdamı	44
Grafik 4.3.5.	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdamı	45
Grafik 4.3.6.	Sektörel Güven Endeksleri: Gelecek 3 Ay Toplam Çalışan Beklentisi	45
Grafik 4.3.7.	Kariyer.net Toplam İş İlanı, İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	45
Grafik 4.3.8.	Tarım Dışı Reel Birim İşgücü Maliyetindeki Değişime Katkıları	45

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	53
Grafik 5.2.	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	53
Grafik 5.1.1.	Bölgesel Risk Primleri	54
Grafik 5.1.2.	Türkiye'de Portföy Hareketleri	54
Grafik 5.1.3.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri*	55
Grafik 5.1.4.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	55
Grafik 5.1.5.	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	55
Grafik 5.1.6.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	55
Grafik 5.2.1.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	56
Grafik 5.2.2.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	56
Grafik 5.2.3.	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	57
Grafik 5.2.4.	Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	57
Grafik 5.2.5.	Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı	57
Grafik 5.2.6.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	57
Grafik 5.2.7.	Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	58
Grafik 5.2.8.	Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	58
Grafik 5.2.9.	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	58

Grafik 5.2.10	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları	58
Grafik 5.2.11	İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi	60
Grafik 5.2.12	Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi	60
Grafik 5.3.1	TCMB Fonlaması	61
Grafik 5.3.2	Kısa Vadeli Faizler	61
Grafik 5.3.3	TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faiz Beklentisine İlişkin Olasılık Dağılımı	61
Grafik 5.3.4	Enflasyon Telafisi	61
Grafik 5.3.5	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	62
Grafik 5.3.6	Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri	62
Grafik 5.3.7	Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi	62
Grafik 5.3.8	İki Yıllık Reel Faizler	62
6. KAMU MALİYESİ		
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	68
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	68
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri	70
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	70
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	70
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	70
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	71
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	71
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	71
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı	71
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Grafik 7.1.1.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeleri	76
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	77
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	78
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	78
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	79

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	2017 ve 2018 Yıl Sonu Büyüme Tahminleri	14
Tablo 2.2.1.	2017 ve 2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminleri	16
Tablo 2.4.1	Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu	19

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	25
Tablo 3.3.1.	Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler	30

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	67
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	69
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	69

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	77
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	80

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2017-II

- 3.1. Enflasyon Dinamiklerindeki Değişim
- 3.2. Giyim ve Ayakkabı Grubunun Ağırlık Yapısındaki Değişim
- 4.1. Türkiye'nin Otomotiv İhracatındaki İvmelenme ve AB İhracat Talebi
- 5.1. TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depo Piyasası İşlemleri
- 6.1. Türkiye'de Vergi Gelirlerinin Döngüsel Özellikleri
- 7.1. Kredi Kanalının Yapısal bir Model Aracılığıyla Anlatımı

2017-I

- 2.1. Son Dönemde Küresel Belirsizlikler ve Etkileri
- 3.1. TÜFE ve Alt Gruplarda İthalat Fiyatları ve Döviz Kuru Geçişkenliği Üzerine
- 4.1. Türkiye İçin Bir İktisadi Belirsizlik Göstergesi
- 4.2. Alternatif Göstergelerle Çıktı Açığına Bakış
- 4.3. Reel Dış Ticaret Açığı ile Milli Gelir İlişkisinin Zayıflaması ve Kredi Büyümesi
- 5.1. Açık Piyasa İşlemleri Menkul Kıymet Portföyü Büyüklüğü ve Kesin Alım İşlemleri
- 6.1. Kamu Harcama Çarpanının İş Çevrimlerine Duyarlılığı
- 7.1. 2016 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

2016-IV

- 3.1. Son On Yılda Enflasyon Dinamikleri: Tarihsel Bir Muhasebe
- 3.2. Turizm Sektöründeki Gelişmelerin Gıda Enflasyonuna Etkisi
- 4.1. Turizm Gelişmelerinin Temel Makroekonomik Büyüklüklere Etkisi
- 4.2. Avrupa Birliği Pazarında Türkiye'nin İhracat Performansındaki Kazanımların Rekabet Gücü Açısından Değerlendirilmesi
- 4.3. Tarım Bankacılığının Tarımsal Verimliliğe Etkisi
- 5.1. Teminat Döviz Depo Uygulaması ve Kur Takası Piyasalarına Etkisi
- 5.2. Yakın Dönem Kredi Gelişmeleri: Kredi Arzı ve Talebine İlişkin Bazı Göstergeler
- 6.1. Türkiye'de Son Dönemde Uygulamaya Konan Teşvik Sistemlerinin Temel Özellikleri

2016-III

- 3.1. Enflasyonla Mücadelede Gıda Fiyatlarının Önemi
- 4.1. Turizm Sektöründeki Gelişmelerin Cari İşlemler Dengesi, Büyüme ve İstihdam Üzerine Etkileri
- 4.2. Asgari Ücret Artışının İşgücü Piyasasına Etkileri: Ön Değerlendirme
- 4.3. Kamu Yatırımlarının Tamamlanma Süresindeki Kısılmanın Refah Etkisi
- 4.4. Firma Büyüklüğü, İthal Ara Malları ve İhracat Davranışı
- 5.1. Para Politikası ile Kredi ve Mevduat Faizleri: Genel Bakış ve Yakın Dönem

2016-II

- 2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler
- 3.1. Suriyeli Mültecilerin Tüketici Fiyatlarına Etkisi
- 4.1. Türkiye Konut Fiyat Endeksi'nin Kalite Değişimi Etkisinden Arındırılması: Hedonik Konut Fiyat Endeksi
- 4.2. Asgari Ücret Artışının Tüketici Kredilerine Etkisi
- 4.3. Konut Hariç Tüketici Kredisi ve Tüketim Mali İthalatı Arasındaki İlişki

2016-I

- 3.1. Baz Etkilerinin 2016 Yılı Tüketici Enflasyonuna Yansımaları
- 3.2. Türkiye'de Enflasyon Dinamiklerine Bayeşçi Bir Yaklaşım
- 4.1. Son Dönemde Türkiye'nin İhracat Pazar Paylarındaki Farklılaşma
- 4.2. Tüketici Güven Endeksleri ve Finansal Oynaklık
- 4.3. Asgari Ücret Artışının Ücretler Üzerine Etkisi
- 5.1. Sektörel Verilerle Kredi ve Büyüme İlişkisi
- 7.1. 2015 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

Kısaltmalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	Borsa İstanbul
CDS	Kredi Temerrüt Takası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
FAO	Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü
FED	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KFP	Kapsanmamış Faiz Paritesi
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOBİ	Küçük ve Orta Bütçeli İşletmeler
ODA	Orta Doğu ve Afrika Bölgesi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OSD	Otomotiv Sanayii Derneği
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
PPK	Para Politikası Kurulu
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TMO	Toprak Mahsülleri Ofisi
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKBEŞD	Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
YP	Yabancı Para

2017 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi			
Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
24 Ocak 2017	31 Ocak 2017	31 Ocak 2017	
16 Mart 2017	23 Mart 2017		
26 Nisan 2017	28 Nisan 2017	28 Nisan 2017	
			30 Mayıs 2017
15 Haziran 2017	22 Haziran 2017		
27 Temmuz 2017	1 Ağustos 2017	1 Ağustos 2017	
14 Eylül 2017	21 Eylül 2017		
26 Ekim 2017	1 Kasım 2017	1 Kasım 2017	
			30 Kasım 2017
14 Aralık 2017	21 Aralık 2017		