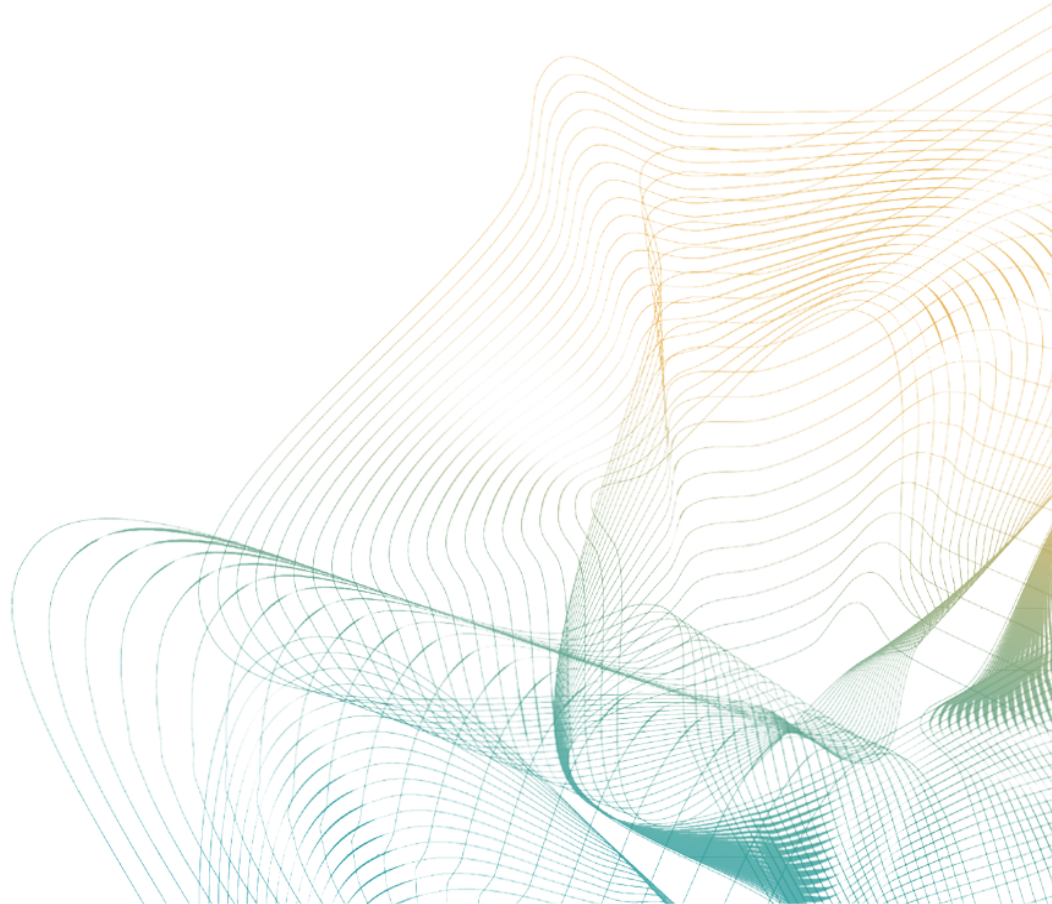


Enflasyon Raporu

2018-I



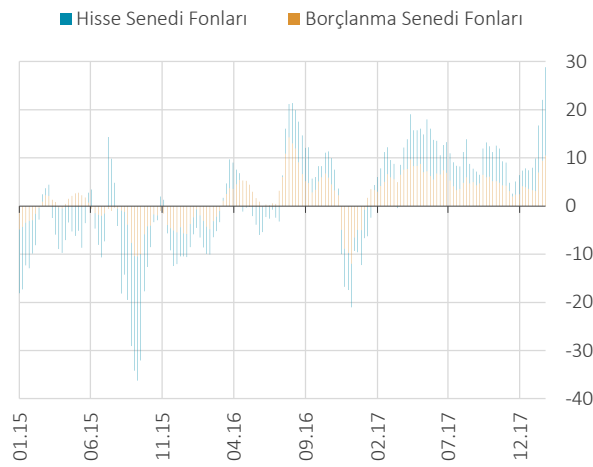
İçindekiler

1.	GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1	Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar	2
1.2	Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
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	25
3.1	Temel Enflasyon Görünümü	26
3.2	Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	31
3.3	Yurt İçi Üretici Fiyatları	32
3.4	Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları	34
3.5	Beklentiler	35
4.	ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	41
4.1	Üretim Gelişmeleri	41
4.2	Talep Gelişmeleri	44
4.3	İşgücü Piyasası	47
4.4	Ücretler ve Verimlilik	49
5.	FİNANSAL KOŞULLAR ve PARA POLİTİKASI	55
5.1	Finansal Piyasalarda Görelî Performans	56
5.2	Kredi Koşulları	57
5.3	Para Politikası Uygulamaları	61
6.	KAMU MALİYESİ	71
6.1	Bütçe Gelişmeleri	71
6.2	Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	74
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	79
7.1	Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	79
7.2	Orta Vadeli Görünüm	81
	KUTULAR	
Kutu 2.1	ABD Vergi Reformunun Olası Etkileri	20
Kutu 3.1	Çekirdek Enflasyon Dinamiklerine Bakış	37
Kutu 4.1	2017 Yılı İthalat Dinamikleri: Yatırım ve Tüketim Mallarındaki Zayıf Seyir	51
Kutu 5.1	Para Piyasası Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği	65
Kutu 5.2	Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhalelerine (TUVDi) İlişkin Güncel Gelişmeler	68
Kutu 6.1	İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı	76
Kutu 7.1	2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi	84

1. Genel Değerlendirme

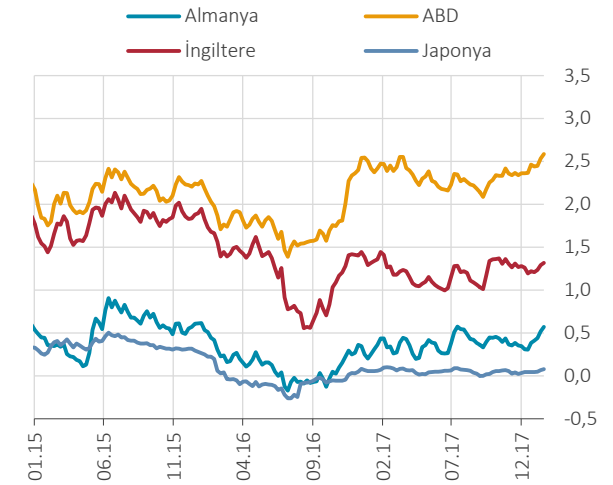
Küresel iktisadi faaliyet ve ticaret hacmindeki canlanma ve finansal piyasalardaki oynaklıklarda gözlenen düşük seyrin katkısıyla küresel risk iştahı gücünü korumakta, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri istikrarlı görünümünü devam ettirmektedir (Grafik 1.1). Küresel enflasyon emtia ve petrol fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak dalgalansa da, çekirdek enflasyon düşük seviyelerde yatay bir seyir izlemektedir. Bu kapsamda, başta ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankaları para politikasında normalleşme adımlarını ılımlı bir hızda devam ettirmektedir. Söz konusu adımların büyük ölçüde beklentiler paralelinde gerçekleşmesi nedeniyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faizlerindeki artışlar sınırlı kalmıştır (Grafik 1.2).

Grafik 1.1: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

Grafik 1.2: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Eylül ayı FOMC toplantısında Fed'in normalleşme sürecindeki kararlılığını vurgulaması dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde geçici artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi Eylül ayı ortalarından Kasım ayının ikinci yarısına kadar geçen dönemde jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir miktar olumsuz yönde ayrılmıştır. Ancak, Kasım ayı sonundan bu yana TCMB tarafından alınan politika önlemleri, küresel risk iştahındaki toparlanma ve jeopolitik risklerin azalması sayesinde döviz kuru oynaklıkları, piyasa faizleri ve risk primi gibi finansal göstergelerde iyileşme kaydedilmiştir. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye'ye yönelik portföy akımları bahsi geçen gelişmeler çerçevesinde bir miktar dalgalansa da, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğindeki güçlü girişlerin katkısıyla portföy akımları 2017 yılını birikimli olarak geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde tamamlamıştır. 2017 yılı ortalarından itibaren Kredi Garanti Fonu (KGF) kefaletli kredilerde limitlere yaklaşılması nedeniyle ticari kredilerde bir miktar ivme kaybı gözlenmiş; ancak iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün etkisiyle bankaların kredi verme iştahı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir.

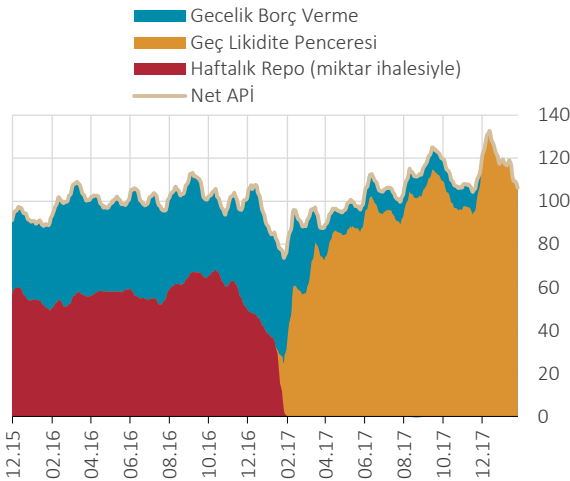
Tüketici enflasyonu, Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısındaki değer kaybı ve başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarındaki artışlar nedeniyle bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,72 puan artarak 2017 yılını yüzde 11,92 seviyesinde tamamlamıştır. Toplam talep koşulları enflasyondaki yukarı yönlü seyri desteklerken, kuvvetlenen maliyet yönlü etkilerin üretici fiyatlarını önceki iki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde ivmelendirdiği ve tüketici fiyatları üzerinde baskı oluşturduğu gözlenmiştir. İktisadi faaliyet, yılın üçüncü çeyreğinde, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu biçimde güçlü seyrini korumuştur. Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetin son çeyrekte gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Dayanıklı tüketim mallarına verilen teşviklerin sona ermesini takiben, dördüncü çeyrekte özel tüketimin bir miktar zayıfladığı, diğer taraftan makine teçhizat yatırımlarının dönemlik bazda toparlanmayı

sürdürdüğü tahmin edilmektedir. Bu dönemde ihracattaki güçlü seyrin devam ettiği, ithalat artışının ise ikinci ve üçüncü çeyreklerdeki yüksek oranların ardından bir miktar yavaşladığı görülmektedir. İthalattaki bu görünüm, iktisadi faaliyetteki sınırlı ivme kaybı ve döviz kuru gelişmelerinin yanı sıra altın ithalatındaki yavaşlamadan kaynaklandığı değerlendirilmektedir. 2018 yılında reel kurdaki birikimli değer kayıpları ve küresel büyümenin güçlenmesiyle birlikte ihracatın büyümeye desteğini sürdürmesi beklenirken, KGF kefaletli kredi desteğinin 2017'ye göre daha sınırlı olsa da sürdürülecek olması yurt içi talebi desteklemeye devam edecektir.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

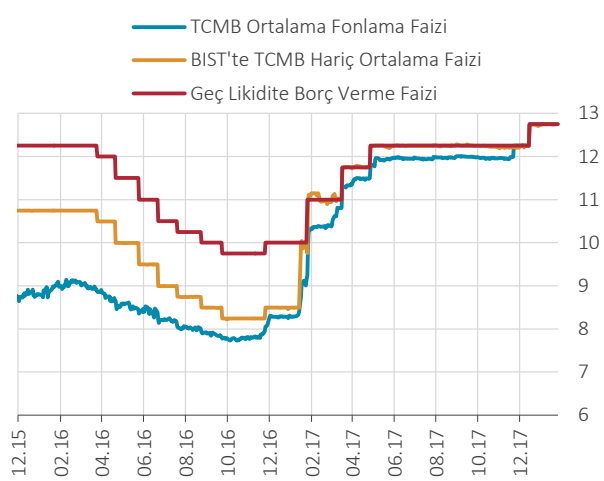
TCMB, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla 2017 yılı boyunca parasal sıkılaşmayı kademeli olarak güçlendirmiştir. Yıl boyunca para politikasının öngörülebilirliği de önemli ölçüde artmıştır. 2017 yılının ilk yarısında alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmada döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla, 2017 yılında iktisadi faaliyet güç kazanmıştır. Toplam talep ve kredi koşulları enflasyondaki iyileşmeyi geciktirmiştir. 2017 yılının son çeyreğinde, fiyatlama davranışlarına dair risklerin devamına dikkat çeken TCMB, para politikasının sıkılığını kademeli olarak güçlendirmiştir.

Grafik 1.1.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



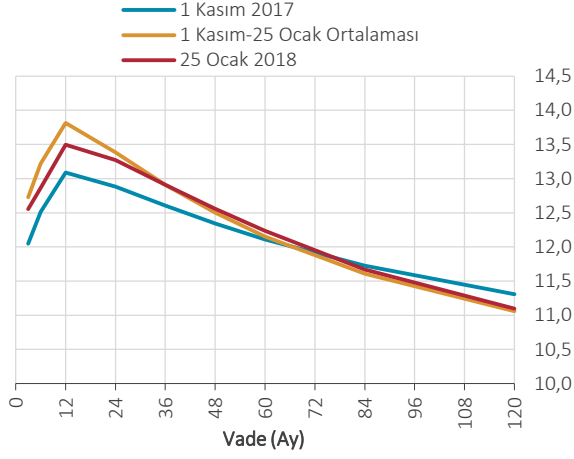
Kaynak: BIST, TCMB.

2017 yılının Kasım ayında, döviz kurunda yaşanan oynaklıkların ve ekonomik temellerden uzaklaşan fiyat oluşumlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri alınmıştır. Bu çerçevede, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitleri 22 Kasım 2017 tarihinden geçerli olmak üzere gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra düşürülerek, TCMB fonlamasının tamamı GLP kanalıyla yapılmaya başlanmıştır (Grafik 1.1.1). Buna bağlı olarak TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizi GLP borç verme faizi olan yüzde 12,25 seviyesinde oluşmuştur (Grafik 1.1.2). Ayrıca TCMB, döviz likiditesini destekleyici çeşitli önlemler almış ve 20 Kasım 2017 tarihinde reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesi amacıyla TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. 2017 yılı Aralık ayı PPK toplantısında enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ile yaşanan maliyet gelişmelerinin beklentiler ve fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayan TCMB, GLP borç verme faiz oranını yüzde 12,75'e yükseltmiştir. TCMB, 2018 yılı Ocak ayı PPK kararında, enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşu kararlılıkla sürdüreceğini ifade etmiştir.

Son dönemde jeopolitik risklerin bir miktar azalması ile uzun vadeli kur takası faizlerinde bir önceki Rapor dönemine göre gerileme gözlenirken kısa ve orta vadeli kur takası faizleri para politikasındaki sıkılaşmaya

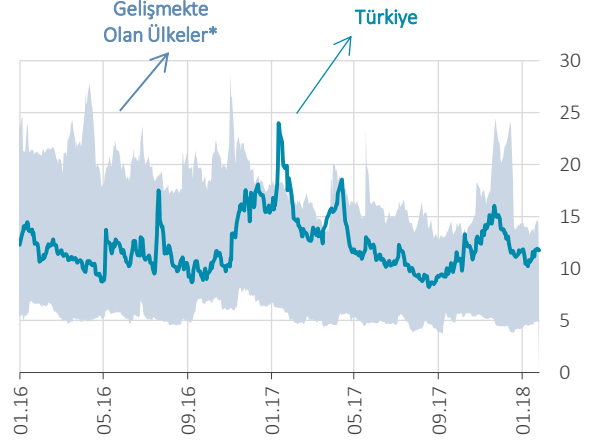
paralel olarak yükselmiş ve getiri eğrisinin negatif eğimi bir miktar daha belirginleşmiştir (Grafik 1.1.3). Kasım ayı sonundan bu yana Türk lirasının ima edilen oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer şekilde gerileme kaydetmiştir (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3 Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 1.1.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, %)

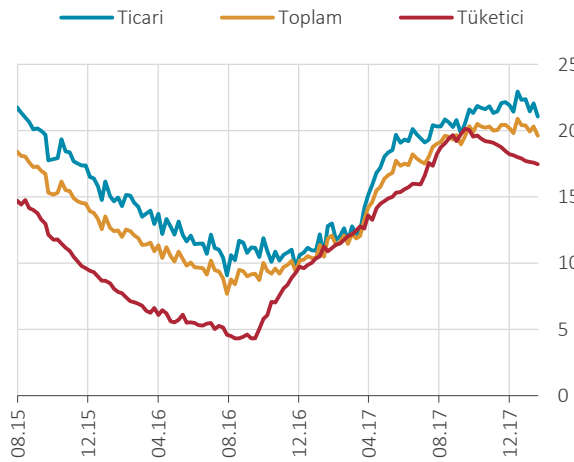


Kaynak: Bloomberg.

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

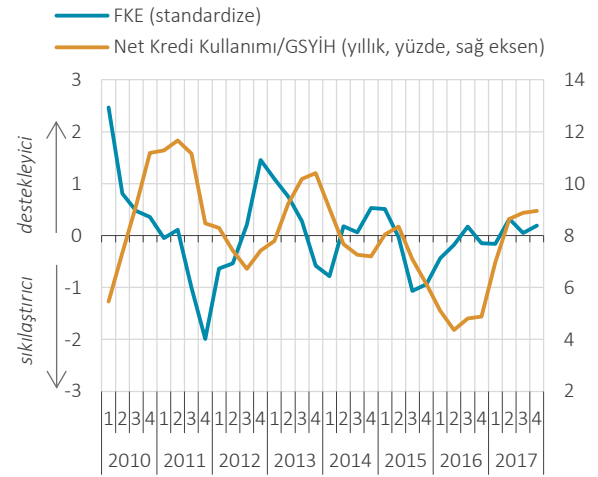
2017 yılı son çeyreğinde, çeşitli sektörlerdeki KDV indirimlerinin sona ermesine ilaveten, baz etkilerinin de katkısıyla tüketici kredileri artış hızı gerilemiştir. Söz konusu dönemde, Hazine destekli KGF kefalet teşvikinin önceden ilan edilen sınırlara yaklaşmış olmasının etkisiyle ticari kredilerdeki dengelenme süreci devam etmiş; toplam kredi büyüme hızı yatay seyretmiştir (Grafik 1.1.5). Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir göstergesi niteliğinde olan Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılı genelinde, toplam finansal koşulların iktisadi faaliyetteki canlanmayı desteklediğine işaret etmektedir (Grafik 1.1.6).

Grafik 1.1.5: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*



Kaynak: TCMB.

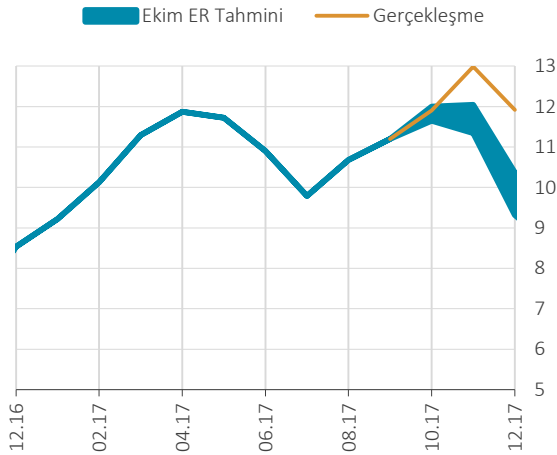
* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz: TCMB Çalışma Tebliği:15/13. Net kredi kullanımı/GSYİH, kredi stokundaki yıllık değişimin cari milli gelire oranını ifade etmektedir.

1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2017 yılsonunda yüzde 11,92 ile Ekim Enflasyon Raporu tahmininin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Benzer şekilde işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu da öngörülenden daha yüksek seyretmiştir (Grafik 1.2.2). Bu dönemde gıda enflasyonu yüzde 13,79'a ulaşarak öngörülerin önemli ölçüde üzerinde kalırken, Türk lirasındaki hızlı değer kaybı ile uluslararası petrol ve diğer girdi fiyatlarındaki belirgin artış da enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Bu dönemde iktisadi faaliyetteki güçlü seyir de enflasyondaki yükselişi destekleyen bir diğer unsur olmuştur.

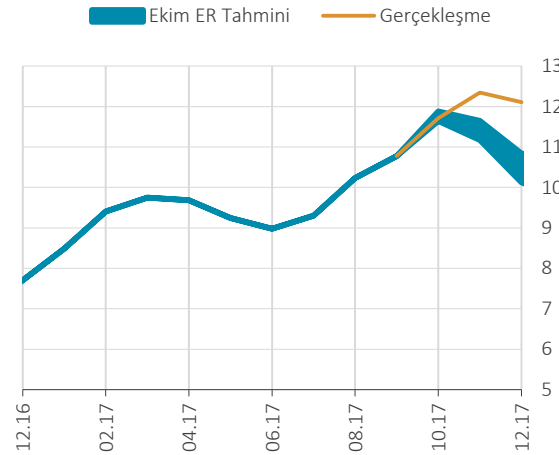
Grafik 1.2.1: Ekim 2017 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Ekim 2017 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



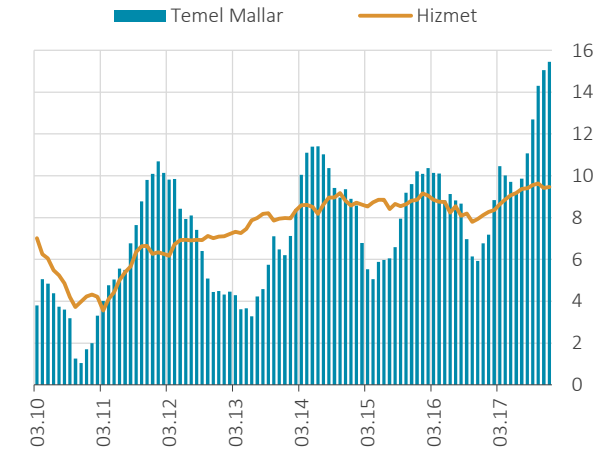
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Yılın dördüncü çeyreğinde, hizmet grubu yıllık enflasyonunda gözlenen sınırlı azalışa karşılık, temel mal, gıda ve enerji grubu enflasyonlarındaki artışla birlikte tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybı sonucu başta dayanıklı mallar olmak üzere temel mal enflasyonu belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.2.3). Bunun yanında, mobilya ile beyaz eşya sektörlerindeki geçici vergi indirimlerinin sona ermesi, belirli sektörlerde toplam talebin güçlü olması ve giyim grubunun ağırlık sistemindeki yöntem değişiminin etkileri temel mal enflasyonundaki yükselişte belirleyici olmuştur. Gıda enflasyonunda çeyrek genelinde kaydedilen artışta, işlenmemiş gıda grubundaki dalgalı seyre karşın, daha ziyade süt ürünleri kaynaklı olarak işlenmiş gıda fiyatları etkili olmuştur. Enerji fiyatları ise uluslararası petrol ve diğer girdi maliyetlerindeki gelişmelere bağlı olarak yükselmeye devam etmiştir.

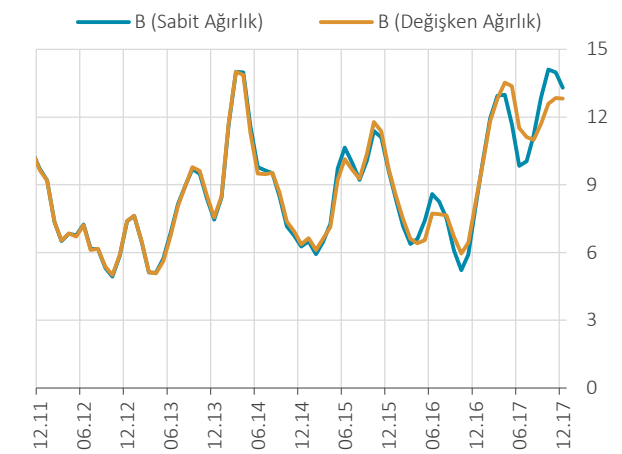
Üretici fiyatları kaynaklı baskılar, bu çeyrekte, döviz kuru gelişmeleri ile petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak güçlenmiştir. İktisadi faaliyetin güçlü seyri maliyet baskılarının enflasyon üzerinde hissedilir olmasında rol oynamıştır. Enflasyonun ulaştığı yüksek seviye, geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü olduğu alt kalemleri olumsuz etkilemiştir. Orta vadeli enflasyon beklentileri yükselişini sürdürerek tarihsel olarak yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu görünüm altında çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık enflasyonları bir önceki çeyreğe kıyasla artarak yüzde 12,3 seviyesine ulaşmıştır. Çekirdek göstergelerin ana eğilimi ise yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 1.2.4).

Grafik 1.2.3: Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.4: B Endeksi Ana Eğilimi* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama % Değişim)



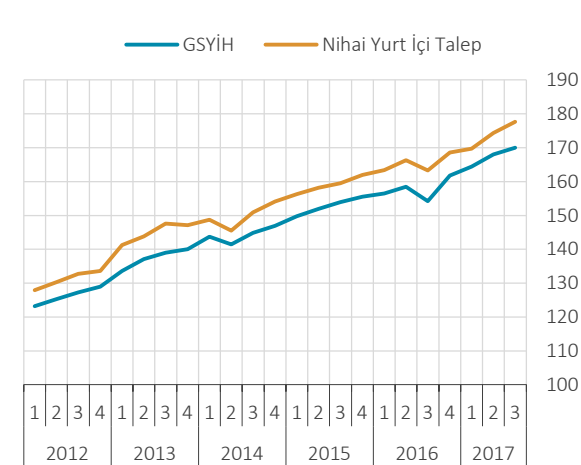
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 2017 yılı Ocak ayı ile birlikte giyim ve ayakkabı ürünlerinin tüketici fiyat endeksine dâhil edilmesinde değişkenden sabit ağırlık sistemine geçilmiştir. Bu geçişin çekirdek enflasyon ana eğilimine yansımalarına dair detaylı bir değerlendirme 6 Haziran 2017 tarihli TCMB blog yazısında bulunabilir.

Arz ve Talep

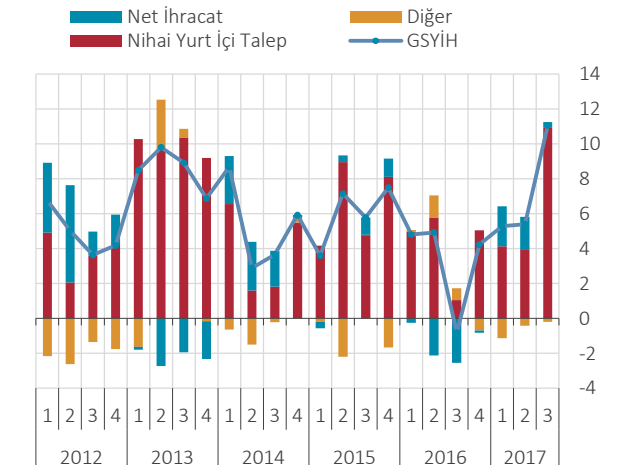
İktisadi faaliyet, yılın üçüncü çeyreğinde, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde yurt içi talep kaynaklı olarak gücünü korumuştur (Grafik 1.2.5). Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) üçüncü çeyrekte dönemlik olarak yüzde 1,2 oranında artarken, baz etkisi, çalışılan gün sayısındaki artış ve iktisadi faaliyetin ana eğilimindeki güçlü seyre bağlı olarak yıllık büyüme yüzde 11,1 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık büyüme temelde yurt içi talepten kaynaklanmıştır (Grafik 1.2.6). Talep bileşenleri açısından bakıldığında, vergi indirimlerine konu olan gruplardaki artışın da desteğiyle özel tüketim harcamaları yıllık büyümeye en yüksek katkıyı veren kalem olurken, makine-teçhizat yatırımları beş çeyreğin ardından yıllık büyümeye yeniden pozitif katkı yapmıştır. Öte yandan, yurt içi talepteki toparlanma ve altın ticaretindeki artışla birlikte ithalat üçüncü çeyrekte yüksek oranlı bir artış sergilemiştir. Böylece, ihracattaki olumlu seyre rağmen net ihracatın yıllık büyümeye katkısı üçüncü çeyrekte oldukça sınırlı kalmıştır.

Grafik 1.2.5: GSYİH ve Yurt İçi Talep (Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 1.2.6: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar* (% puan)



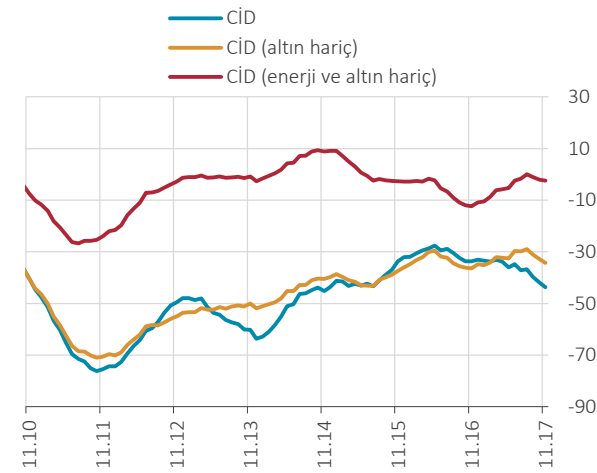
Kaynak: TÜİK

* Diğer kalemi, stokları ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistikî sapmayı kapsamaktadır.

Son dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyetin 2017 yılı son çeyreğinde de gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Vergi teşviklerinin etkisiyle öne çekilen talebin yavaşlamasıyla özel tüketimde bir miktar ivme kaybı gözlenirken, yatırımlardaki canlanma devam etmektedir. Dış ticaret tarafında ise turizm sektöründeki iyileşmenin de katkısıyla mal ve hizmet ihracatındaki artış eğilimi devam etmektedir. İç talebin daha ılımlı büyümesi, Türk lirasındaki reel değer kaybı ve altın ithalatındaki yavaşlama sonucu ithalatta ivme kaybı gözlenmektedir. Böylece son çeyrekte, yurt içi talebin çeyreklik büyümeye katkısı azalırken, net ihracatın katkısının ise artması beklenmektedir. Reel olarak ihracattaki artış ve ithalattaki ivme kaybına karşılık başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen belirgin yükseliş, cari işlemler dengesinde yılın son çeyreğinde sınırlı bir bozulmaya neden olmuştur.

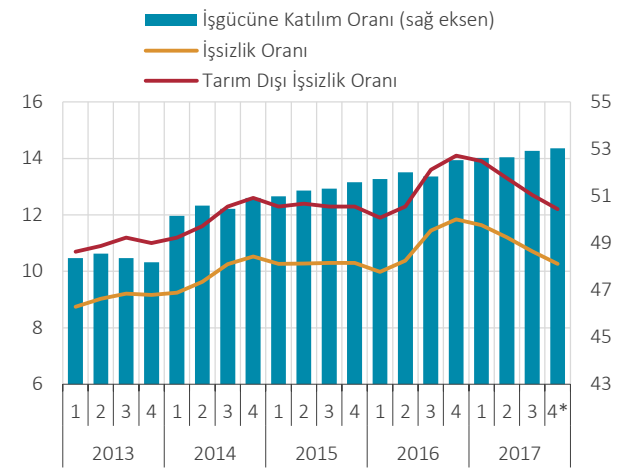
Baz etkisi ve talep uyarıcı politikalar gibi 2017 yılına özgü unsurların desteğinin azalması ile birlikte 2018 yılında iktisadi faaliyetin ana eğilimine yönelerek kademeli olarak potansiyel düzeyine yakınsayacağı öngörülmektedir. Reel kurdaki birikimli değer kayıpları ve küresel büyümenin istikrar kazanmasıyla birlikte 2018 yılında ihracatın büyümeye desteğinin sürmesi ve cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir (Grafik 1.2.7). KGF kefaletli kredi desteğinin 2017'ye göre daha sınırlı olsa da 2018 yılında da devam edecek olması yurt içi talebi destekleyen bir faktör olacaktır. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın sektörel yayılımının artmasıyla birlikte büyümenin işgücü piyasasına yansımaları belirginleşmektedir. Diğer yandan istihdamdaki artışların yanında katılım oranının da artması işsizlik oranlarındaki düşüşü sınırlamaktadır (Grafik 1.2.8). Büyümenin istikrarlı bir biçimde sürmesiyle istihdam imkânlarını genişletecek yatırımlardaki artışın ve işsizlik oranlarındaki düşüşün kademeli olarak devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 1.2.7: Cari İşlemler Dengesi (CİD) (12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

*Ekim dönemi.

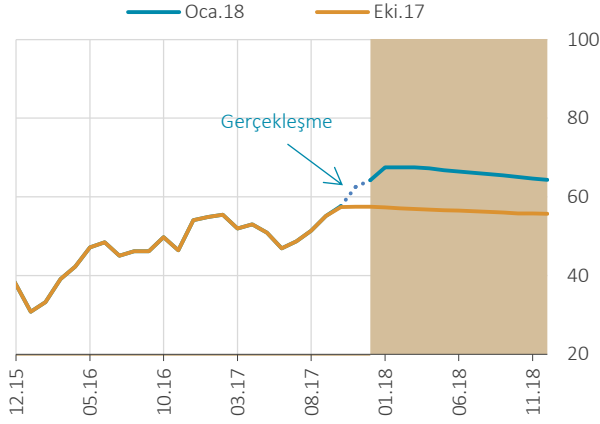
Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde, önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Ekim Enflasyon Raporu'na göre belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmiştir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için 56 ABD dolarından 66 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ham petrol ve diğer enerji kalemlerinin yanı sıra endüstriyel metal gibi üretime girdi oluşturan emtia fiyatlarında da son dönemde yükseliş gözlenmiştir. Bu çerçevede, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında da 2018 yılı için yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 1.2.9 ve Grafik 1.2.10).

Yılın üçüncü çeyreğinde düşüş gösteren yıllık gıda enflasyonu, son çeyrekte 1,28 puan yükselerek yüzde 13,79 olmuştur. Böylece, gıda enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin üzerinde gerçekleşmiştir. İşlenmiş gıda enflasyonu bu dönemde gıda enflasyonundaki yükselişin ana belirleyicisi olmuştur. Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi)

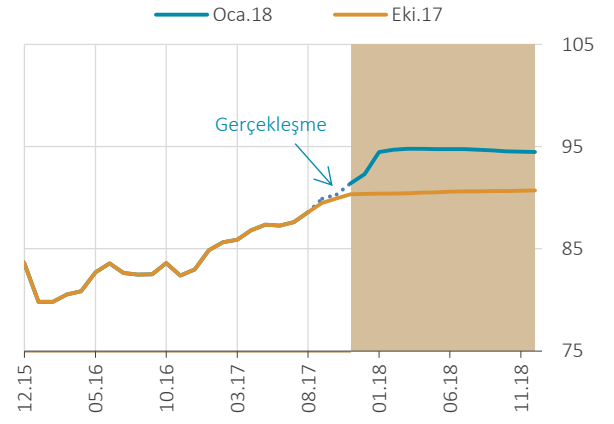
gündemindeki tedbirler de dikkate alınarak, gıda enflasyonu varsayımı 2018 ve 2019 yıl sonu için yüzde 7 olarak korunmuştur.

Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.
Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 1.2.10: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler (Endeks, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

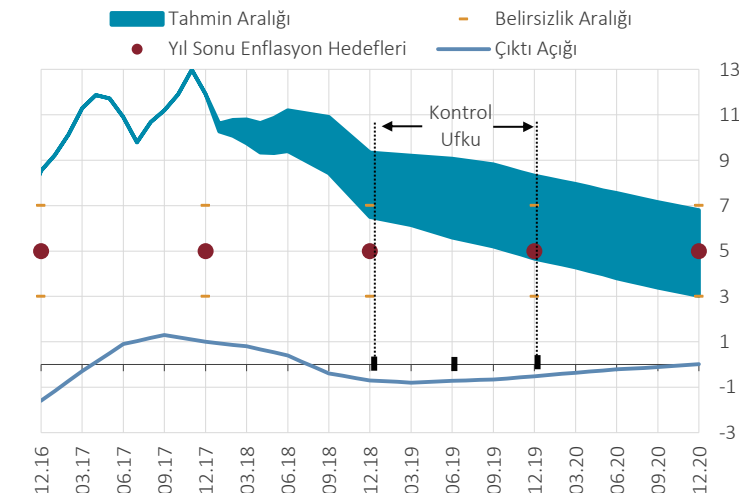
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

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 OVP projeksiyonları ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı öngörülmüştür. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için de 2018-2020 dönemini kapsayan OVP projeksiyonları temel alınmıştır.

1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı, 2018 yıl sonunda yüzde 7,9 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 6,5'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 6,5 ile yüzde 9,3 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2019 yılı sonunda ise yüzde 4,7 ile yüzde 8,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir

Bu çerçevede, 2018 yıl sonu enflasyon tahmini, Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,9 puan yukarı çekilmiştir. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımına dair yapılan yukarı yönlü güncellenmenin 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,7 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. İktisadi faaliyet görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak 2017 ve 2018 genelinde bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2018 yıl sonu tahminini 0,1 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür. Ayrıca, 2017 son çeyrekteki enflasyon gerçekleşmelerinin Ekim Enflasyon Raporu'ndaki tahminlerin üzerinde olması ve enflasyon ana eğilimindeki yükseliş 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan yukarı yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 7 olarak açıklanan 2018 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 7,9'a yükseltilmiştir.

Diğer taraftan, Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki güncellemeye bağlı olarak 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,5 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. 2018 yılı ikinci yarısı ve 2019 yılını kapsayan döneme ilişkin ortalama çıktı açığı tahminindeki güncelleme sınırlı olduğu için bu güncellenmenin 2019 yılı enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etki yapmadığı değerlendirilmiştir. Böylece Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,0 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 6,5'e yükseltilmiştir.

Birikimli döviz kuru etkilerinin ve ithalat fiyatlarında 2017 yılında gözlenen hızlı artışların enflasyon üzerindeki etkilerinin kademeli olarak zayıflayacak olması 2018 yılında enflasyona düşüş yönünde katkı yapacak başlıca unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, 2018 yılında iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörüsüne ek olarak, para ve maliye politikaları arasında güçlü bir şekilde devam edecek eşgüdüm dâhilinde vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının Orta Vadeli Program (OVP) ile uyumlu seyredeceği bir makro politika çerçevesi de enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecektir.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel büyümeye ilişkin veriler gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde büyümenin eşanlı olarak devam ettiğini göstermektedir. PMI göstergelerinin her iki ülke grubu için de büyümeye işaret eden seviyelerde olması ve özellikle Euro Bölgesi için önümüzdeki dönem büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesi küresel ekonomik görünümün istikrarlı seyrini teyit eder niteliktedir. Küresel enflasyon emtia ve petrol fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak dalgalanmakla birlikte düşük düzeyini korumakta, küresel çekirdek enflasyon ise yatay bir seyir izlemektedir.

Önümüzdeki dönemde, olumlu küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü risk oluşturabilecek unsurların başında Orta Doğu ve Kore yarımadası ile ilgili jeopolitik gelişmeler ve dış ticarete artan korumacı söylemlerin yansıması sayılabilir. Bunun yanında ABD vergi reformu küresel ekonomik görünüm açısından pozitif bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Başta Fed ve Avrupa Merkez Bankası olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankaları para politikasında normalleşme adımlarını devam ettirmektedir. Söz konusu adımların beklentiler paralelinde gerçekleşmesi nedeniyle mevcut durumda piyasa tepkisi ılımlı seyretmektedir. Ancak sıkılaşma eğilimi üzerindeki riskler yukarı yönlüdür. ABD'de istikrar kazanan ekonomik canlanma ile birlikte Fed, politika normalleşmesi konusundaki kararlılığını ortaya koymuştur. Euro Bölgesi için de büyüme görünümünün güçlenmiş olması nedeniyle Avrupa Merkez Bankası para politikasının beklentilerden daha önce sıkılaşabileceği değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetteki güçlü seyre rağmen ücret artışlarının hızlanmaması fiyat artışlarını sınırlamaktadır. Bununla birlikte, işgücü piyasasındaki istikrarlı toparlanma küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Son dönemde petrol fiyatlarında gözlenen hareketler de küresel enflasyondaki istikrarlı seyri bozabilecek temel unsurlardan biri olarak görülmektedir.

Küresel iktisadi faaliyet ve ticaret hacmindeki olumlu görünümün yanı sıra küresel risk iştahının sürmesi sayesinde gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy girişleri güçlü seyretmektedir. 2018 yılında, büyüme görünümündeki olumlu seyrin korunması ve gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşmenin ılımlı seyretmesi durumunda portföy girişlerinin süreceği değerlendirilmektedir. Türkiye'ye yönelik portföy akımları ise özellikle jeopolitik risklere bağlı olarak dönem dönem dalgalı bir seyir izleyebilmektedir.

Küresel finansal koşulların yanı sıra, yurt içi finansal koşullar da genel olarak iktisadi faaliyeti destekleyici yönde gerçekleşmektedir. Aralık ayı PPK toplantısından bu yana döviz kuru oynaklıkları, piyasa faizleri ve risk primi gibi finansal göstergelerde iyileşme kaydedilmiştir. TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu güçlendirmesinin etkisiyle getiri eğrisinin negatif eğimi belirginleşmiştir. 2017 yılı ortalarından itibaren KGF kefaletli kredilerde limitlere yaklaşılması nedeniyle geçmiş yıllar ortalamalarına yakın seviyelerde dengelenmiş görünen kredi büyümesinin toplam talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir.

Ek kredi ivmesinin büyümeye verdiği desteğin zayıflaması ve dayanıklı mallara uygulanan vergi teşviklerinin son bulmasıyla yurt içi talepte bir miktar yavaşlama görülmekte ve ekonominin 2017 son çeyreği ile birlikte ana eğilimine yönelmeye başladığı değerlendirilmektedir. 2018 yılında, 2017 yılındaki destekleyici politikaların etkisinin azalacak olmasına ek olarak para politikasındaki sıkı duruş ve OVP kapsamındaki mali tedbirlerin kredi büyümesi ve iktisadi faaliyetteki normalleşmenin ana unsurları olması beklenmektedir. Bununla birlikte, 2018 yılında KGF desteğinin daha sınırlı da olsa devam edecek olması yurt içi talebi destekleyen bir faktör olacaktır. Önümüzdeki dönemde, turizmde süregelen toparlanmanın, küresel büyüme görünümündeki iyileşmenin ve reel kurun destekleyici seyrinin ihracat kanalıyla büyümeye ve cari dengeye olumlu katkı vermeye devam etmesi beklenmektedir. Mevcut görünüm altında, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler iktisadi faaliyet açısından önemli rol oynamaya devam etmektedir. Bu faktörlerden kaynaklanabilecek döviz kuru oynaklıkları, finansal koşulların iktisadi faaliyete verebileceği desteğin zamanlaması ve gücü üzerinde aşağı yönlü risk oluşmaktadır.

2017 yılının son çeyreğinde enflasyon görünümü gerek döviz kuru gerekse emtia kanalıyla güçlenen maliyet yönlü baskılar ve gıda fiyatlarındaki yükseliş sonucunda bozulmuştur. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlamada davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyonun ulaşmış olduğu yüksek seviye, geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü olduğu alt kalemleri olumsuz etkilerken; orta vadeli enflasyon beklentilerinde henüz bir iyileşme gözlenmemesi, gerek ücret ayarlamaları gerekse genel fiyatlamada davranışları kanalıyla enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Söz konusu riskler enflasyon görünümünde 2018 yılının ilk aylarında gözlenmesi beklenen iyileşmeyi sınırlayabilecektir.

Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. Aralık ayında büyük ölçüde baz etkileri ve hava koşullarına bağlı olarak yıllık tüketici enflasyonunu düşürücü yönde rol oynayan gıda fiyatları, 2018 yılının ilk çeyreğinde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklı olarak tüketici fiyatları üzerinde belirleyici olabilecektir. Gıda enflasyonu varsayımları oluşturulurken, Gıda Komitesi'nin almakta olduğu tedbirlerin gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri büyük ölçüde dengeleyeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Ayrıca petrol fiyatlarındaki gelişmeler de yurt içinde enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Diğer yandan, birikimli döviz kuru etkileriyle temel mal grubunda enflasyonun yukarı yönlü eğilimini sürdürdüğü, toplam talep koşullarının da bu yükselişi desteklediği izlenmektedir. Hizmet enflasyonundaki yüksek seviyeler dikkate alındığında çekirdek enflasyon görünümünde henüz belirgin bir iyileşme olmadığı değerlendirilmektedir.

TCMB enflasyon görünümündeki bu gelişmeler sonucunda parasal duruşunu sıkılaştırmıştır. Öncelikle 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yaklaşık 25 baz puan yükselmesi

sağlanmıştır. Ayrıca, Aralık ayındaki PPK toplantısında, borç verme faiz oranı 50 baz puan artırılmış, Ocak ayında ise mevcut sıkı duruşun korunmasına karar verilmiştir.

Enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir. Mevcut veriler itibarıyla bu duruş, enflasyon trendinde ikna edici bir düşüş sağlanana kadar sıkı para politikasının korunmasını gerektirmektedir. 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.

Para ve maliye politikaları arasında kuvvetlendirilen eşgüdümün bir yansıması olarak kamu maliyesinin enflasyonla mücadeleye verdiği desteğin arttığı değerlendirilmektedir. 2017 yılı genelinde vergi artışı kaynaklı enflasyonist etkiler geçmiş yılların önemli oranda altında kalmıştır. Söz konusu politika eşgüdümünün sürekli ve sistematik bir yapıya dönüştürülmesi yönünde yürütülmekte olan ortak çabaların 2018 yılında da enflasyonla mücadeleye katkıda bulunacağı beklenmektedir.

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. Bunun yanı sıra, enflasyondaki katılık ve oynaklıkları azaltacak yapısal adımlara devam edilmesi fiyat istikrarına ve toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel ekonomik büyüme ve ticaret hacmi 2017 yılında toparlanma sürecine girmiş ve gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde eşanlı bir büyüme performansı gözlenmiştir. Tüketici ve reel kesim güven endekslerindeki iyimser görünümün yanı sıra, elverişli küresel finansman koşullarının da katkısıyla, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir.

Güçlü küresel büyüme görünümüne ve emtia fiyatlarında özellikle enerji fiyatları kaynaklı oluşan yukarı yönlü seyre karşın küresel enflasyon oranları düşük seviyelerini korumaktadır. Dolayısıyla, gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme süreci öngörülebilir bir hızda gerçekleşmektedir. Başta Amerikan Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere, gelişmiş ülkelerin, para politikasında normalleşme adımlarını önümüzdeki dönemde de ılımlı bir hızda devam ettirmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, küresel para politikalarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri sınırlı düzeylerde kalmış; risk iştahı yüksek seviyelerde seyretmiş ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları, jeopolitik gelişmelerle bir miktar sekteye uğrasa da 2017 yılı boyunca güçlü ve istikrarlı seyretmiştir. Küresel finansal koşulların, yüksek seyreden risk iştahının ve olumlu küresel büyüme görünümünün gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarını 2018 yılında da desteklemeye devam etmesi beklenmektedir.

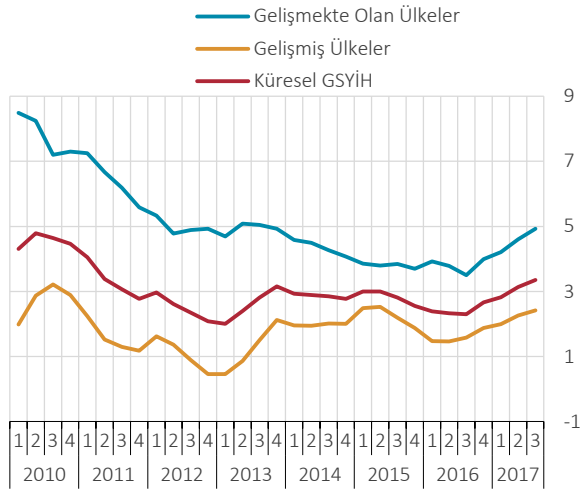
Küresel ekonomi ve finansal koşullardaki mevcut olumlu görünüme rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü riskler bulunmaktadır. ABD’de vergi reformunun uygulamaya konulacak olması ABD’deki hisse senedi piyasasına dair olumlu beklentileri beslerken, söz konusu politikanın bütçe açıklarında artışa neden olması durumunda para politikasındaki sıkılaştırmanın ve ABD hazine tahvil faiz oranlarındaki artışın öngörülenden daha hızlı gerçekleşebileceği değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından da açıklanmaya başlanan normalleşme süreçlerinin hızı ve miktarının öngörülerin ötesinde olması durumunda, finansal piyasalarda gözlenen olumlu havanın tersine dönmesi mümkündür. Ayrıca, başta Çin olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında özel sektör borçluluğunun yüksek seviyelere ulaşmış olması finansal kırılganlığı artıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan küresel ekonomi politikalarına dair belirsizlikler, artan korumacılık eğilimleri ve jeopolitik riskler küresel ekonominin büyüme potansiyelini sınırlayarak önümüzdeki dönem küresel büyüme performansı üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu bağlamda, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği not edilmelidir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette, 2017 yılının ilk yarısında yaşanan olumlu büyüme performansı, yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiş; küresel ekonominin büyüme hızı, hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak bir önceki döneme göre artmıştır (Grafik 2.1.1). Bu dönemde başta Euro Bölgesi ve Japonya olmak üzere, gelişmiş ülkeler olumlu bir büyüme performansı sergilemiştir. Buna karşın, İngiltere’nin büyüme hızındaki yavaşlama anılan dönemde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgelerinde büyüme hızları artış göstermiştir. Latin Amerika Bölgesinde Brezilya’da yaşanan toparlanma eğilimi çok daha belirgin hale gelirken, Türkiye ekonomisindeki hızlı büyüme Doğu Avrupa bölgesinde büyüme hızını yukarı çeken en önemli faktör olmuştur. Anılan dönemde, Çin’in büyüme hızındaki yavaşlamaya rağmen, başta Hindistan olmak üzere diğer Asya ülkelerinin büyüme oranları artmış ve sonuç olarak Asya bölgesi üçüncü çeyrekte bir önceki döneme eşdeğer bir büyüme hızı yakalamıştır (Grafik 2.1.2).

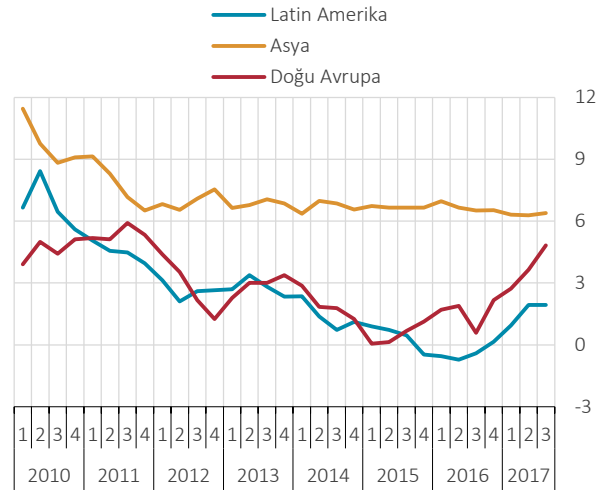
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)

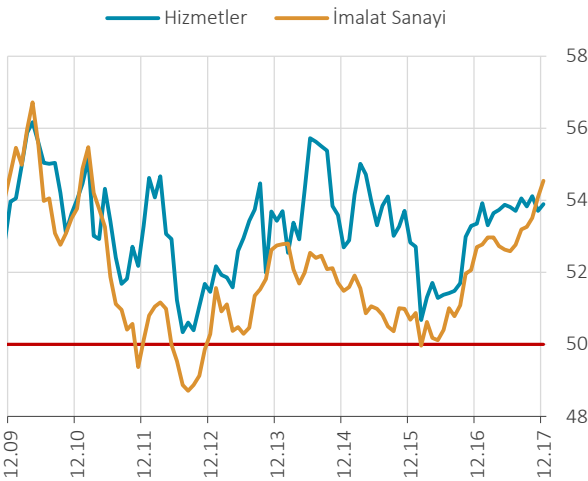


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

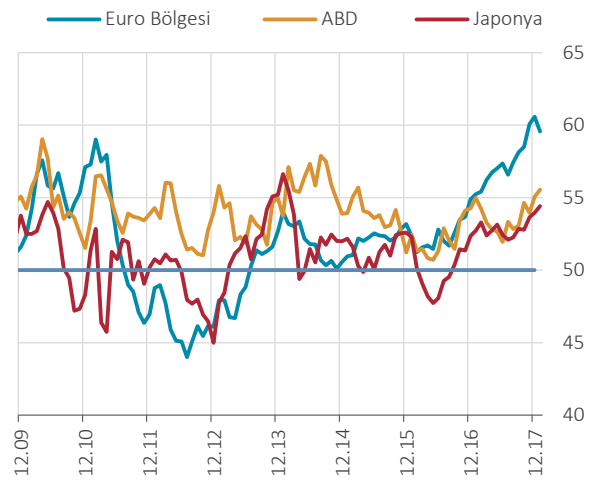
2017 yılının son çeyreğine ait küresel PMI verileri, önceki dönemlere kıyasla daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir. Anılan dönemde özellikle küresel imalat sanayii PMI göstergesinin belirgin bir şekilde yükselmeye devam ettiği görülmektedir (Grafik 2.1.3). Söz konusu yükselişte, başta Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkelere ait imalat sanayii PMI göstergelerindeki belirgin artış etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerin PMI göstergelerindeki olumlu görünümün, 2018 yılı Ocak ayında da sürdüğü görülmektedir (Grafik 2.1.4). Ayrıca, ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'da sanayi üretiminin yıllık büyüme hızı Ekim ve Kasım aylarında belirgin bir şekilde yükselmiş; işgücü piyasalarındaki olumlu görünüm de devam etmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, gelişmiş ülkelerin, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre daha yüksek bir büyüme hızı sergilemiş olduğu tahmin edilmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: Markit.

Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI

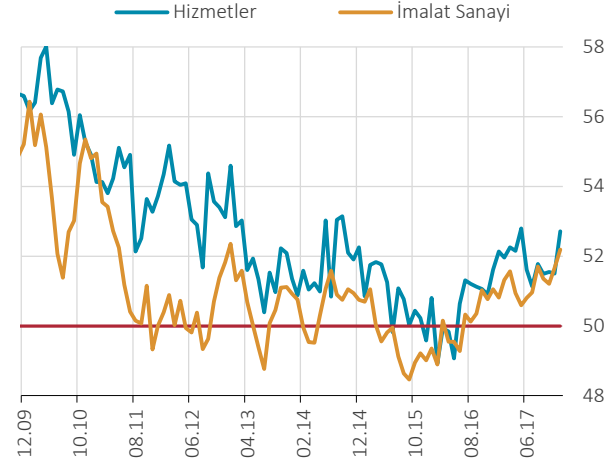


Kaynak: Markit.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI verileri, 2017 yılının dördüncü çeyreğinde gerek imalat sanayii gerekse hizmetler alt endekslerinde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). Nitekim Ekim ve Kasım aylarında, gelişmekte olan ülkelerin genelinde sanayi üretiminin yıllık büyüme oranı belirgin bir şekilde artmıştır. Söz konusu ülke grubuna yönelik sermaye akımlarındaki güçlü seyrin, geçtiğimiz yılın son

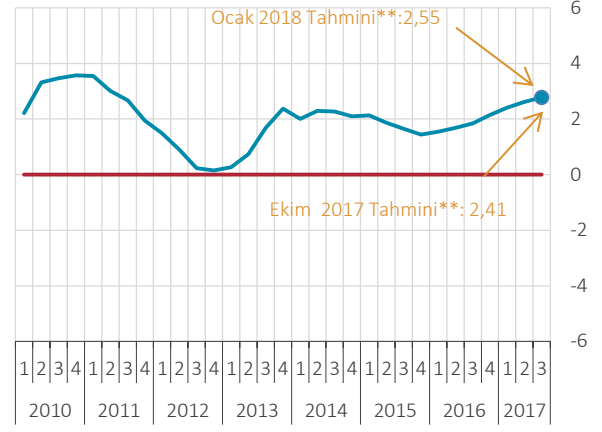
çeyreğinde de sürdüğü dikkate alındığında, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki olumlu performansın 2017 yılının son çeyreğinde devam etmiş olduğunu söylemek mümkündür.

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi*
(Yıllık Ortalama % Değişim)



* Toplulaştırma yapılırken ülkeler, Türkiye'nin altın hariç ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.

** 2017 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Özetle, küresel ekonominin geçtiğimiz yılın son çeyreğinde hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak büyümeye devam etmiş olduğu ve küresel büyüme oranının önceki çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerinden elde edilen, 2017 yılsonu küresel büyüme tahmininin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artması söz konusu beklentiyi desteklemektedir. Büyüme tahminlerinin tüm ülke gruplarında yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi kullanılarak hesaplanan yıllık küresel büyüme oranı, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.1.6). Bu durum, Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin dış talep görünümünün 2016 yılına kıyasla daha olumlu seyrettiğine işaret etmektedir. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerinin, 2018 yılına ilişkin küresel büyüme tahmini ise bir önceki enflasyon raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu nedenle, Türkiye'nin dış ticaretinde 2017 yılında gözlenen olumlu performansın 2018 yılında da devam etmesi beklenmektedir.

Tablo 2.1.1: 2017 ve 2018 Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

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

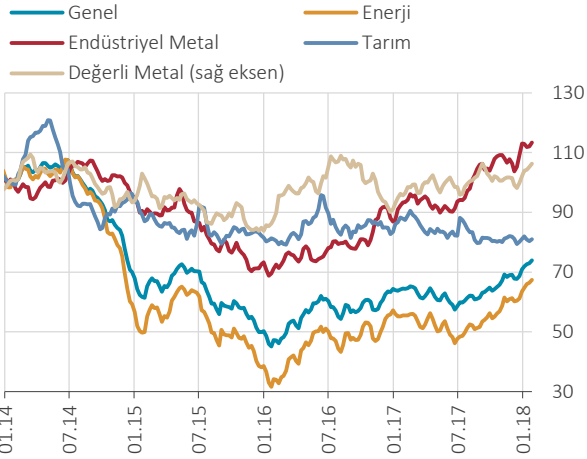
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

2017 yılının dördüncü çeyreğinde emtia genel endeksi, enerji ve endüstriyel metal fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak, bir önceki çeyreğe göre yüzde 9 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde enerji fiyatları yüzde 14,1, endüstriyel metal fiyatları yüzde 6,8 oranlarında artarken; değerli metal ve tarım fiyatları, sırasıyla 0,4 ve 2,7 oranlarında düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).

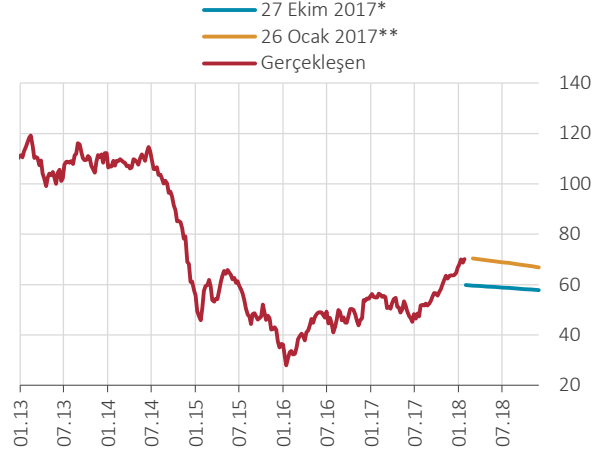
Bu dönemde, hem talep hem arz yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. Küresel ekonomide yaşanan olumlu büyüme performansının yanı sıra, Kuzey Amerika'da yaşanan aşırı soğuklar, petrol fiyatları üzerinde talep kaynaklı yukarı yönlü bir etki oluşturmuştur. Üretim tarafında ise, OPEC'in üretimi kısma kararına ek olarak, halen sürmekte olan Ortadoğu kaynaklı jeopolitik riskler petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tutarak petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Özellikle, İran'da yaşanan siyasi gelişmeler nedeniyle, Ocak ayının ikinci haftasında Brent tipi ham petrol fiyatları 69 ABD doları seviyesine kadar yükselmiştir. Vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2018 yılı sonunda 67 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)



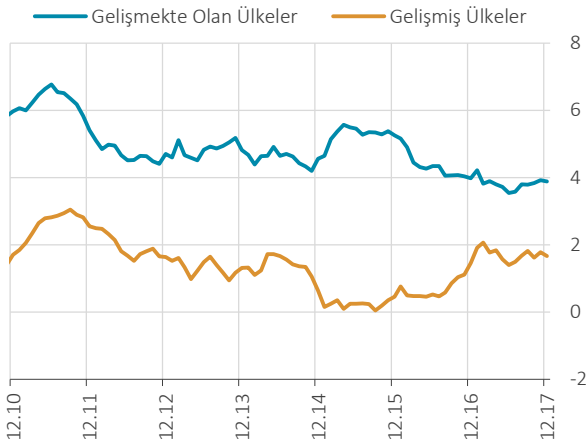
Kaynak: Bloomberg.

*1-27 Ekim 2017 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**1-26 Ocak 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

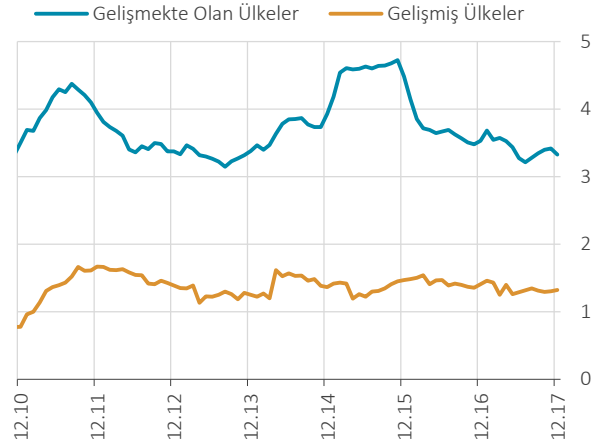
Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, manşet enflasyon oranı gelişmiş ülkeler grubunda yataya yakın seyrederken, gelişmekte olan ülkelere bir miktar artış göstermiştir (Grafik 2.2.3). Çekirdek enflasyon oranı da gelişmiş ülkeler grubunda fazla değişmezken, gelişmekte olan ülkelere sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.4). 2018 yılına ilişkin enflasyon beklentileri ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre genellikle yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

ABD ekonomisinde, düşük seyreden işsizlik oranlarına rağmen nominal ücret artışlarının enflasyonist baskı oluşturmamasına ek olarak anket ve piyasa bazlı beklentilerin yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında olması, düşük ve istikrarlı bir enflasyon görünümüne işaret etmektedir. ECB'nin destekleyici para politikası adımlarının ve büyümeye bağlı olarak azalan atıl kapasitenin yanında ücret artışlarının ivmelenmesinin orta vadede Euro Bölgesinde enflasyon eğilimini ılımlı bir şekilde artıracağı tahmin edilmektedir. Japonya'da ise enflasyon beklentilerinin gelişmeleri geriden takip etmesi nedeniyle enflasyonun yüzde 2'lik hedefe yakınsamasının zaman alacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan, İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizlikler dolayısıyla geçmişte değer kaybeden İngiliz sterlini, ithalat fiyatlarını artırmak suretiyle

İngiltere’de enflasyonu hedefin üzerine taşımış, ancak, orta vadeli enflasyon beklentileri hedef civarında gerçekleşmiştir. Yakın gelecekte ithalat fiyatlarında düşüş olması durumunda, İngiltere’de enflasyonun yüzde 2’lik hedefe yakınsamakla birlikte hedefin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, Fed’in ve ECB’nin para politikası normalleşme süreçlerinin öngörülenden hızlı gerçekleşmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları ve güçlenen iktisadi faaliyet ile jeopolitik riskler nedeniyle petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarında gerçekleşebilecek olası yükselişler olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1: 2018 Yılı Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ekim	Ocak
Gelişmiş Ülkeler		
ABD	2,0	2,1
Euro Bölgesi	1,3	1,4
Almanya	1,6	1,7
Fransa	1,1	1,3
İtalya	1,2	1,1
İspanya	1,3	1,5
Yunanistan*	1,0	0,9
İngiltere	2,6	2,6
Japonya	0,7	0,9
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Asya Pasifik	2,1	2,2
Çin	2,1	2,2
Hindistan**	4,6	4,7
Latin Amerika	18,4	51,0
Latin Amerika (Venezuela hariç)	-	5,7
Brezilya*	4,0	4,1
Doğu Avrupa	4,8	5,1
Rusya*	4,1	4,1

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Küresel para politikasının seyrinin en önemli belirleyicilerinden olan Fed, beklentiler ve FOMC üyelerinin tahminleri ile uyumlu şekilde 2017 yılını üç faiz artışı ile tamamlamıştır (Grafik 2.3.1). Söz konusu adımların genellikle beklentiler paralelinde gerçekleşmesi nedeniyle mevcut durumda piyasa tepkisi ılımlı seyretmektedir. Eylül ayı FOMC toplantısında Fed, ABD’de istikrar kazanan ekonomik canlanma ile birlikte, politika normalleşmesi konusundaki kararlılığını ortaya koymuştur. 2017 yılı Eylül ve Ekim aylarında Fed’in para politikasını beklenenden fazla sıkılaştırılabileceğine yönelik endişeler küresel risk iştahının bir miktar zayıflamasına ve gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarının sınırlı da olsa ivme kaybetmesine neden olmuştur. Bununla birlikte Fed’in para politikasına dair bu kaygıların Aralık ayı FOMC toplantısının ardından azalması küresel risk iştahının yeniden toparlanmasını sağlamış; gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri Aralık ayında yeniden güçlenmiştir. Fed’in bilanço küçültme programı da

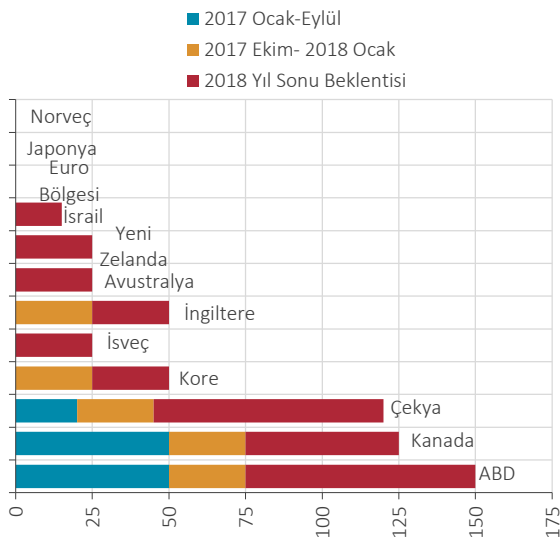
açıklandığı şekilde uygulanmaya devam etmiş ve yine beklentiler dâhilinde finansal piyasalar üzerinde olumsuz bir etkisi gözlenmemiştir.

Aralık ayında gerçekleşen Fed ve ECB toplantılarında mevcut politika duruşunun korunması yönünde kararlar alınmıştır. Vergi reformunun büyüme ve enflasyon üzerinde beklenen artırıcı etkisi ve Fed'in Eylül ayında verdiği mesaj çerçevesinde Aralık ayı faiz artışı, toplantının çok öncesinde beklentilere yansımış, dolayısıyla finansal piyasalar üzerinde belirgin bir etki yaratmamıştır. Ayrıca, 2018 yılı için üç, 2019 yılı için ise iki faiz artışı yapılması yönündeki medyan FOMC tahminleri korunmuştur. Vadeli fiyatların ima ettiği politika faizi patikası da Fed öngörülleri ile tutarlı görünmektedir. Bu çerçevede, 2018 yılı için dört veya daha fazla artış olma olasılığının dahi yüzde 10'un üzerinde olması Fed'in sıkılaşma eğiliminin piyasa fiyatlamalarına yansımış olduğunu göstermektedir.

ECB, Aralık ayı toplantısında para politikası görünümünde bir değişikliğe gitmemiş, tahvil alım programı ileride sona erse dahi, faizlerin uzun süre artmasının beklenmediği ve gerekli görüldüğü takdirde, tahvil stoku korunacak şekilde, tahvil almaya devam edileceği tekrar vurgulanmıştır. Buna karşın, büyüme tahminlerinin yukarı güncellenmesi, özellikle 2018 yılı tahmininin yüzde 1,8'den yüzde 2,2'ye yükseltilmesi, euro'nun bir miktar güçlenmesine neden olmuştur. Bununla birlikte, enflasyon tahminlerinin 2020 yılı sonunda dahi, hedefin altında, yüzde 1,7 oranında bir enflasyona işaret ediyor olması, önümüzdeki dönemde, Euro Bölgesi para politikasının destekleyici yönde olmaya devam edeceği izlenimini güçlendirmektedir.

İngiltere Merkez Bankası ise artan enflasyon ve zayıflayan büyüme görünümü altında Kasım ayında 25 baz puan faiz artırmıştır. Banka'nın önümüzdeki 2-3 yıl içerisinde para politikasını bir miktar daha sıkılaştırmaya ihtiyaç duyacağı değerlendirilmektedir. Destekleyici para politikasına devam eden Japonya Merkez Bankası, yakın zamana kadar sıkılaşma yönünde bir sinyal vermemiştir. Resmi bir açıklama olmamasına karşın, Ocak ayı başında uzun vadeli tahvillerdeki alım miktarlarının düşürülmesi, ilk sıkılaşma belirtileri olarak değerlendirilmiştir. Diğer gelişmiş ülke para politikalarında ise beklentiler dâhilinde sıkılaşma eğilimi sürmüştür, Ekim-Ocak döneminde Kore, Kanada ve Çek Cumhuriyeti merkez bankalarının faiz artırdıkları gözlenmiştir (Grafik 2.3.1). Özetle, gelişmiş ülkelerdeki faiz beklentileri ve politika mesajları halen temkinli ve ılımlı bir para politikası normalleşmesine işaret etmektedir.

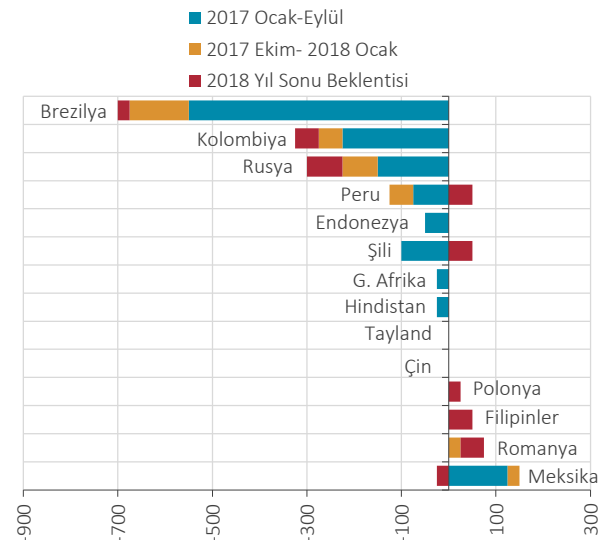
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2018* (baz puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 25 Ocak 2018 itibarıyladır.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2018* (baz puan)



Kaynak: Bloomberg.

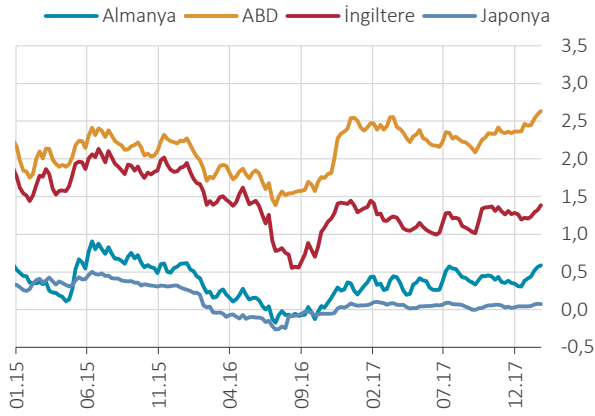
* Gerçekleşmeler 25 Ocak 2018 itibarıyladır.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşlarında ise 2017 yılı üçüncü çeyreğinde gözlenen heterojen görünüm devam etmektedir. 2017 yılın dördüncü çeyreğinde, Brezilya, Rusya ve Kolombiya merkez bankaları, para politikalarında gevşeme süreçlerini sürdürmüşlerdir. Buna karşın, 2018 yılı beklentileri söz konusu merkez bankalarının da gevşeme süreçlerinin sonuna yaklaştıklarına işaret etmektedir (Grafik 2.3.2).

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

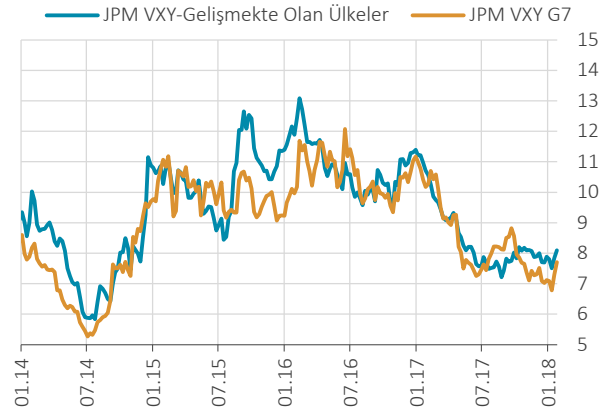
2017 yılının dördüncü çeyreğinde, ABD ekonomisine ilişkin açıklanan güçlü büyüme ve işgücü piyasası verileri Fed'in 2017 Aralık ve 2018 yılı için faiz artırımı sürecine dair beklentileri desteklemiştir. Bu bağlamda, Fed'in 2018 yılında da faiz artışlarını sürdüreceğine dair bekleyişler tahvil getirilerindeki ılımlı yükselişi devam ettirmiştir. Benzer şekilde, ekonomik güven endeksinin son 20 yılın zirvesine çıktığı Euro Bölgesindeki olumlu makroekonomik görünüm, Almanya tahvil getirilerini artırmaktadır (Grafik 2.4.1). 2018 yılı Ocak ayının ikinci haftasında Japonya Merkez Bankasının sürpriz bir şekilde uzun vadeli tahvil alımlarını azaltacağını açıklaması da küresel tahvil getirilerindeki yukarı yönlü hareketi desteklemektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

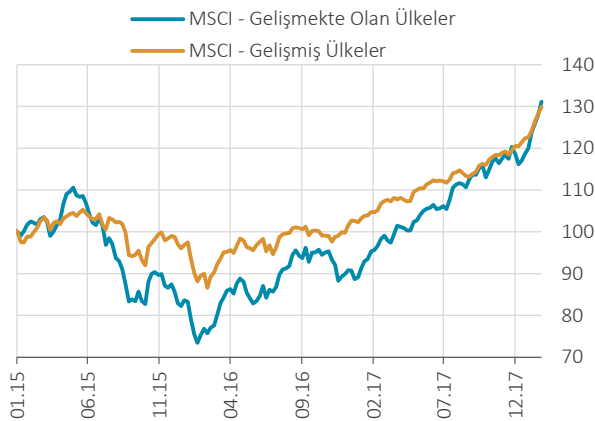
Grafik 2.4.2: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

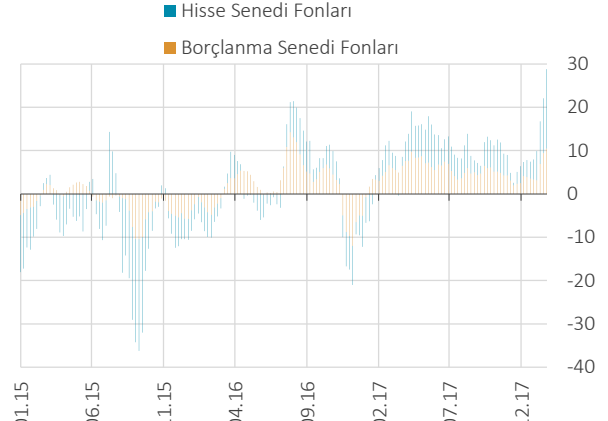
Küresel finansal koşullardaki olumlu seyrin devamı, risk algısını düşük tutarken hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke kur oynaklıklarında düşük seviyeler görülmüştür (Grafik 2.4.2). ABD'de kurumlar vergisinde indirime gidilecek olması şirketlerin karlılık beklentilerini yükselterek ABD borsası endekslerini tarihi yüksek seviyelere taşıırken (Kutu 2.1), risk iştahının yüksek seyri, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarına da girişlerin sürmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3).

Grafik 2.4.3: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

Küresel risk iştahının bulunduğu yüksek seviye ve gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu büyüme performansına bağlı olarak, 2017 yılının son çeyreğinde söz konusu ülke grubuna portföy girişleri devam etmiştir. Böylece, 2017 yılı, gelişmekte olan ülkelere güçlü ve istikrarlı portföy girişlerinin gözlemlendiği bir yıl olmuştur (Grafik 2.4.4). Gerek olumlu büyüme performansı gerekse küresel risk iştahının seyri, portföy akımlarının 2018 yılında da benzer bir eğilim sergilemesini destekler niteliktedir.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ükelere 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
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7

Kaynak: EPFR.

Bölgesel olarak bakıldığında, yılın son çeyreğinde tüm bölgelerde portföy girişleri devam etmiştir (Tablo 2.4.1). Yılın ikinci çeyreğinden itibaren ağırlıklı olarak Asya ülkelerine yönelen portföy akımları, bu eğilimini yılın son çeyreğinde de devam ettirmiştir. Hindistan'da gerek borçlanma senedi gerekse hisse senedi piyasasına güçlü girişler devam etmiştir. Çin'e yönelen portföy akımları ise ivme kaybetmiş; yılın son çeyreğinde borçlanma senedi piyasasından çıkış gözlenirken, hisse senedi piyasasına girişler yavaşlamıştır. Asya ülkelerine girişler ağırlıklı olarak hisse senedi piyasaları kaynaklı gerçekleşirken, Latin Amerika ülkelerine girişler borçlanma senedi piyasaları kaynaklı olmaya devam etmiştir.

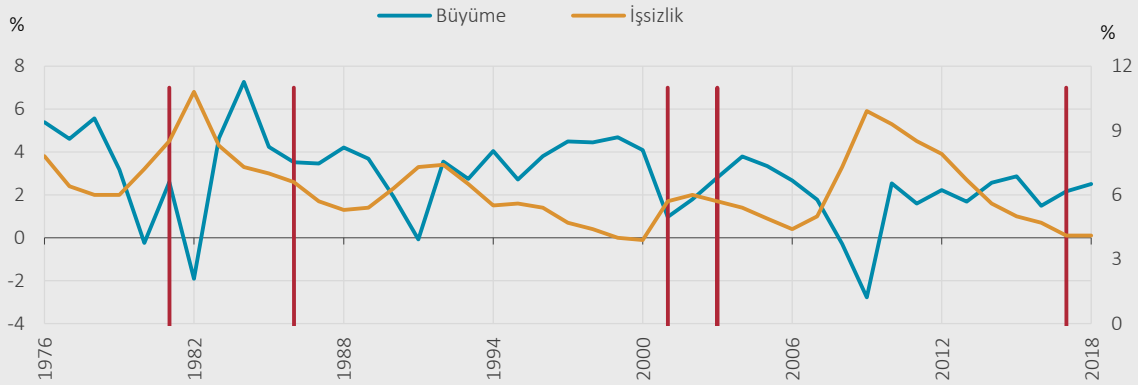
Kutu 2.1

ABD Vergi Reformunun Olası Etkileri

Kutuda, ABD’de yakın zamanda yürürlüğe girmesi öngörülen vergi indirimlerinin gerekçeleri ve başta ekonomik büyüme olmak üzere, olası etkileri tartışılmaktadır.

ABD’de, son kırk yıllık dönemde, 1981 yılında gerçekleştirilen vergi indirimi haricinde, vergi indirimlerinin, ekonomik büyüme ve işsizlik üzerinde beklenen olumlu sonuçları vermediği görülmektedir (Grafik 1). Geçmiş vergi indirimlerinin önemli bir ortak özelliği, bu önlemlerin ekonomik büyümenin yavaşladığı, işsizlik oranının yükselme eğiliminde olduğu ve kamu borç stokunun görece olarak düşük seyrettiği dönemlerde hayata geçirilmiş olmasıdır. ABD ekonomisinde son dönemde yaşanan olumlu büyüme performansı ile işsizlik oranının küresel kriz öncesindeki seviyesine gerilediği, buna karşın kamu borç stokunun çok yüksek seviyede seyrettiği dikkate alındığında, yeni vergi reformunun zamanlamasının önceki vergi indirimlerinden belirgin bir şekilde ayrıştığı görülmektedir.

Grafik 1: ABD’de Ekonomik Büyüme, İşsizlik ve Vergi İndirimleri



Kaynak: US Bureau of Economic Analysis, US Bureau of Labor Statistics.

Not: Geçmiş indirim tarihleri kırmızı çizgilerle gösterilmiştir.

Vergi İndiriminin Gerekçeleri

ABD küresel ekonomide kurumlar vergisi oranının en yüksek olduğu ülkelerden birisidir. Tablo 1’den görüleceği üzere, ABD yaklaşık yüzde 39 düzeyindeki vergi oranı ile G20 ülkeleri arasında en yüksek kurumlar vergisi oranını uyguladığı ülkedir.

Üzerinde yaklaşık bir yıldır çalışılan ve 20 Aralık 2017 tarihinde Amerikan kongresinden geçen vergi reformu çerçevesinde, kurumlar vergisi oranının yüzde 20’ye indirilmesi planlanmaktadır. Bu değişiklik, özellikle vergi oranlarının yüksekliği nedeniyle yurtdışına yönelen yatırımların yeniden yurtiçine döneceği, yurtiçi yatırımların artacağı ve dolayısıyla ekonomik büyümenin hızlanacağı, istihdam düzeyinin yükseleceği savunulmaktadır. Vergi oranlarının düşürülmesi, kısa vadede bütçe açığını artıracak olsa da, ekonomik büyüme ve dolayısıyla gelir düzeyi üzerindeki yükseltici etkisi nedeniyle orta ve uzun dönemde vergi gelirlerini ve bütçe dengesini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir (Feldstein, 2017).

Tablo 1: Kurumlar Vergisi Oranları*

Amerika Birleşik Devletleri	39,1	Meksika	30,0
Japonya	37,0	Kanada	26,1
Arjantin	35,0	Çin Halk Cumhuriyeti	25,0
Güney Afrika Cumhuriyeti	34,6	Endonezya	25,0
Fransa	34,4	Güney Kore	24,2
Brezilya	34,0	İngiltere	24,0
Hindistan	32,5	Rusya Federasyonu	20,0
İtalya	31,4	Suudi Arabistan	20,0
Almanya	30,2	Türkiye	20,0
Avusturya	30,0		
G20 Ortalaması			29,1
ABD hariç G20 Ortalaması			28,5
OECD Ortalaması			24,8

Kaynak: Congressional Budget Office, Mart 2017.

*Oranlar 2012 yılı için hesaplanmıştır.

Yeni vergi reformu çerçevesinde, gelir vergisi oranlarında da indirimle gidilmektedir. Yeni planda, dört farklı gelir vergisi dilimi tanımlamakta ve ilk üç alt gelir vergisi dilimlerinde indirimle gidilmektedir. En üst gelir vergisi diliminde ise yüzde 39,6 olan vergi oranında bir değişiklik yapılmamaktadır. Bu nedenle, yeni vergi düzenlemesiyle, alt ve orta gelirli hane halklarının vergi yükünün hafifletilmesi ve daha eşitlikçi vergilendirmeyle iç talebin canlandırılması hedeflenmektedir.

Vergi İndiriminin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Olası Etkisi

İktisat teorisinde vergi indiriminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, esas olarak arz taraflı etkileri çerçevesinde ele alınmaktadır. Diğer bir deyişle ekonomik büyüme açısından asıl önemli olan, vergi indirimlerinin kısa dönemde toplam talepten ziyade, uzun dönemde potansiyel GSYİH'yi artırıcı etkisidir. Ancak, bu durumun gerçekleşmesi şu koşullara bağlıdır:

- Vergi indirimleri sonrasında, ekonomik birimlerin gelir ve karlılık düzeyleri artacağından, çalışmamanın veya üretim yapmamanın fırsat maliyeti yükselecektir. Kısaca "ikame etkisi" olarak tanımlayabileceğimiz bu etki, hane halkı ve firmaları daha fazla çalışmaya, tasarruf ve yatırım yapmaya yönlendirecektir.
- Vergi indirimleri sonrasında ekonomik birimler, mevcut iktisadi aktifeleri ile daha fazla gelir elde edeceklerinden, bu durum onları daha az çalışmaya, tasarruf ve yatırım yapmaya da teşvik edebilir. Bu nedenle, kısaca "gelir etkisi" olarak tanımlayabileceğimiz bu etkinin küçük ya da önemsiz olması gerekir.
- Vergi indirimlerinin bütçe açığını ve kamu borcunu artırmaması gerekir. Yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar, vergi indirimleri sonrasında meydana gelen bütçe açıklarının uzun süreli olarak borçlanmayla finanse edilmesi durumunda uzun dönemde ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuştur (Gale ve Orszag 2014, Auerbach ve Gale 2017).

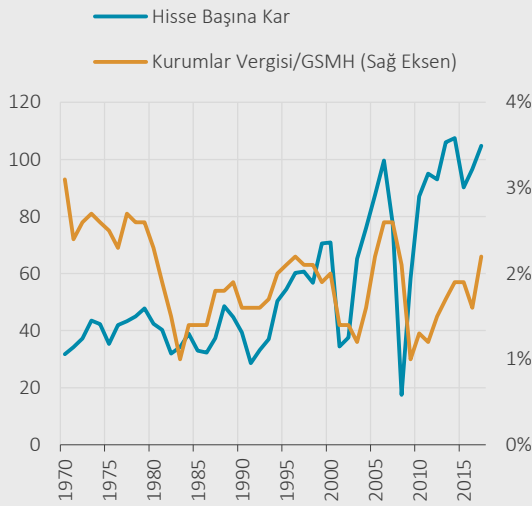
Vergi indirimlerinin ekonomiye olan etkisi verimlilik artışı şeklinde ise, uzun dönemde yıllık büyüme oranı daha yüksek olacaktır. Eğer bahsi geçen etki sadece tasarrufları artırıcı bir etki ise, vergi indirimleri potansiyel GSYİH'da sadece bir defalık genişlemeye neden olacak ve uzun dönemde büyüme oranında kalıcı bir etki yaratmayacak, fakat ekonomiyi daha yüksek bir büyüme

patikasına yerleştirecektir. Üçüncü bir seçenek her iki durumun birlikte gerçekleşmesidir. Kuşkusuz vergi indirimleri sonrasında bütçe gelirlerinde meydana gelen azalış, kamu harcamalarının azaltılması suretiyle telafi edilebilir. Eğer özellikle verimsiz ve kaynak israfına neden olan kamu harcamaları azaltılırsa, bu durum ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir. Ancak altyapı, eğitim ve sağlık gibi fiziki ve beşeri sermaye birikimi açısından önem taşıyan kamu yatırım harcamalarında indirimle gidilmesi durumunda, uzun dönemde ekonomik büyüme olumsuz etkilenecektir.

Bu çerçevede vurgulanması gereken iki nokta bulunmaktadır. Eğer ekonomi, talep yetersizliği nedeniyle potansiyelinin altında üretim yapıyorsa, vergi indirimleri ekonomik birimlerinin harcamalarını artırarak kısa dönemde büyümeyi hızlandırabilecektir. Ancak, vergi indirimlerinin kısa dönemli talep taraflı etkileri ile yukarıda bahsedilen uzun dönemli arz taraflı etkileri arasındaki ayırım yapılması önemlidir. Nitekim vergi indirimlerinin arz taraflı olumlu etkilerinin gerçekleşmesi, farklı bir deyişle ekonominin yeni uzun dönemli büyüme patikasına yakınsaması, ancak çok uzun bir süre içerisinde olabilmektedir (Barro ve Sala-i-Martin, 2004).

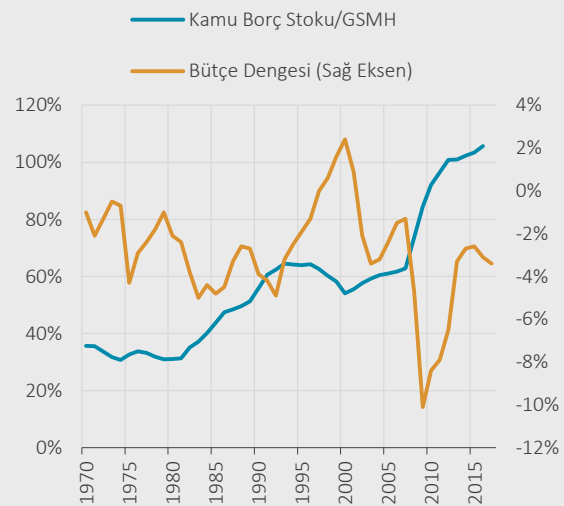
ABD’de uygulamaya konulan vergi reformu, beraberinde bazı eleştiri ve tartışmaları da gündeme getirmiştir (Delong 2017). Bu eleştirilerin, özellikle iki noktada yoğunlaştığı görülmektedir: Birincisi, ABD ekonomisinde vergi sonrası şirket karlılıklarının hali hazırda tarihi olarak yüksek seviyede seyrettiği görülmektedir (Grafik 2). Yüksek karlılık oranlarına rağmen, ABD’de sabit sermaye yatırımlarının büyüme hızı düşüktür ve bu durumun tasarruf açığından ziyade, talep yetersizliğinin sonucu olduğu söylenmektedir. İkincisi, ABD’nin bütçe açığı son dönemde tekrar yükselme eğilimine girmiştir ve borç stokunun GSYİH’ya oranı %100 oranını aşarak tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır (Grafik 3). Bu nedenle, vergi indirimi kısa dönemde iç talebi uyararak ekonomik büyümeyi hızlarsa da, söz konusu uygulamanın orta ve uzun vadede ABD kamu mali dengesini daha da kötüleştirme olasılığının yüksek olduğu ileri sürülmektedir (Mankiw 2017). Bu olasılığın gerçekleşmesi, reel faizlerinin yükselmesine neden olarak, yatırımları olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Grafik 2: Kurumlar Vergisi ve Firma Karlılıkları



Kaynak: IRS, Shiller Indices.

Grafik 3: ABD Kamu Mali Dengesi ve Borç Stoku



Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Özetle, geçmiş deneyimlerin ışığında ve mevcut koşullar altında, vergi reformunun beklenen olumlu etkilerinin yanı sıra, bazı belirsizlikler ve riskler taşıdığı da ileri sürülmektedir. Ayrıca, vergi reformunun firma karlılık beklentilerini güçlendirerek ABD hisse senedi piyasalarında balona yol açabileceği de dile getirilmektedir.

Kaynakça

Auerbach, Alan ve William G. Gale (2017) “The Fiscal Outlook in a Period of Policy Uncertainty”, Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution.

Barro, Robert J. ve Xavier Sala-i-Martin (2004), “Economic growth”, MIT Press, Cambridge.

DeLong, J. Bradford (2017) “Supply-Side Amnesia”, Project Syndicate, 6 Eylül: <https://www.project-syndicate.org/columnist/j--bradford-delong>.

Feldstein, Martin (2017) “Tax Reform and Budget Deficits in America”, Project Syndicate, 29 Ağustos: <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-tax-reform-and-budget-deficits-by-martin-feldstein-2017-08?barrier=accessreg>.

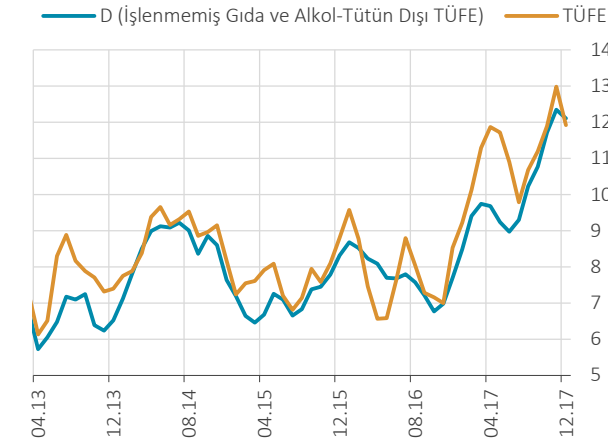
Gale, William G. ve Peter R. Orszag (2004) “Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates.” Brookings Papers on Economic Activity 2004 (2): 101-187.

Mankiw, N. Gregory (2017) “A Tax Cut Might Be Nice. But Remember the Deficit”, The New York Times, 2 Haziran: <https://www.nytimes.com/2017/06/02/upshot/a-tax-cut-might-be-nice-but-remember-the-deficit.html>.

3. Enflasyon Gelişmeleri

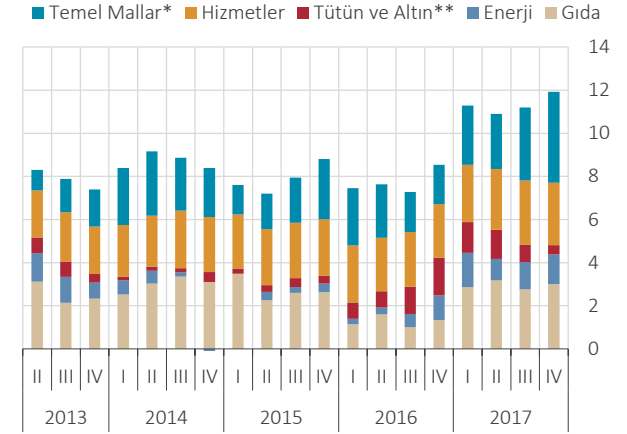
Tüketici enflasyonu bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,72 puan artarak 2017 yılını yüzde 11,92 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 3.1). Enflasyon, Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısındaki değer kaybı ve başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarındaki artışlar nedeniyle temel mallar öncülüğünde artış kaydetmiş, toplam talep koşulları da enflasyondaki yukarı yönlü seyri desteklemiştir. Yılın son çeyreğinde Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısında yüzde 10 civarında değer kaybetmesiyle yıl içindeki birikimli değer kaybı yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bunun yanında bu dönemde başta petrol olmak üzere emtia fiyatları yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. Bu doğrultuda, üretici fiyatlarının artışı son iki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde hızlanmış ve tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlü seyrini korumuştur. Enflasyonun ulaşmış olduğu yüksek seviye, başta hizmet fiyatları olmak üzere endeksleme davranışının güçlü olduğu kalemler üzerinde olumsuz seyrini sürdürmüştür. Ayrıca giyim grubundaki yöntem değişikliğinin enflasyon üzerindeki yukarı yönlü etkisi bu dönemde zayıflamakla birlikte devam etmiştir.¹ İktisadi faaliyetlerdeki güçlü seyir başta temel mallar olmak üzere enflasyondaki yukarı yönlü seyri destekleyen bir unsur olmuştur.

Grafik 3.1: TÜFE ve D (İşlenmemiş Gıda ile Alkol-Tütün Dışı TÜFE, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temel Mallar: Gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar.

** Tütün ve Altın: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

Alt gruplar bazında incelendiğinde, gıda enflasyonunda çeyrek genelinde kaydedilen yükselişte, işlenmemiş gıda grubundaki dalgalı seyre karşın, daha ziyade süt ürünleri kaynaklı olarak işlenmiş gıda fiyatları etkili olmuştur. Uluslararası petrol fiyatlarındaki önemli artış neticesinde, enerji fiyatları bu çeyrekte de yükseliş eğilimini sürdürmüştür. Bu dönemde alt gruplar bazında en belirgin yükseliş dayanaklı tüketim malları öncülüğünde temel mal enflasyonunda izlenmiş; bu gelişmede Türk lirasındaki değer kaybı, mobilya ile beyaz eşya sektörlerindeki geçici vergi indirimlerinin geri alınması ve belirli sektörlerde toplam talebin güçlü seyrinin yanında giyim grubunun ağırlık sistemindeki yöntem değişikliğinin etkileri hissedilmiştir. Hizmet enflasyonu ise sınırlı bir düşüşle yüksek seviyesini korumuştur. Böylelikle, çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu yüzde 12,3 seviyesine yükselmiştir. Bu görünüm altında, bu çeyrekte temel mal, gıda ve enerjinin yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla sırasıyla, 0,8, 0,2 ve 0,1 puan yükselirken, alkol-tütün-altın ile hizmet gruplarının katkısı sırasıyla 0,4 ve 0,1 puan azalmıştır (Grafik 3.2).

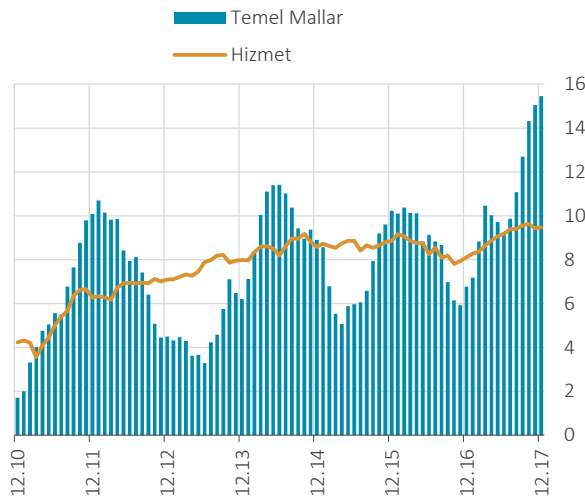
¹ Mevsimsel ürünlerin tüketici fiyat endeksinde dahil edilmesinde değişken ağırlıktan sabit ağırlık sistemine geçişin, giyim ve ayakkabı grubu enflasyonu ve çekirdek enflasyonun ana eğilimine yansımalarına dair detaylı değerlendirmeler için bkz. Enflasyon Raporu 2017-II, Kutu 3.2 ve "Giyim ve Ayakkabı Grubu Ağırlık Yapısındaki Değişimin Enflasyon Ana Eğilimine Etkisi" başlıklı (6 Haziran 2017 tarihli) TCMB blog yazısı.

Özetle son çeyrekte, enflasyon görünümü gerek döviz kuru gerekse emtia kanalıyla güçlenen maliyet yönlü baskılar ve gıda fiyatlarındaki yükseliş sonucunda bozulmuştur. Özellikle, Türk lirasındaki birikimli değer kaybının bu dönemde daha da artması görünümü olumsuz etkileyen başlıca unsur olmuştur. İktisadi faaliyetin güçlü seyri de maliyet baskılarının enflasyon üzerinde hissedilir olmasında rol oynamıştır. Enflasyonun ulaşmış olduğu yüksek seviye, geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü olduğu alt kalemleri olumsuz etkilemiştir. Diğer taraftan 2017 yılı genelinde vergi artışı kaynaklı enflasyonist etkilerin geçmiş yılların önemli oranda altında kalarak enflasyonda daha olumsuz bir görünümü sınırladığı izlenmiştir. Enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ve yaşanan maliyet gelişmeleri, beklentiler ve fiyatlamada davranışlarına dair riskleri canlı tutmaktadır. Söz konusu riskler enflasyon görünümünde 2018 yılının ilk aylarında gözlenmesi beklenen iyileşmeyi sınırlayabilecektir.

3.1 Temel Enflasyon Görünümü

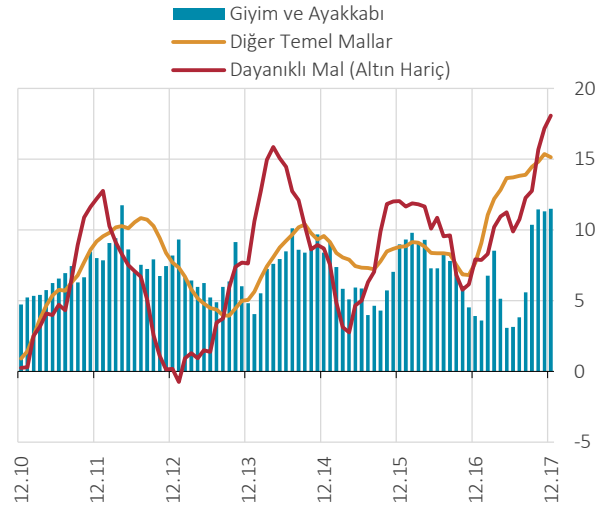
Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın dördüncü çeyreğinde 2,75 puan artarak yüzde 15,45'e yükselmiştir (Grafik 3.1.1). Bu yükselişte, döviz kuru gelişmelerine ve beyaz eşya ile mobilya fiyatlarında yapılan geçici vergi indirimlerinin geri alınmasına bağlı olarak artan dayanıklı tüketim malları fiyatları ana belirleyici olmuştur. Belirli sektörlerde toplam talebin güçlü seyri de enflasyondaki yükselişi desteklemiştir. Giyim grubunda yıllık enflasyon bir miktar yükselmiş, giyim ve dayanıklı dışında kalan (diğer) temel mallarda ise fiyat artışları, birikimli kur etkilerine bağlı olarak hızlanmıştır.

Grafik 3.1.1: Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.2: Temel Mal Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Alt gruplar itibarıyla incelendiğinde, dayanıklı tüketim malları fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 7,58 ile yüksek bir oranda artış göstermiş, bu grupta yıllık enflasyon 5,32 puan yükselerek yüzde 18,08'e ulaşmıştır (Grafik 3.1.2). Döviz kurundaki değer kaybının birikimli etkileri grup geneline yayılırken, bu dönemde ithal bileşeni yüksek ürünlerde güçlü fiyat artışları izlenmiştir. Nitekim otomobil ve beyaz eşya fiyatları yüksek oranlarda artmış ve dayanıklı mal grubu yıllık enflasyonundaki yükselişte öne çıkmıştır (Tablo 3.1.1). Otomobil fiyatlarındaki artışta döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki artışların yanı sıra vergi sistemindeki değişikliğin de etkisi hissedilmiştir. Daha önce motor hacmine göre belirlenmiş olan ÖTV oranının, motor hacminin yanı sıra ÖTV matrahına göre de farklılaşması, 2016 yılı Aralık ayında efektif vergi oranını artırarak otomobil fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir etki oluşturmıştır. 2017 yılında ise gerek döviz kuru gerekse ithalat fiyatlarındaki artışlar, belirli araçlarda bir üst vergi dilimine geçilmesine neden olarak nihai satış fiyatı üzerinde ithal maliyet etkilerinin ötesinde bir artışa yol açmıştır. Bunun yanında, teşvik kapsamında beyaz eşya ve mobilya sektörlerinde yapılan geçici vergi indirimlerinin bu dönemde geri alınması bu gruplardaki güçlü fiyat artışlarının bir diğer belirleyicisi olmuştur. Yapılan vergi indiriminin,

artan iç talep kanalıyla yılın büyük bir bölümünde mobilya ve beyaz eşya fiyatları üzerindeki birikimli maliyet baskılarını fiyatlara daha kolay yansıtabilme olanağı sağladığı değerlendirilmektedir. Ayrıca, bu dönemde dayanıklı mal grubu fiyatları üzerinde, başta beyaz eşya olmak üzere, bir süredir yükselmekte olan uluslararası metal fiyatlarının da etkileri hissedilmiştir.

Tablo 3.1.1: Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Üç Aylık ve Yıllık % Değişim)

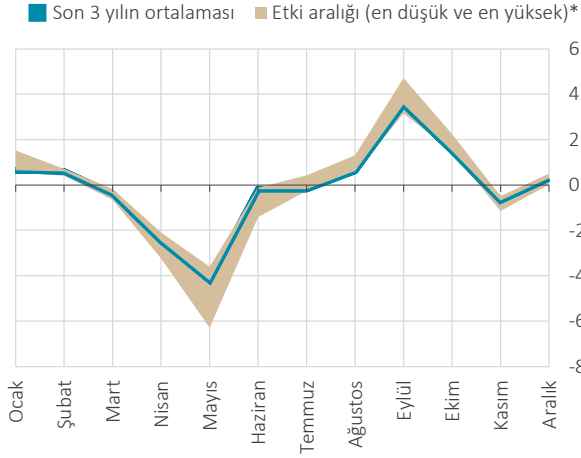
	2016		2017				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	3,64	8,53	4,34	1,49	1,32	4,31	11,92
1. Mallar	4,83	8,72	5,01	1,12	0,58	5,80	12,99
Enerji	4,18	8,67	4,11	-2,26	3,46	4,88	10,41
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	4,51	5,65	9,34	-0,39	-1,16	5,70	13,79
İşlenmemiş Gıda	8,19	4,52	15,98	-2,95	-5,60	8,74	15,55
İşlenmiş Gıda	1,46	6,67	3,39	2,17	3,08	3,04	12,20
Temel Mallar	4,95	6,77	2,23	4,44	0,58	7,51	15,45
Giyim ve Ayakkabı	12,02	3,92	-8,52	14,46	-5,90	13,17	11,51
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	2,73	7,93	5,89	0,27	3,37	7,58	18,08
Mobilya	0,38	8,27	-2,54	1,71	3,88	7,30	10,49
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	1,87	1,73	3,88	-0,31	1,65	4,72	10,24
Otomobil	4,71	12,91	10,99	-0,29	4,32	10,27	27,30
Diğer Dayanıklı Mallar	2,02	6,55	5,78	2,99	2,58	0,90	12,77
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	2,49	7,68	6,34	2,86	2,09	3,10	15,13
Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın	6,80	31,25	4,05	-0,18	0,82	1,18	5,96
2. Hizmetler	1,03	8,11	2,83	2,33	3,06	0,95	9,47
Kira	2,23	9,30	1,89	1,93	2,75	2,35	9,21
Lokanta ve Oteller	1,64	8,62	2,62	2,90	3,84	1,65	11,47
Ulaştırma	-1,01	6,63	3,91	3,41	4,20	0,44	12,46
Haberleşme	0,67	4,29	0,35	0,85	0,54	0,12	1,87
Diğer Hizmetler	0,91	9,15	3,87	2,14	2,93	0,17	9,39

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Giyim grubu yıllık enflasyonu, son çeyrekte 1,13 puanlık artışla yüzde 11,51'e yükselmiştir (Grafik 3.1.2). Giyim fiyatlarındaki yönemselsel değişikliğin etkisi zayıflamakla birlikte bu dönemde de sürmüştür (Grafik 3.1.3). Değişken ve sabit ağırlık yöntemleriyle hesaplanan enflasyonun son üç yıldaki ortalama farkları dikkate alındığında, dördüncü çeyrekte, giyim enflasyonu üzerinde yöntem değişikliğinden kaynaklı yaklaşık 1 puanlık yukarı yönlü bir etki olduğu hesaplanmaktadır.² Bunun yanında, giyim sanayii üretimindeki güçlü seyir ve turizm sektöründe gözlenen iyileşme, grup enflasyonundaki yükselişi destekleyen diğer unsurlar olmuştur. Alt gruplardaki bu görünüm neticesinde bu dönemde temel mal grubu fiyatlarının ana eğiliminde yükseliş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.4).

² Giyim grubu yıllık enflasyonu üzerindeki yöntem değişikliği kaynaklı etkinin yıl sonu itibarıyla ortadan kalktığı not edilmelidir. Diğer bir ifade ile, 2018 yılında giyim grubu yıllık enflasyonu üzerinde yöntem değişikliği kaynaklı herhangi bir etki gözlenmeyecektir.

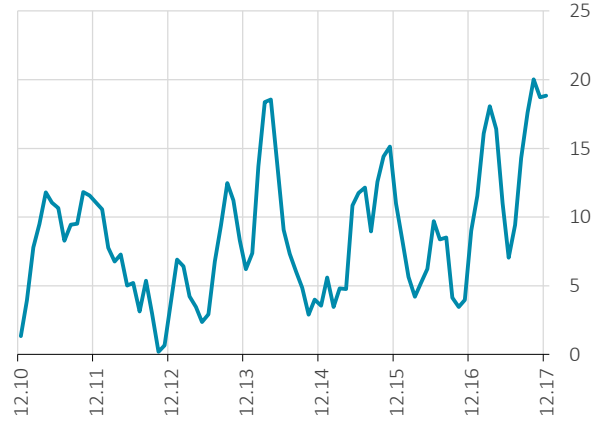
Grafik 3.1.3: Giyim ve Ayakkabı Grubu Aylık Enflasyonunda Yöntem Etkisi (Sabit Ağırlık-Değişken Ağırlık, % puan)



Kaynak: TÜİK.

* Grafikte sunulan etki aralığı, her ay için iki farklı ağırlıklandırma ile hesaplanan enflasyon oranı farkının, 2010-2016 dönemi için ilgili aylar itibarıyla en düşük ve en yüksek değerlerini ifade etmektedir.

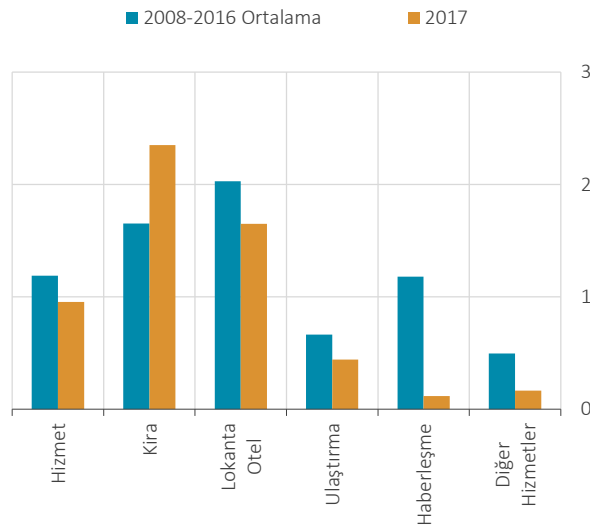
Grafik 3.1.4: Temel Mal Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

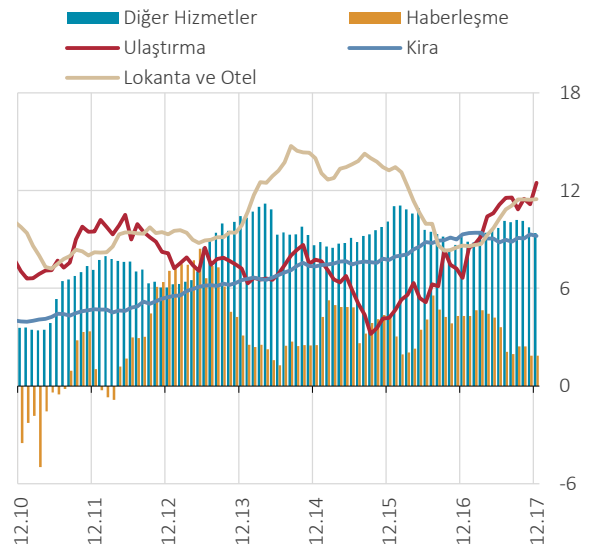
Hizmet fiyatları, yılın dördüncü çeyreğinde yüzde 0,95 ile geçmiş dönem ortalamasının altında bir oranda artmış, grup yıllık enflasyonu sınırlı bir düşüşle yüzde 9,47'ye gerilemiştir (Grafik 3.1.1 ve Grafik 3.1.5). Bu çeyrekte, yıllık enflasyon haberleşme ve diğer hizmetlerde gerilerken, ulaştırma ve kira alt kalemlerinde artış göstermiş, lokanta otel grubunda ise yatay seyretmiştir (Grafik 3.1.6).

Grafik 3.1.5: Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları (Dördüncü Çeyrek % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.6: Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları (Yıllık % Değişim)

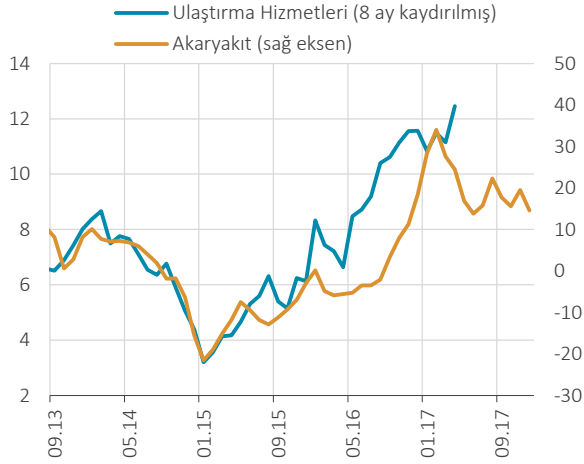


Kaynak: TÜİK.

Yılın dördüncü çeyreğinde, hizmet enflasyonu üzerinde maliyet yönlü baskılarla birlikte iç talepteki güçlü seyrin etkileri de hissedilmiştir. Türk lirasındaki değer kaybı ve petrol fiyatlarındaki artışlara istinaden yıl içinde önemli ölçüde yükselen akaryakıt fiyatları, ulaştırma hizmetleri enflasyonundaki yükselişin temel sürükleyicisi olmuştur (Grafik 3.1.7). Tüketici enflasyonunun ulaşmış olduğu yüksek seviye endeksleme davranışının güçlü olduğu alt kalemleri olumsuz yönde etkilemiş; bu doğrultuda kira grubunda yıllık enflasyon 9,21'e yükselmiştir. Bu dönemde yemek hizmetleri grubunda enflasyon kırmızı et fiyatlarındaki

gelişmelerin de etkisiyle yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.8). Öte yandan, diğer hizmetler grubunda yıllık enflasyon, kişisel ulaştırma araçlarının bakım-onarımı ve dışılık gibi döviz kuru ile bağlantılı kalemlerdeki fiyat artışlarına karşılık, paket tur fiyatlarındaki düşüşlerin etkisiyle gerilemiştir. Haberleşme hizmetleri enflasyonu da fiyatların yatay seyri neticesinde düşüş kaydetmiştir. Böylece hizmet grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir düşüşle yüzde 9,47 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.1).

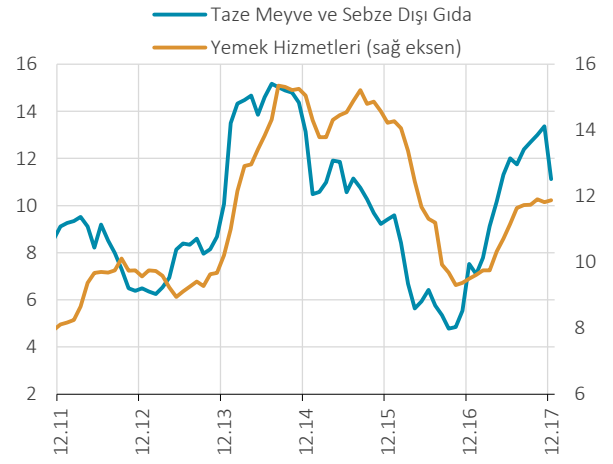
Grafik 3.1.7: Ulaştırma Hizmetleri ve Akaryakıt Fiyatları*
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ulaştırma hizmetleri yıllık yüzde değişimi 8 ay geriye kaydırılmıştır.

Grafik 3.1.8: Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları*
(Yıllık % Değişim)

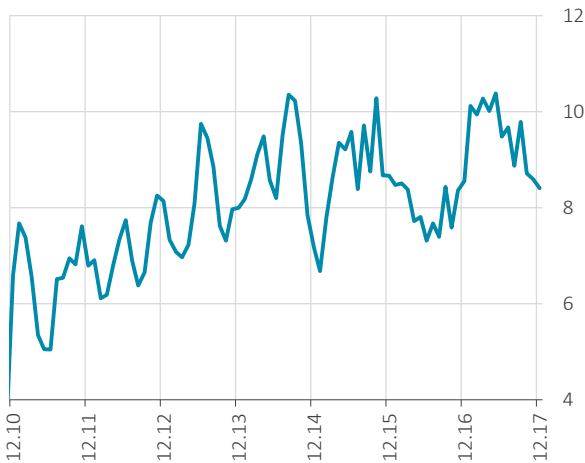


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taze meyve-sebze dışı gıda.

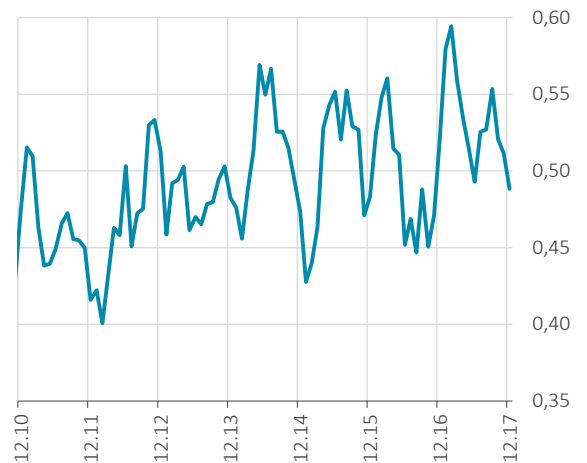
Hizmet grubunda, yıllık enflasyonda olduğu gibi ana eğilime ilişkin göstergelerde de sınırlı bir düşüş gözlenmiştir. Bu dönemde, hem mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama verilerle takip edilen enflasyon eğilimi hem de yayılım endeksinin ima ettiği fiyat artırma eğilimi azalmıştır (Grafik 3.1.9 ve Grafik 3.1.10).

Grafik 3.1.9: Hizmet Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.1.10: Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama)

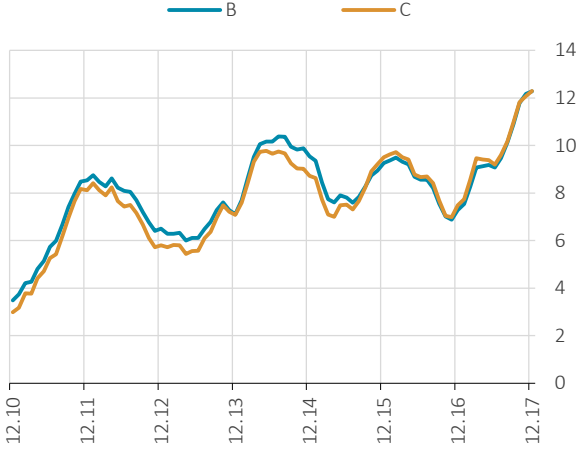


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Yayılım endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.

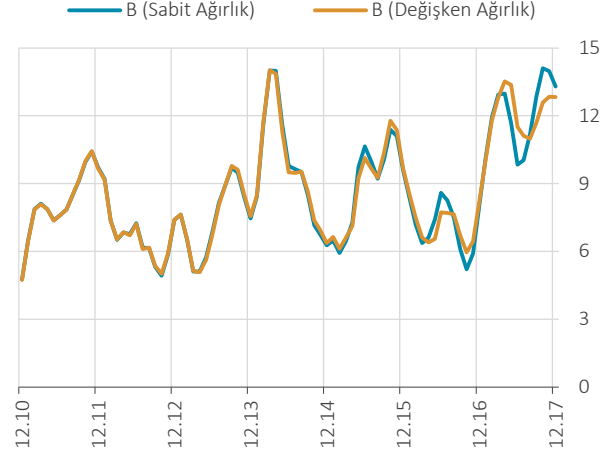
Çekirdek enflasyon göstergelerinden B ve C'nin yıllık enflasyonları, temel mal grubu fiyat gelişmeleri doğrultusunda, bir önceki çeyreğe kıyasla artarak yüzde 12,3'e yükselmiştir (Grafik 3.1.11).³ Çekirdek göstergelerin ana eğilimi ise yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 3.1.12).

Grafik 3.1.11: Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

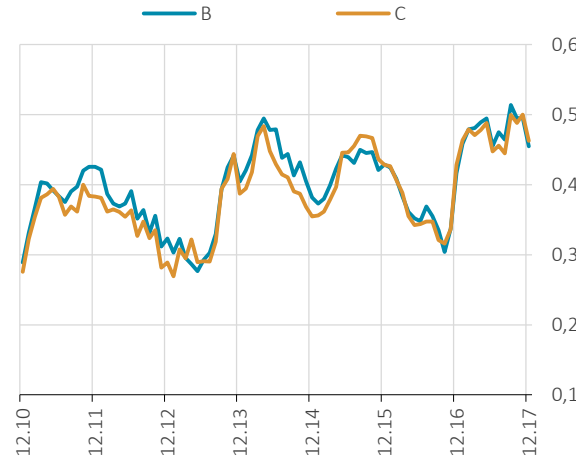
Grafik 3.1.12: B Endeksi Ana Eğilimi: Sabit ve Değişken Ağırlık Karşılaştırması (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış, Üç Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

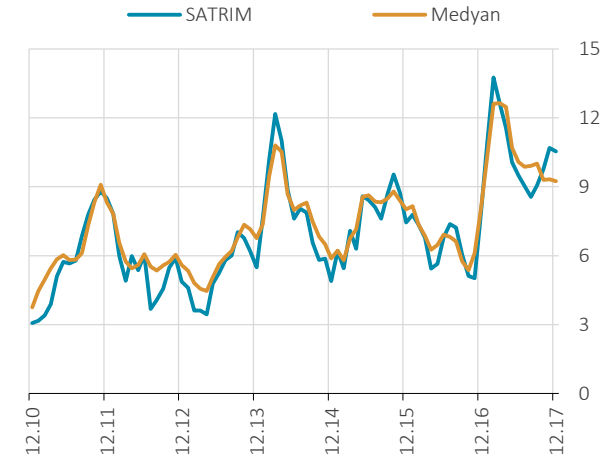
Bu dönemde, çekirdek göstergelere ilişkin yayılım endekslerine göre fiyat artırma eğilimi sınırlı bir düşüş gösterse de yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 3.1.13). TCMB bünyesinde takip edilen alternatif temel enflasyon göstergelerinden SATRİM ve Medyan incelendiğinde, yüksek seyrin sürdüğü gözlenmiştir (Grafik 3.1.14). Tüm bu göstergeler çerçevesinde, enflasyonun ana eğilimindeki yüksek düzeyin yılın son çeyreğinde korunduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 3.1.13: B ve C Yayılım Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.1.14: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM* ve Medyan** (Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* SATRİM: Mevsimsellikten arındırılmış veriler ile hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.

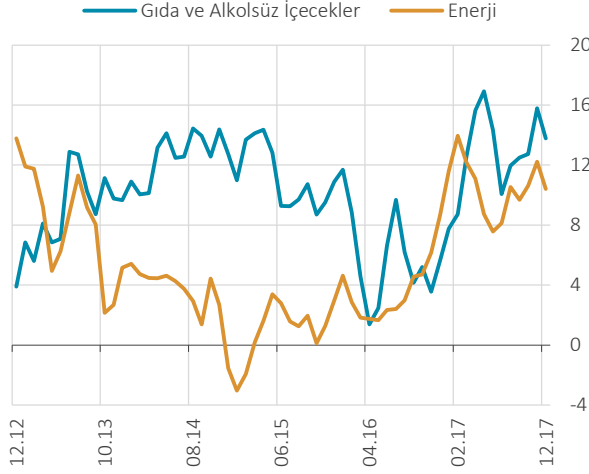
** Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin medyan aylık enflasyonu.

³ Temel mal ve hizmet gruplarında enflasyon yüksek seviyelerde bulunsada, bu iki grupta fiyatlama dinamikleri oldukça farklılaşmakta; bu nedenle çekirdek enflasyon görünümü farklı kanallar aracılığıyla değişebilmektedir. İlgili farklılaşmaların ve çekirdek enflasyon dinamiklerinin temel mal ve hizmet alt grupları ayırımında incelendiği bir çalışma, Kutu 3.1'de sunulmaktadır.

3.2 Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

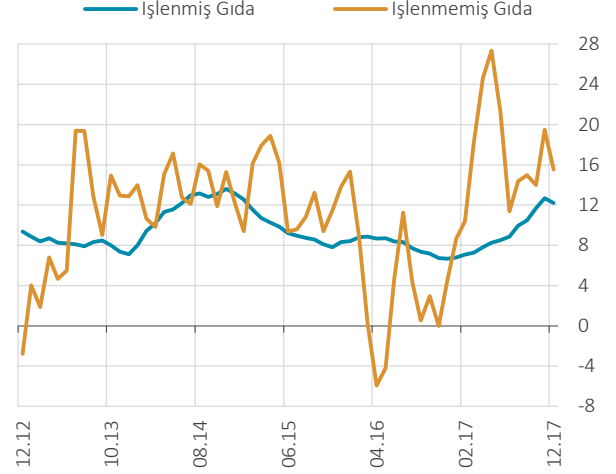
Yılın üçüncü çeyreğinde düşüş gösteren yıllık gıda enflasyonu, son çeyrekte 1,28 puan yükselerek yüzde 13,79 olmuştur (Grafik 3.2.1). Böylece, gıda enflasyonu Ekim Enflasyon Raporunda öngörülen seviyenin üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik 3.2.1: Gıda ve Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

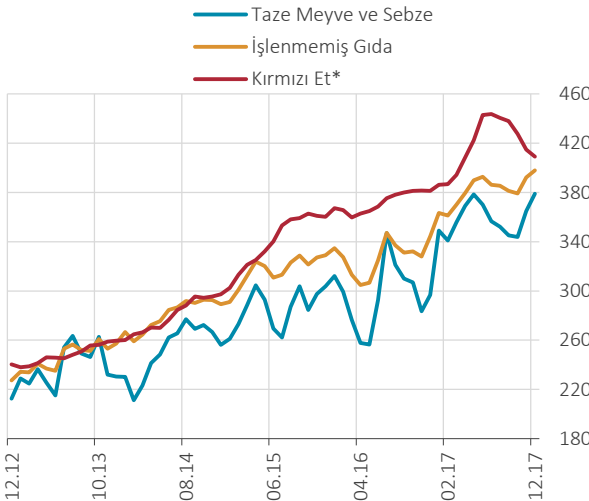
Grafik 3.2.2: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yılın üçüncü çeyreğinde olumlu bir görünüm çizen işlenmemiş gıda grubu yıllık enflasyonu, son çeyrekte taze meyve ve sebze grubu öncülüğünde 0,59 puan yükselerek yüzde 15,55 olmuştur (Grafik 3.2.2). Mevsimsellikten arındırılmış taze meyve ve sebze fiyatlarının son çeyrek boyunca yükseldiği izlenmiştir (Grafik 3.2.3). Diğer taraftan, bu çeyrekte diğer işlenmemiş gıda fiyatları, alınan tedbirlerin etkisiyle düşen et fiyatlarına bağlı olarak sınırlı bir oranda artmıştır.

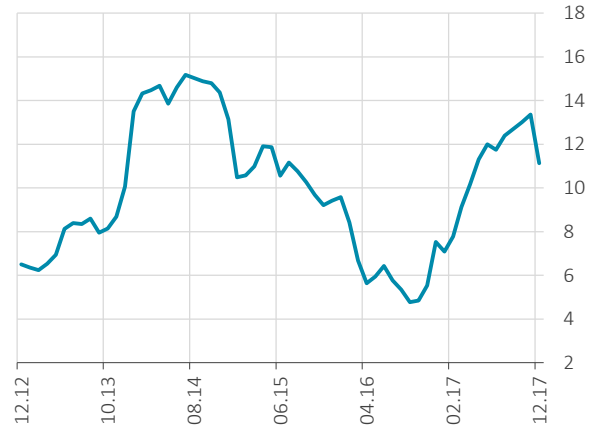
Grafik 3.2.3: İşlenmemiş Gıda Fiyatları ve Seçilmiş Alt Kalemler (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2003=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kırmızı et fiyatları istatistiksel olarak anlamlı bir mevsimsel etki göstermediğinden mevsimsellikten arındırılmamış veridir.

Grafik 3.2.4: Taze Meyve ve Sebze Dışı Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)

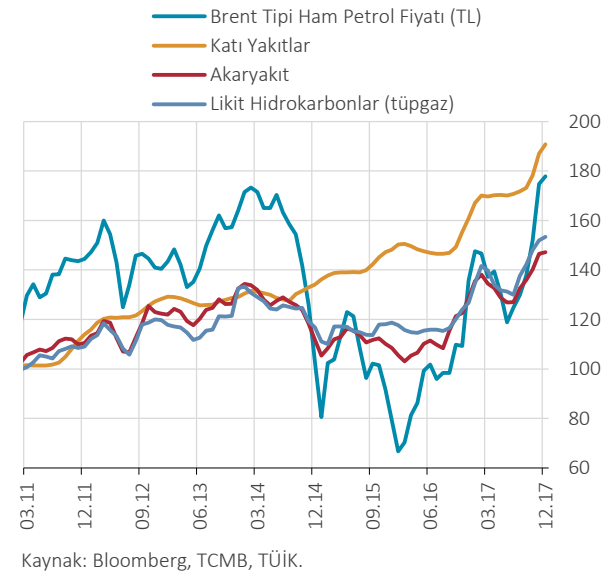


Kaynak: TCMB, TÜİK.

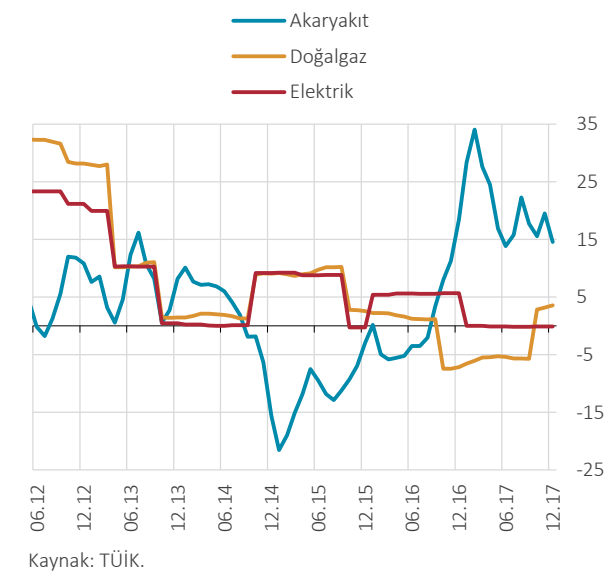
İşlenmiş gıda enflasyonu son çeyrekte 1,71 puan artarak yüzde 12,20'ye ulaşmış ve bu dönemde gıda enflasyonundaki yükselişin ana belirleyicisi olmuştur (Grafik 3.2.2). İşlenmiş gıda enflasyonundaki yukarı yönlü seyrinde peynir ve diğer süt ürünleri ile katı sıvı yağlar öne çıkmıştır. Çiğ süt alım fiyatlarındaki artışlar gerek işlenmiş gerekse işlenmemiş gıda kanalıyla gıda enflasyonunu olumsuz yönde etkilemiştir. Türk lirasındaki değer kaybı, katı ve sıvı yağlar gibi ithal içeriği yüksek gıda kalemlerinde fiyat artışlarına yol açmıştır. Öte yandan, gerileyen kırmızı et fiyatlarına istinaden bu çeyrekte işlenmiş et ürünleri fiyatları gerilemiştir. Taze meyve ve sebze dışı gıda enflasyonunda, olumsuz arz şokları, Türk lirasındaki değer kaybı, iç talepteki güçlü seyrir ve turizmdeki toparlanmanın etkisiyle yılbaşından bu yana devam eden artış eğilimi yılın dördüncü çeyreğinde son bulmuştur. Böylece, bu grupta yıllık enflasyon 1,58 puan azalarak yüzde 11,13 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.4).

Enerji fiyatları, son çeyrekte yüzde 4,88 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bir önceki çeyrek sonunda 55 ABD doları olan Brent tipi ham petrolün varil fiyatı, bu dönemde yüzde 16,40 oranında yüksek bir artış göstererek 67 ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 3.2.5). Ekim ve Kasım aylarında Türk lirasında gözlenen yüksek değer kaybı ile petrol ve diğer girdi fiyatlarındaki artışa bağlı olarak tüpgaz ve akaryakıt fiyatları son çeyrekte sırasıyla yüzde 7,96 ve 8,26 oranlarında artış göstermiştir. Bu dönemde, katı yakıt fiyatları ise yüzde 10,19 oranında artmıştır. Yönetilen fiyatlardan elektrikte belirgin bir değişim gözlenmezken, doğalgaz fiyatlarında sınırlı bir artış izlenmiştir (Grafik 3.2.6). Endeksleme davranışının yaygın olduğu bilinen ve belediyelerce belirlenen şebeke suyu fiyatları ise yılı yüzde 11,21 oranında bir artış ile tamamlamıştır. Sonuç olarak, yıllık enerji enflasyonu bu dönemde 0,73 puan yükselerek yüzde 10,41 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1).

Grafik 3.2.5: Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları
(Aralık 2010=100)



Grafik 3.2.6: Yurt İçi Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



3.3 Yurt İçi Üretici Fiyatları

Yurt içi üretici fiyatları, yılın son çeyreğinde madencilik ve imalat fiyatları öncülüğünde yüzde 5,18 oranında artmıştır (Tablo 3.3.1). Bu doğrultuda, üretici fiyatlarının artışı son iki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde hızlanmıştır. Türk lirasındaki değer kaybı ile başta petrol ve ana metal olmak üzere uluslararası emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak Ekim ve Kasım aylarında artış eğilimini devam ettiren yıllık Yi-ÜFE enflasyonu, Aralık ayında baz etkisiyle bir miktar gerileyerek, yılı yüzde 15,47 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 3.3.1).

Tablo 3.3.1: Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler (Üç Aylık ve Yıllık % Değişim)

	2016		2017				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
Yİ-ÜFE	5,92	9,94	6,38	1,35	1,82	5,18	15,47
Madencilik	3,01	8,01	9,53	-2,60	1,85	6,88	16,13
İmalat	6,73	12,07	6,70	1,43	2,13	5,52	16,64
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	5,92	10,83	6,68	1,76	1,86	5,04	16,16
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	3,92	8,46	6,10	2,03	1,08	4,21	14,04
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	-2,17	-11,79	0,64	2,27	-2,37	-0,07	0,41
Su Temini	1,98	7,21	6,40	1,71	1,26	1,56	11,30

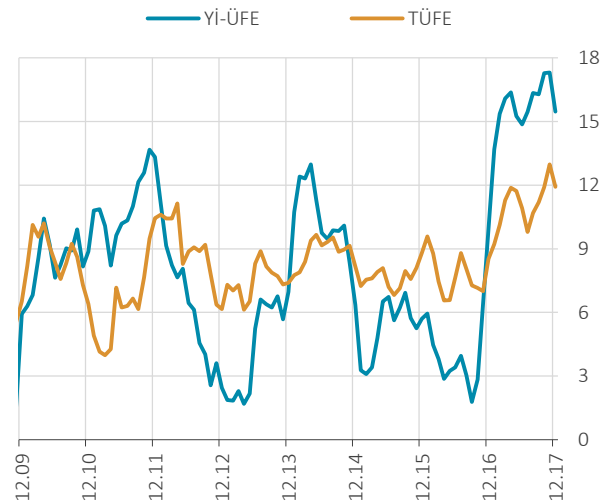
Ana Sanayi Gruplarına göre Yİ-ÜFE

Ara Malı	9,17	13,83	8,21	0,90	3,15	7,21	20,75
Dayanıklı Tüketim Malları	1,82	11,75	6,49	3,47	2,02	3,47	16,31
Dayanıklı Tüketim Malları (Mücevherat Hariç)	2,14	7,17	6,17	3,91	2,07	2,91	15,89
Dayanaksız Tüketim Malları	2,04	6,41	4,58	2,86	-0,88	1,00	7,69
Sermaye Malı	4,82	9,32	5,96	1,27	3,07	6,26	17,52
Enerji	6,57	4,53	4,00	-1,36	1,73	6,59	11,23

Kaynak: TCMB, TÜİK.

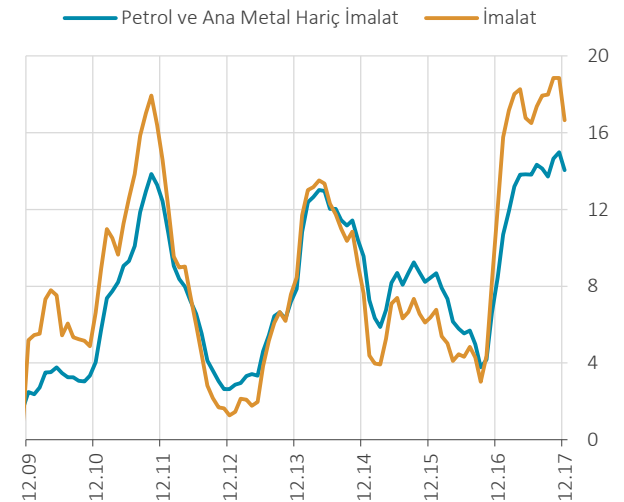
Bu dönemde imalat sanayi fiyatları yüzde 5,52 oranında artmış, grup yıllık enflasyonu yüzde 16,64 olmuştur (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.2). Benzer şekilde, petrol ve ana metal hariç imalat sanayi enflasyonunda da yüksek seviyeler korunmuştur (Grafik 3.3.2). Bu dönemde, ithalat fiyatları ABD doları bazında yükselirken, döviz kurundaki gelişmelere bağlı olarak Türk lirası bazındaki artış oldukça belirgin olmuştur (Grafik 3.3.3).

Grafik 3.3.1: Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

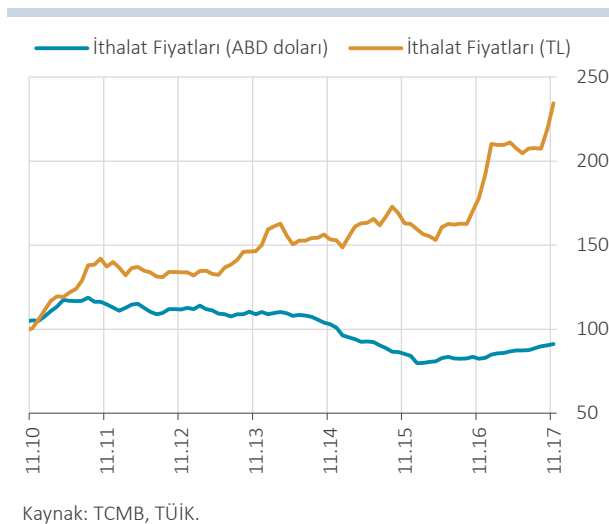
Grafik 3.3.2: İmalat Fiyatları (Yıllık % Değişim)



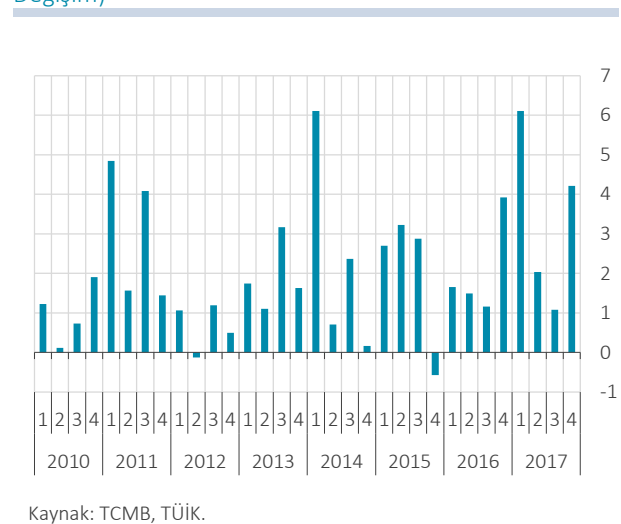
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Fiyat gelişmeleri ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde, yılın son çeyreğinde dayanıksız tüketim malları dışında genele yayılan yüksek fiyat artışları dikkat çekmiştir (Tablo 3.3.1). Ara malı fiyatlarındaki belirgin artışta, başta demir-çelik, plastik, tekstil, iplik ve elyaf olmak üzere, genele yayılan fiyat artışları etkili olurken; enerji fiyatları ise petrol ürünleri ve elektrik enerjisi üretimi, iletimi ve dağıtımını fiyatlarına bağlı olarak yükselmiştir. Sermaye malı fiyatları da metal yapı ürünleri, motorlu kara taşıtları ile parça ve aksesuarları kaynaklı olarak artmıştır. Dayanıklı tüketim malı fiyatlarındaki artışta mobilya ve ev aletleri grupları öne çıkmıştır. Bu gelişmelerle birlikte, üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayiinde enflasyonun ana eğilimi, bir önceki döneme kıyasla önemli ölçüde yükselmiştir (Grafik 3.3.4). Sonuç olarak, son çeyrekte, tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskılar güçlü seyrini korumuştur.

Grafik 3.3.3: ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (2010=100)

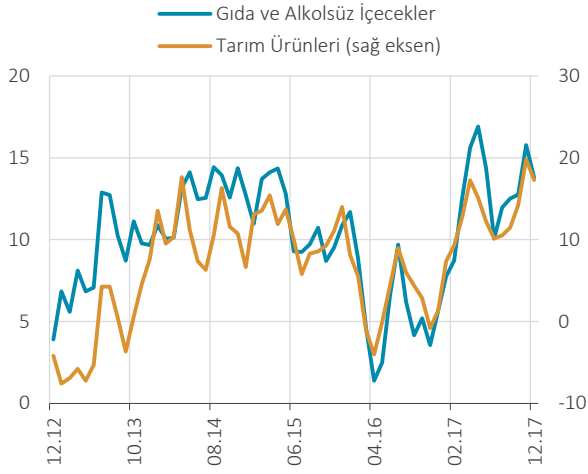


Grafik 3.3.4: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)

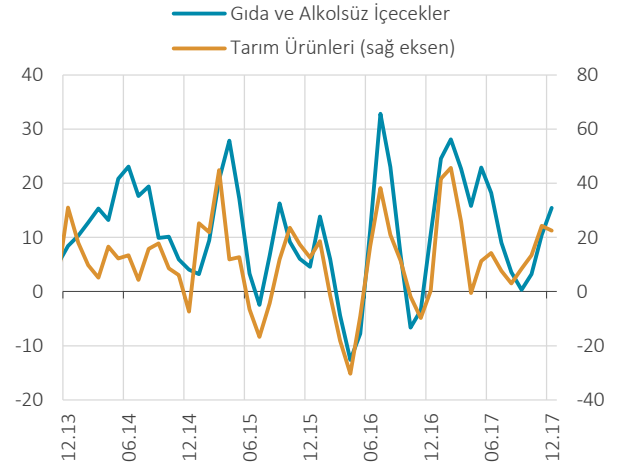


3.4 Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları

Tarım ürünleri üretici fiyatları, yılın son çeyreğinde yüzde 6,23 oranında artmış ve grup yıllık enflasyonu 5,82 puan yükselerek yüzde 17,30 olmuştur (Grafik 3.4.1). Bu dönemde, yıllık enflasyon domates, limon, havuç, muz gibi meyve ve sebze ürünleri ile Antep fıstığı ve fındık gibi kuruyemişlerde bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Bu ürünlerin tüketici fiyatlarında da benzer şekilde yıllık enflasyonların yükseldiği izlenmiştir. Üretici ve tüketici fiyatları arasında benzer bir eğilim çeltik ile pirinç arasında da kaydedilmiştir. 2017 yılı boyunca kademeli artışlar kaydeden süt üretici fiyatları bu çeyrekte de yüzde 5,43 ile yüksek bir oranda artış göstermiştir. Bu gelişmeyle, peynir ve tereyağı gibi işlenmiş süt ürünlerinin tüketici fiyatları yükselmeye devam etmiştir. Diğer taraftan, canlı hayvan fiyatları bir önceki çeyreğe kıyasla ılımlı artışlar kaydetmiş ve bu grupta fiyat artışları ivme kaybetmiştir.

Grafik 3.4.1: Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

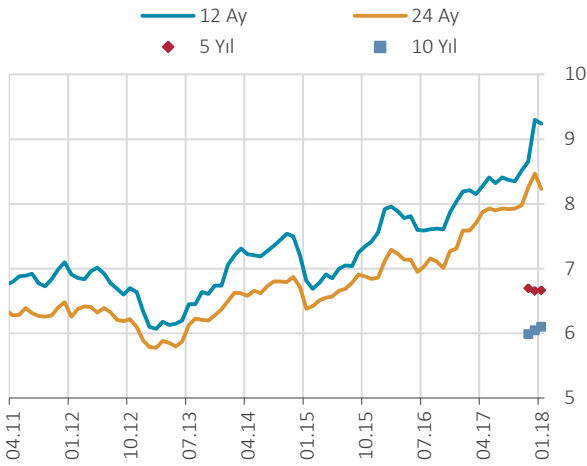
Grafik 3.4.2: Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Mevsimsellikten arındırılmış verilerle üç aylık ortalamalara göre incelendiğinde, tarım ürünleri fiyatları ana eğiliminde bir önceki çeyreğe kıyasla artış gözlenmiştir (Grafik 3.4.2). Tarım ürünleri üretici fiyatlarındaki bu olumsuz görünüm tüketici enflasyonuna da yansımış, bu dönemde gıda fiyatları ana eğiliminde de benzer bir yükseliş kaydedilmiştir.

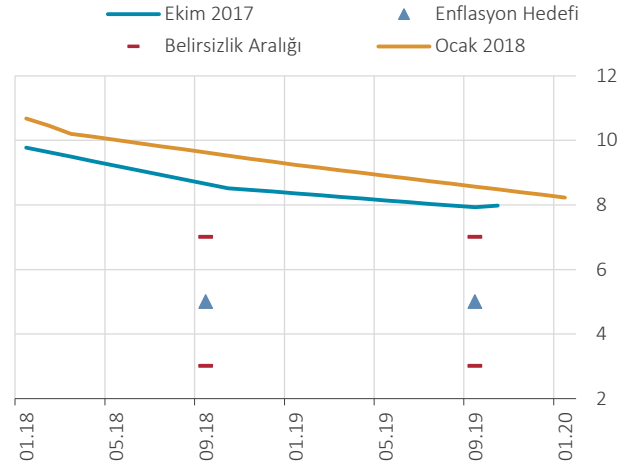
3.5 Beklentiler

2017 yılının dördüncü çeyreğinde enflasyon beklentilerinde maliyet şokları ve enflasyonun genel görünümüne bağlı olarak bozulma gözlenmiştir. 2018 yılının Ocak ayı itibarıyla 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 9,24 ve 8,23 ile yüksek seviyelerini korumuştur. 5 ve 10 yıllık uzun vadeli enflasyon beklentileri ise enflasyon hedefinin üzerinde seyretmiştir (Grafik 3.5.1).

Grafik 3.5.1: TÜFE Enflasyon Beklentileri* (%)

Kaynak: TCMB.

* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketi verileri olup, 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir.

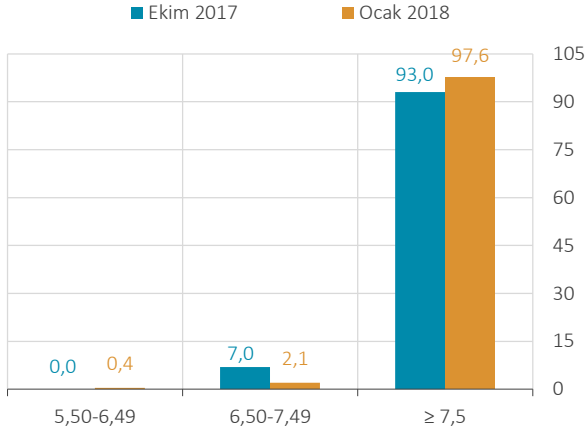
Grafik 3.5.2: Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi* (%)

Kaynak: TCMB.

* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketinde çeşitli vadelerde oluşan enflasyon beklentileri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemiyle oluşturulmuştur.

Enflasyon beklentilerinin, bir önceki çeyreğe kıyasla, her vadede önemli ölçüde yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 3.5.2). Bu doğrultuda, enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımlarında Ekim ayına kıyasla bozulma izlenmiştir (Grafik 3.5.3 ve Grafik 3.5.4). Orta vadeli enflasyon beklentilerinde henüz bir iyileşme gözlenmemesi, gerek ücret ayarlamaları gerekse genel fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

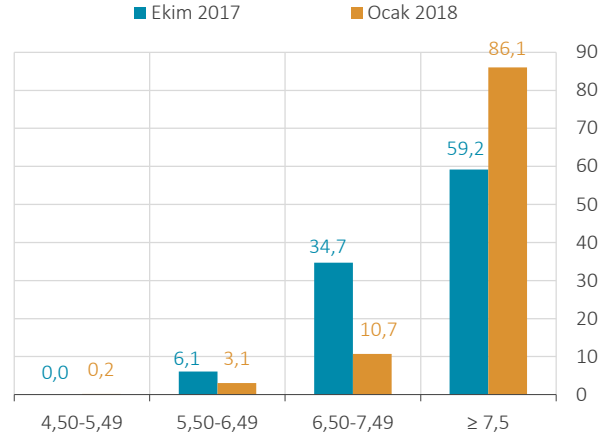
Grafik 3.5.3: Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* Yatay eksen enflasyon beklenti aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için Bkz: TCMB Genel Ağ sayfasından "İstatistikler/Eğilim Anketleri/Beklenti Anketi/Metaveri."

Grafik 3.5.4: Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



Kaynak: TCMB.

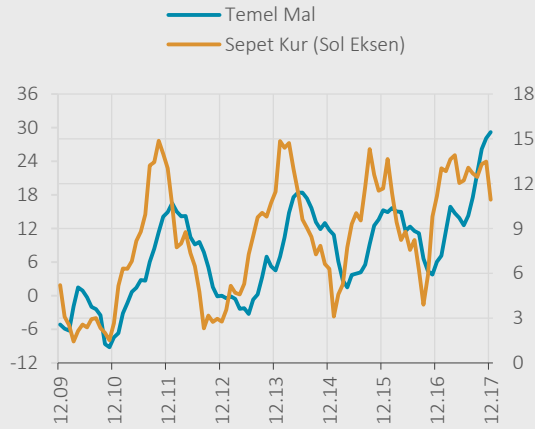
Kutu 3.1

Çekirdek Enflasyon Dinamiklerine Bakış

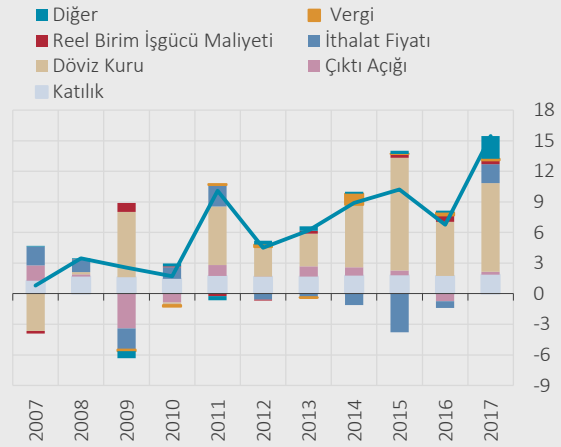
Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri arasında yer alan ve çekirdek enflasyonun takibinde kullanılan C-endeksi gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünlerinin dışlanmasıyla oluşturulmaktadır. Endeks kapsamına giren grupları temel mallar ve hizmetler şeklinde iki gruba ayırmak mümkündür. Bu şekilde ele alındığında çekirdek enflasyonun alt detayda oldukça farklılaşan fiyatlama davranışlarını içerdiği görülmektedir. Bu kutuda, temel belirleyiciler itibarıyla temel mal ve hizmet enflasyonuna dair sayısal bir muhasebe yapılarak, çekirdek enflasyon dinamikleri ele alınmaktadır. Temel mal ve hizmet grupları arasındaki fiyatlama dinamiği farkını görebilmek için temel makro değişkenlerin bu grupların enflasyonlarına katkılarının ayrı ayrı incelenmesi önem arz etmektedir. Daha önce, Kara ve diğ. (2017) döviz kuru, ithalat fiyatı, çıktı açığı ve reel birim ücret gibi makro değişkenlerin genel enflasyona katkısını parametreleri zamana göre değişen bir Philips Eğrisi yaklaşımı ile ele almıştır. Bu kutuda ise, çekirdek enflasyonun iki ana bileşeni olan temel mal ve hizmet enflasyonu için sabit parametrelili denklemler tahmin edilerek, tarihsel bir muhasebe yapılmaktadır.

Temel mal enflasyonu ile döviz kuru arasında oldukça yakın bir ilişki bulunmaktadır (Grafik 1). 2009-2017 yılları arasındaki ortalama katkılara bakıldığında, temel mal enflasyonuna en belirgin katkının 5,1 puan ile döviz kurundan geldiği gözlenmektedir (Grafik 2). TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar, temel mal fiyatlarına döviz kuru geçişkenliğinin tüketici fiyatlarına kıyasla belirgin olarak daha yüksek olduğuna işaret etmektedir. Nitekim 2017 yılı sonunda yüzde 15,5'e ulaşan temel mal enflasyonunun seyrinde Türk lirasındaki birikimli değer kaybı başat unsur olmuştur. Bu dönemde, temel mal grubu enflasyonundaki belirgin yükselişin bir diğer nedeni ise ithalat fiyatlarındaki artıştır. 2015 yılındaki yüksek döviz kuru katkısı başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarındaki düşüş tarafından kısmen dengelenmiş olsa da, 2017 yılında hem ithalat fiyatları hem de döviz kuru temel mal enflasyonuna yukarı yönlü katkı vermiştir. Bu iki bileşenin temel mal enflasyonuna toplam katkısının 2017 yılında 10 puan civarında olduğu tahmin edilmektedir.

Çıktı açığı, tanım gereği, uzun dönem ortalamasının sıfıra yakınsaması nedeniyle tarihsel olarak önemli bir etki yapmazken, reel birim ücretler, özellikle yakın dönemde verimlilik tarafından karşılanmayan yüksek ücret artışlarının da etkisiyle, temel mal enflasyonuna artış yönünde katkı vermiştir (Grafik 2). 2016 yılında iktisadi faaliyetteki zayıf seyre bağlı olarak temel mal enflasyonuna aşağı yönlü destek veren çıktı açığı, 2017 yılında toplam talebin güçlenmesiyle birlikte enflasyonist bir konuma gelmiştir. Öte yandan, vergi ayarlamaları 2014 yılında temel mal enflasyonunu 1,1 puan yukarı çekerken, bu bileşenin tarihsel ortalama katkısı 0,2 puan ile görece sınırlı olmuştur. Temel mal enflasyonunun bu belirleyicileri çerçevesinde, grup enflasyonundaki dalgalanmaların önemli bir bölümünün döviz kuru, ithalat fiyatı, ücretler, çıktı açığı gibi makro değişkenlerle açıklanabildiği gözlenmektedir. Bunun bir yansıması olarak, bu grupta enflasyon katılığı 1,7 puan ile görece düşük tahmin edilmektedir. Bu durum, maliyet ve talep şoklarının olmadığı veya sınırlı olduğu dönemlerde, temel mal enflasyonunun oldukça düşük seviyelere gerileyebileceğine işaret etmektedir.

Grafik 1: Temel Mal Enflasyonu ve Sepet Kur (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2: Temel Mal Enflasyonuna Katkılar (% puan)

Kaynak: TCMB Hesaplamaları, TÜİK.

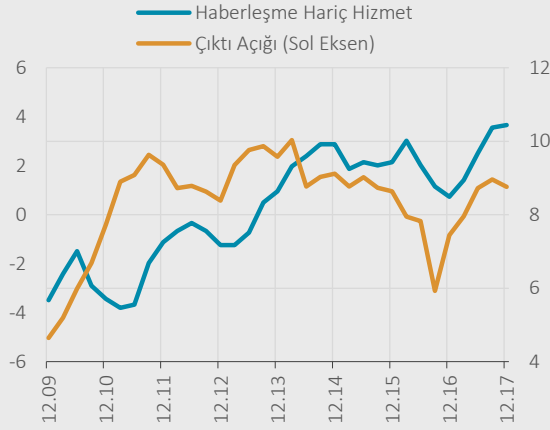
Bununla birlikte dikkate değer önemli bir nokta, tahmin modelinde yer alan değişkenlerin temel mal enflasyonunun 2017 yılındaki hareketini açıklamada yetersiz kalışdır. Modelin hata teriminde izlenebilen bu gözlem, modelde iç erilmeyen ancak dönemsel olarak temel mal enflasyonuna etki yapmış bazı unsurlara atfedilebilir. Gümrük vergisi ayarlamalarının modele dâhil edilmeyen etkilerinin yanı sıra Türk lirasındaki değer kaybı beklentileri ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş e bağlı olarak fiyatlamada davranışlarında gözlenen bozulma bu unsurlara örnek olarak sıralanabilir. Bunun yanında, beyaz eşya, mobilya ve giyim gibi bazı sektörlerde toplam talep koşullarının, ekonomi genelini yansıtan bir çıktı açığı göstergesine dayanan yukarıdaki hesaplamalara kıyasla daha güçlü olma olasılığı da söz konusu olabilir.

Benzer bir bakış açısıyla, hizmet sektöründeki fiyat dinamiklerini incelemek üzere fiyatlamada davranış ve enflasyon oranı sektör genelinden ayrıış an haberleşme sektörünü dışlamak daha net bir resim sunacaktır. Bu analizde, hizmet enflasyonunda temel makroekonomik değişkenlerle açıklanamayan ve daha çok yapısal nedenlere atfedilebilecek olan katılığ ın 5,2 puan ile oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Diğ er bir ifadeyle, temel makro belirleyicilerin enflasyonu artırıcı veya düşürücü yönde bir etkisinin olmadığı durumda dahi enflasyon ancak yüzde 5'ler düzeyinde gerçekleşmektedir. Bu grupta katılığ ın yüksek olma nedenlerinden biri, ticarete konu olmayan nispeten kapalı yapısı nedeniyle, bu sektörün dış ticaretin enflasyonu sınırlayıcı rekabet etkisine konu olmamasıdır. Bunun yanı sıra gerek ücretler ve enflasyon arasındaki etkileşimde gerekse kira, eğitim gibi hizmet fiyatlarının belirlenmesinde endeksleme mekanizmalarının güçlü oluşu da enflasyon katılığ ının bir diğ er nedeni olarak değerlendirilmektedir. Bu durum, Türkiye'de enflasyondaki düşüşü zorlaştırmakta ve enflasyon-büyüme ödünleşiminin yüksek olmasına yol açmaktadır.

İncelenen dönemde hizmet enflasyonuna yüksek katkı yapan diğ er bir değişken ortalama 1,7 puan ile gıda fiyatlarıdır. Yemek hizmetlerine konu olan birçok kalem (et, çay, ekmek, meşrubat, vb.) kanalıyla gıda fiyatları lokanta-otel fiyatlarının önemli bir belirleyicisi konumundadır. Hizmet enflasyonuna döviz kuru geçişkenliği ise, tarihsel olarak temel mallara göre oldukça düşüktür. Döviz kuru gelişmelerine duyarlı başlıca gruplar ulaştırma ve bakım-onarım hizmetleri ile paket tur fiyatları olarak sayılabilir. Çıktı açığı ve reel birim ücretlerin ise, görece daha emek-yoğun bir sektör olması nedeniyle hizmet enflasyonunun seyrinde temel mal grubuna kıyasla daha büyük bir rol oynaması beklenir (Grafik 3). Nitekim tarihsel ortalamalara göre, bu iki bileşenin toplam katkısı hizmet enflasyonunda daha yüksektir. Buna ek olarak, son yıllarda gerek nominal ücretlerdeki artışın hız kazanması gerekse kısmi emek verimliliğindeki yavaşlama nedeniyle hizmet enflasyonu üzerindeki birim ücret kaynaklı baskılar artmışır.

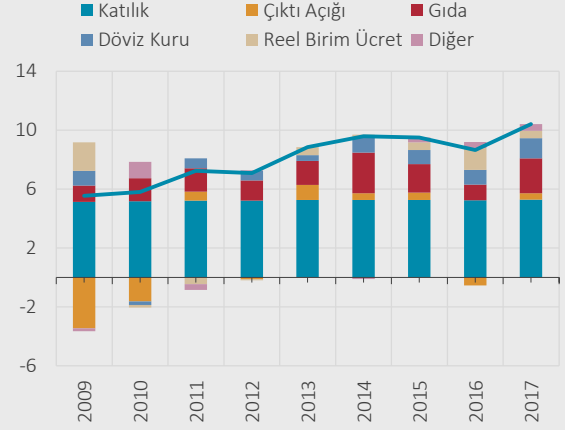
2017 yılında ise, hizmet enflasyonu üzerinde gıda fiyatları ve döviz kurunun katkıları sırasıyla 2,4 ve 1,4 puan ile tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir. Çıktı açığı ve reel birim ücret de tarihsel ortalamalarının üstünde, toplamda 0,9 puanlık katkıda bulunmuş; özellikle çıktı açığının enflasyona verdiği katkı bir önceki yıla kıyasla önemli oranda yükselmiştir (Grafik 4). Bu gelişmelerle birlikte haberleşme hariç hizmet enflasyonu, yüzde 10,4'e ulaşarak, yılı tarihsel ortalamasından (yüzde 8,4) yüksek bir oranda tamamlamıştır.

Grafik 3: Haberleşme Hariç Hizmet Yıllık Enflasyonu ve Çıktı Açığı (%)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları, TÜİK.

Grafik 4: Hizmet Enflasyonuna Katkılar (% puan)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları, TÜİK.

Sonuç olarak, çekirdek enflasyonun iki ana bileşeni olan temel mal ve hizmet gruplarında fiyatlandırma dinamiğinin oldukça farklı olduğu izlenmektedir. Büyük ölçüde ticarete konu olan mallardan oluşan temel mal grubunda döviz kuru ve ithalat fiyatlarının temel belirleyici olduğu, enflasyon katılığının ise görece zayıf olduğu görülmektedir. Ticarete konu olmayan ve dolayısıyla nispeten kapalı bir sektör olarak nitelenen hizmet grubunda ise döviz kuru ve uluslararası fiyat geçişkenliği daha zayıf, buna karşılık ücretler ve iş çevrimine duyarlılık görece daha yüksektir. Ayrıca hizmet grubunda, nispeten kapalı sektör yapısı, ücret-enflasyon etkileşimi ve geriye dönük endeksleme mekanizmalarının güçlü oluşu gibi sebeplerle enflasyon katılığının yüksekliği dikkat çekmektedir.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

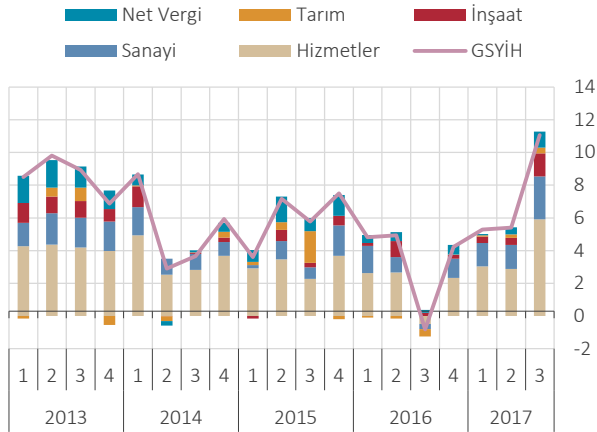
İktisadi faaliyet, yılın üçüncü çeyreğinde, Ekim Enflasyon Raporunda ortaya koyulan görünümle uyumlu biçimde güçlü seyrini korumuştur. Bu dönemde çeyreklik büyümenin temel sürükleyicileri özel tüketim ve makine-teçhizat yatırımları olmuştur. Uzun süredir zayıf seyreden makine-teçhizat yatırımlarındaki artış, ekonomik büyümenin istikrar kazanması açısından olumlu bir gelişmedir. Öte yandan bu dönemde kamu tüketimi ve inşaat yatırımları dönemlik büyümeyi sınırlayan alt kalemlerdir. İhracat, turizmdeki toparlanmanın da desteğiyle yüksek seviyesini korurken; baz etkisiyle birlikte yıllık büyümeye katkısını arttırmıştır. Buna karşılık, güçlenen iç talep ve tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden altın ithalatına bağlı olarak ithalat çeyreklik bazda hızlı bir artış kaydetmiş; bu güçlü ivme baz etkisiyle de birleşerek ithalatın yıllık bazda oldukça yüksek bir oranda artmasına neden olmuştur. Böylece, net ihracat ikinci çeyrekte olduğu gibi dönemlik büyümeyi sınırlamıştır. Üçüncü çeyrekte, baz etkisi, kayan bayramlar sonucu çalışılan gün sayısındaki artış ve iktisadi faaliyetteki ana eğilimin güçlü olmasının etkisiyle yüksek oranlı bir yıllık büyüme görülmüştür. Yıllık büyümeye net ihracatın katkısı oldukça sınırlı olurken, büyüme temelde yurt içi talepten kaynaklanmıştır.

Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetin son çeyrekte gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Ekim-Kasım dönemi sanayi üretimi verileri ve dördüncü çeyreğe ilişkin anket göstergeleri sanayi sektörü faaliyetinin üçüncü çeyreğe kıyasla bir miktar hız kesmekle birlikte artışını sürdürdüğünü göstermektedir. Sanayi üretiminin yavaşlamasında mobilya ve beyaz eşya sektörlerine verilen teşviklerin sonlanmasının etkili olduğu görülmektedir. Hizmet ve ticaret sektörlerine ilişkin anket göstergeleri büyümede daha ılımlı bir seyre işaret etmektedir. Harcama yönünden incelendiğinde, dayanıklı tüketim mallarına verilen teşviklerle birlikte öne çekilmiş talep sonrası, dördüncü çeyrekte özel tüketimin bir miktar zayıflayacağı; buna karşılık makine teçhizat yatırımlarının dönemlik bazda toparlanmaya devam edeceği öngörülmektedir. Üçüncü çeyrekle karşılaştırıldığında ihracattaki güçlü seyir devam ederken, iktisadi faaliyetteki sınırlı da olsa ivme kaybının ve döviz kuru gelişmelerinin yanında altın ithalatındaki yavaşlamanın ithalatta ivme kaybına neden olduğu görülmektedir. Bu görünüm altında, dördüncü çeyrekte dönemlik büyümeye yurt içi talebin katkısının azalması, buna karşılık net ihracatın katkısının artması beklenmektedir. Yıllık büyümenin ise temel sürükleyicisinin yurt içi talep olmaya devam edeceği öngörülmektedir.

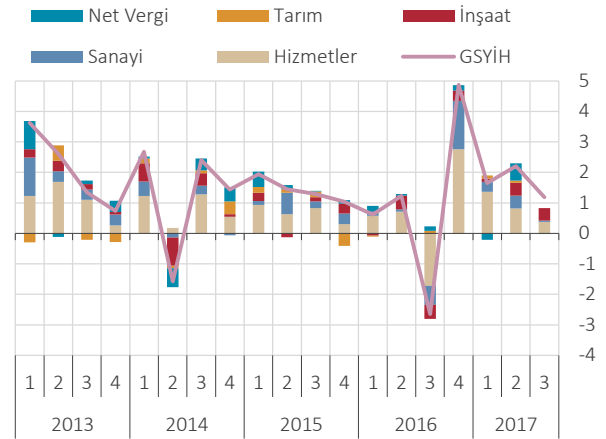
Dördüncü çeyreğe ait öncü göstergeler, KGF kefaletli kredilerin ve makro ihtiyati teşviklerin büyümeye etkisinin üçüncü çeyrekte en yükseğe ulaştıktan sonra takip eden dönemde kademeli olarak azalacağı öngörüsüyle uyumludur. 2017 yılının son çeyreği büyüme patikasında öngörülen normalleşmenin sağlanacağı ve büyümenin potansiyeline yakınsayacağı 2018 yılına geçiş dönemi olarak değerlendirilmektedir. 2018 yılında KGF kefaletli kredi desteğinin azalacak olması, dayanıklı tüketim mallarına yönelik vergi indirimlerinin son bulmuş olması, OVP kapsamında açıklanan kamu tasarruf tedbirleri ile 2017 yılındaki olumlu baz etkisinin ortadan kalkacak olması büyüme hızında öngörülen normalleşmenin temel belirleyicileri olarak sıralanabilir. Diğer yandan, 2018 yılında reel kurdaki birikimli değer kayıpları ve küresel büyümenin güçlenmesiyle birlikte ihracatın büyümeye desteğinin sürmesi beklenirken, KGF kefaletli kredi desteğinin 2017'ye göre daha sınırlı olsa da devam edecek olması yurt içi talebi desteklemeye devam edecektir. Mevcut görünüm altında, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmeye devam etmektedir.

4.1 Üretim Gelişmeleri

GSYİH, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde yıllık yüzde 11,1; mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,2 oranında artmıştır. Üretim yönünden üçüncü çeyrekte yıllık büyümeye tüm ana sektörler olumlu katkıda bulunmuştur (Grafik 4.1.1). Dönemlik büyümeyi ise tarım dışı sektörler sürüklemiştir (Grafik 4.1.2).

Grafik 4.1.1: GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (% puan)

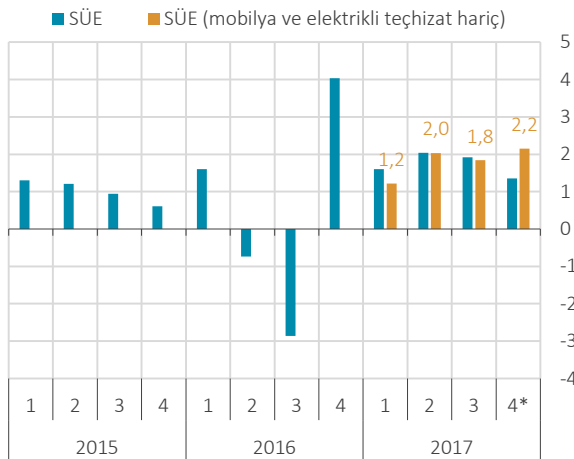
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 4.1.2: GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (Mevsimsellikten Arındırılmış, % puan)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

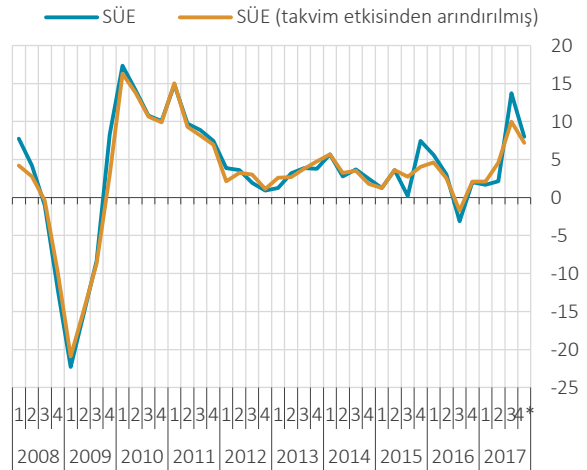
2017 yılı Ekim ve Kasım aylarına ait sanayi üretimi gerçekleştirmeleri, iktisadi faaliyetin üçüncü çeyreğe kıyasla bir miktar yavaşlamakla birlikte güçlü seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.1.3). Bu yavaşlamanın daha ziyade yıl içinde vergi indirimlerine konu olan sektörlerden kaynaklandığı, mobilya ve elektrikli teçhizat üretimi hariç bakıldığında sanayi üretimi dönemlik büyümesinin üçüncü çeyreğin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Yıllık olarak bakıldığında ise Ekim-Kasım dönemi itibarıyla sanayi üretiminde yüzde 8 gibi yüksek oranlı bir artış göze çarpmaktadır (Grafik 4.1.4).

Sanayi üretimi alt kalemleri üçüncü çeyrek ile kıyaslandığında, taşıt hariç sermaye mallarının artış kaydettiği; dayanıklı tüketim malları üretiminin vergi teşviklerinin sona ermesiyle birlikte, mobilyada daha belirgin olmak üzere, düşüş sergilediği; ara mallarındaki toparlanmanın ise devam ettiği görülmektedir. Ayrıca, dayanıksız tüketim malları üretiminin yılın ilk yarısındaki yatay seyrinden sonra üçüncü çeyrekte kaydettiği artışı koruması, işgücü piyasasındaki toparlanmayla uyumludur.

Grafik 4.1.3: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

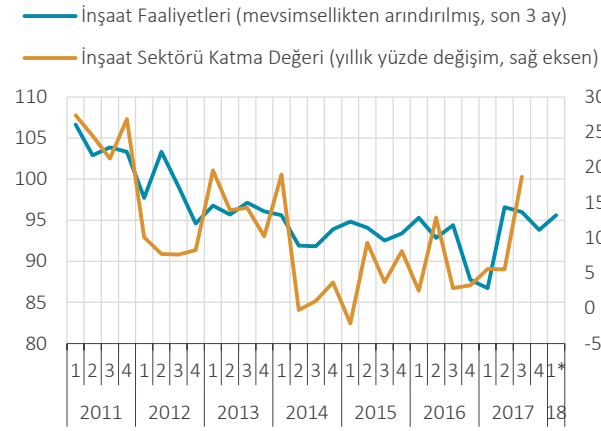
*Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.

Grafik 4.1.4: Sanayi Üretim Endeksi (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

*Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.

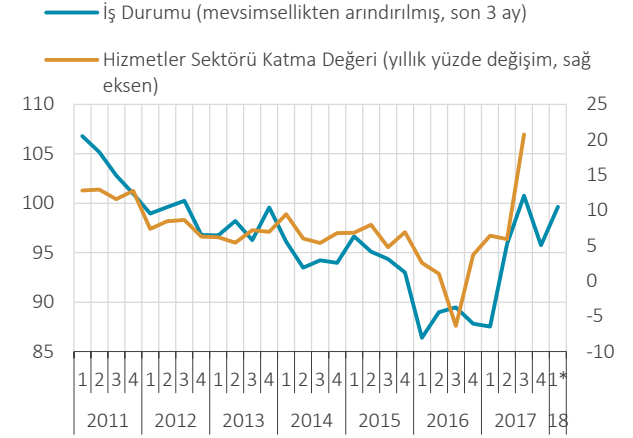
Yılın ilk üç çeyreğinde dönemlik ve yıllık büyümeye önemli katkı sağlayan inşaat katma değerindeki güçlü seyrin, bir miktar yavaşlamakla birlikte devam eden altyapı yatırımlarındaki artış eğiliminin desteğiyle son çeyrekte de sürmesi beklenmektedir (Grafik 4.1.5). Başta metalik olmayan diğer mineral maddeler imalatı olmak üzere inşaat sektörüne girdi sağlayan faaliyet kolları da bu görünümü desteklemektedir.

Grafik 4.1.5: İnşaat Sektörü Katma Değeri ve İnşaat Faaliyetleri **

Kaynak: TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

** Sektörel Güven Endeksi altında yer alan, İnşaat Sektörü Güven Endeksi İş Faaliyetleri (Son 3 Aylık Dönemde) sorusu.

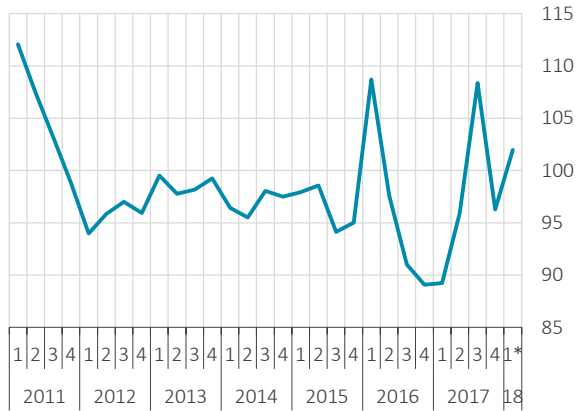
Grafik 4.1.6: Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve İş Durumu **

Kaynak: TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

** Sektörel Güven Endeksi altında yer alan, Hizmet Sektörü Güven Endeksi İş Durumu (Son 3 Aylık Dönemde) sorusu.

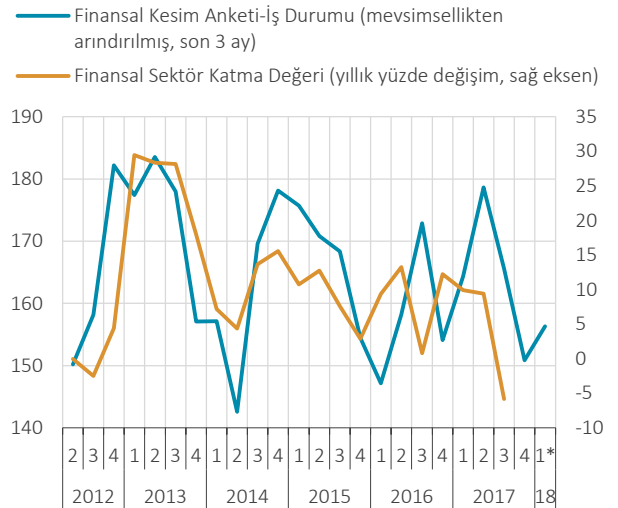
Hizmetlere ilişkin göstergeler, sektör katma değerinde yılın son çeyreğinde bir miktar yavaşlama olabileceğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.6). Hizmetler sektörünün önemli bir bileşeni olan ve tüketim talebi ile yakın ilişkili perakende ticaret sektörü iş hacminin dördüncü çeyrekte yavaşlaması beklenmektedir (Grafik 4.1.7). Buna karşılık, ikinci çeyrekte temel olarak KGF kefaletli krediler nedeniyle hızlanan finans sektörü faaliyetinin, üçüncü çeyrekte sonra, dördüncü çeyrekte de zayıf seyredebileceği düşünülmektedir (Grafik 4.1.8).

Grafik 4.1.7: Ticaret Sektörü İş Durumu (Mevsimsellikten Arındırılmış, Son 3 Ay)**

Kaynak: TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

** Sektörel Güven Endeksi altında yer alan, Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksi İş Hacmi-Satışlar (Son 3 Aylık Dönemde) sorusu.

Grafik 4.1.8: Finansal Sektör Katma Değeri ve Finansal Kesim Anketi-İş Durumu

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

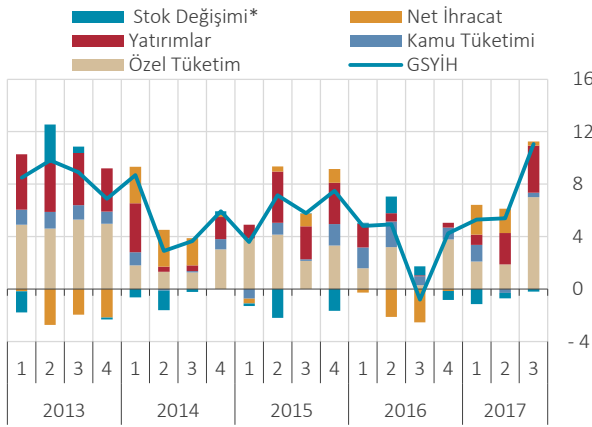
Özetle, mevcut göstergeler 2017 yılı son çeyreğinde iktisadi faaliyetin bir miktar ivme kaybetse de gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmeler, 2017 yılına özgü unsurların desteğinin azalmasıyla iktisadi faaliyetin kademeli olarak ana eğilimine yakınsayacağı ve 2018 yılında büyüme hızının normalleşeceği öngörüsüyle uyumlu bir görünüm arz etmektedir.

4.2 Talep Gelişmeleri

2017 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin GSYİH verileri harcama tarafından incelendiğinde, yıllık büyümenin büyük ölçüde yurt içi talep kaynaklı olduğu; net ihracatın yıllık büyümeye olumlu katkısının sınırlı kaldığı görülmektedir (Grafik 4.2.1). Bu dönemde özel tüketim ve yatırımlar yıllık büyümenin ana sürükleyicileri olmuştur. İhracatın yıllık büyümeye katkısı baz etkisiyle birlikte ilk yarıya kıyasla kayda değer biçimde artsa da, iç talepteki toparlanmaya ve altın ithalatına bağlı olarak toplam ithalatın kuvvetlenmesiyle birlikte net ihracatın katkısı ilk iki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde azalmıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre GSYİH, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğe kıyasla bir miktar yavaşlamakla birlikte gücünü korumuştur. Üçüncü çeyrekte dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi, ikinci çeyrekte olduğu gibi, iç talep olmuştur. Yurt içi talepteki artış özel tüketim ve makine-teçhizat yatırımlarından kaynaklanmıştır. Bu dönemde net ihracat, özellikle ithalat kaynaklı olmak üzere dönemlik büyümeye olumsuz katkı vermiştir (Grafik 4.2.2). Özel tüketim harcamaları yılın üçüncü çeyreğinde dönemlik büyümeye güçlü bir destek verirken, kamu tüketim harcamaları gerilemiştir (Grafik 4.2.3). Yatırımlar tarafında ise inşaat yatırımları bir önceki döneme göre gerilerken, makine-teçhizat yatırımlarında belirgin bir sıçrama gerçekleşmiştir (Grafik 4.2.4).

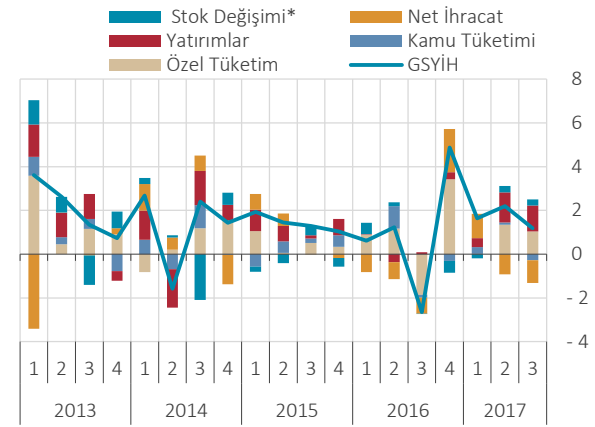
Grafik 4.2.1: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar (% puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stoklar ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

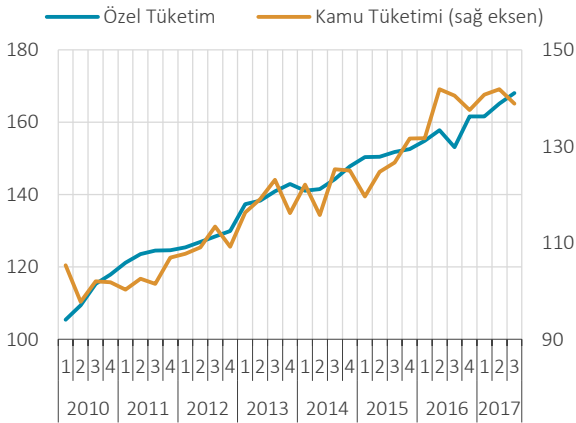
Grafik 4.2.2: Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar (% puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

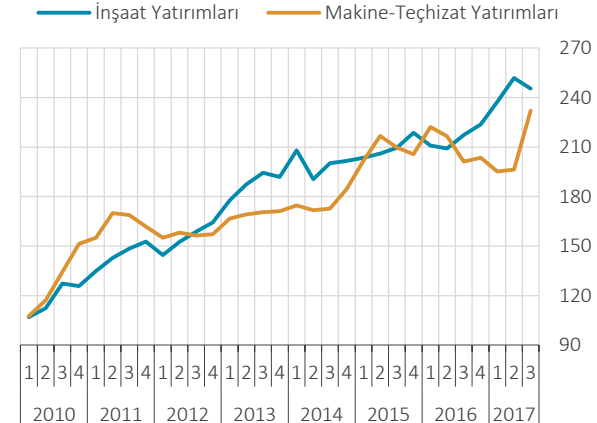
* Stoklar ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

Grafik 4.2.3: Özel Tüketim ve Kamu Tüketimi (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

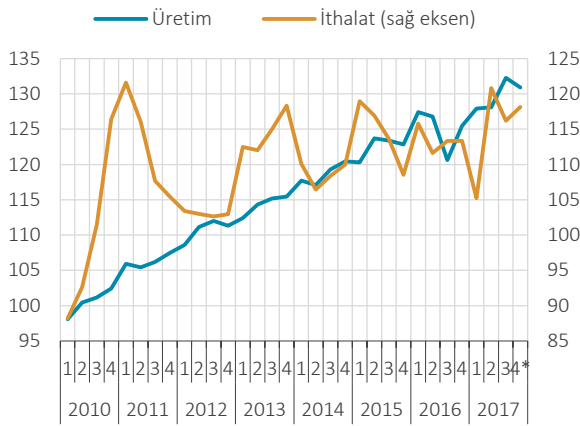
Grafik 4.2.4: Makine-Teçhizat ve İnşaat Yatırımları (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

2017 yılının son çeyreğinde, dayanıklı mal gruplarındaki vergi indirimlerinin sone ermesiyle birlikte özel tüketim talebinin zayıfladığı tahmin edilmektedir. Nitekim, Ekim-Kasım dönemi itibarıyla üçüncü çeyreğe kıyasla tüketim malları üretimi gerilerken, ithalatı yatay seyretmiştir (Grafik 4.2.5). Otomobil satışları son çeyrekte üçüncü çeyreğe kıyasla artarken, uygulanan vergi teşviklerinin sone ermesiyle Ekim-Kasım döneminde beyaz eşya satışlarında belirgin bir gerileme gözlenmiştir (Grafik 4.2.6). Dördüncü çeyreğe ilişkin üretim ve satış verileri bir arada değerlendirildiğinde, özel tüketimin yıllık bazdaki artış hızında son çeyrekte yavaşlama beklenmektedir (Grafik 4.2.7). Ayrıca, son çeyrekte tüketici güven endekslerinde gözlenen kötüleşme, tüketim talebinin kısmen zayıflayabileceği yönünde sinyal içermekle birlikte, Ocak ayı verileri tüketim eğiliminde kalıcı bir bozulmaya işaret etmemektedir (Grafik 4.2.8).

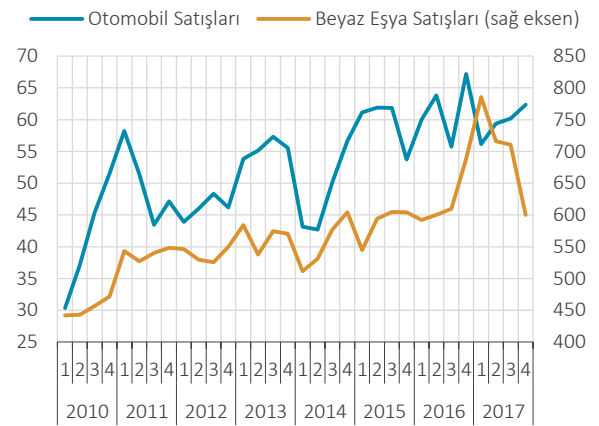
Grafik 4.2.5: Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

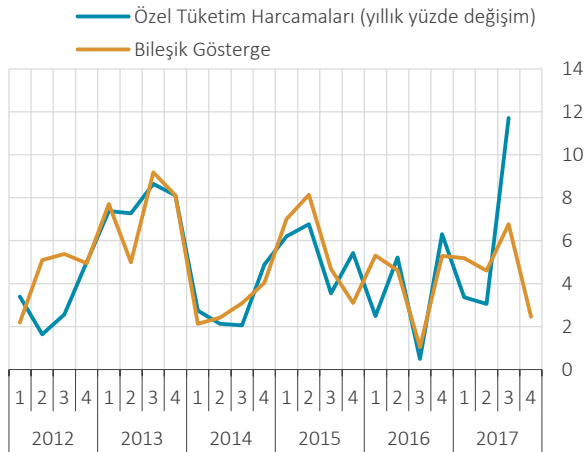
* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.

Grafik 4.2.6: Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Ortalama, Bin Adet)



Kaynak: OSD, TCMB, TÜRKİBESD.

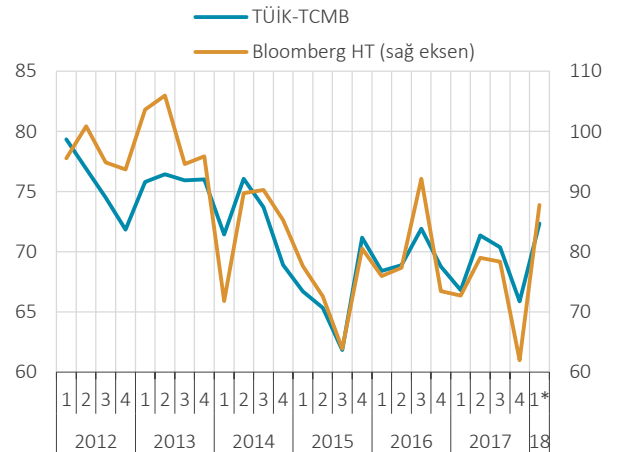
Grafik 4.2.7: Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: OSD, TCMB, TÜİK, TÜRKİBESD.

* Bileşik gösterge otomobil iç satışı, beyaz eşya iç satışı ve perakende satış hacim endeksinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

Grafik 4.2.8: Tüketici Güven Endeksleri



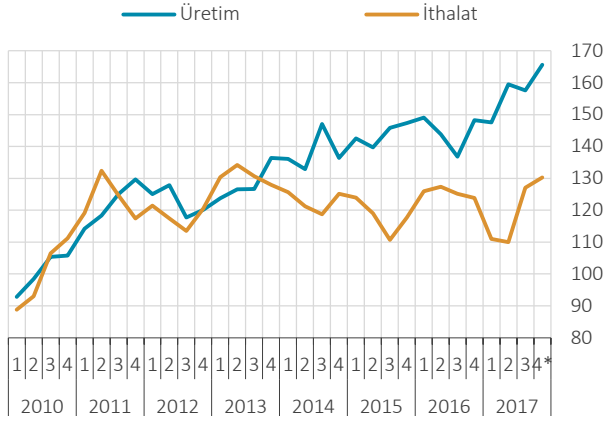
Kaynak: Bloomberg HT, TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

Mevcut göstergeler makine-teçhizat yatırımlarında üçüncü çeyrekte gözlenen toparlanmanın son çeyrekte devam ettiğine işaret etmektedir. Taşıt hariç sermaye malı üretim ve ithalat verileri, makine-teçhizat yatırımlarındaki artış eğiliminin son çeyrekte sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.2.9). Toplaştırılmış yatırım göstergesi de üçüncü çeyrekte yüksek oranda artan yatırım harcamalarının son çeyrekte bir miktar ivme kaybetse de bu eğilimini sürdüreceği yönünde bir görünüm sunmaktadır (Grafik 4.2.10). Son

dönemde ihracatçı ve diğer sektörlerdeki firmaların yatırım beklentilerinin iyileşmesi de yatırım harcamalarındaki olumlu seyrin süreceği yönünde sinyal vermektedir (Grafik 4.2.11). Buna karşılık, inşaat yatırımlarına ilişkin göstergeler son çeyrekte inşaat yatırımlarında bir miktar zayıflama öngörmektedir (Grafik 4.2.12).

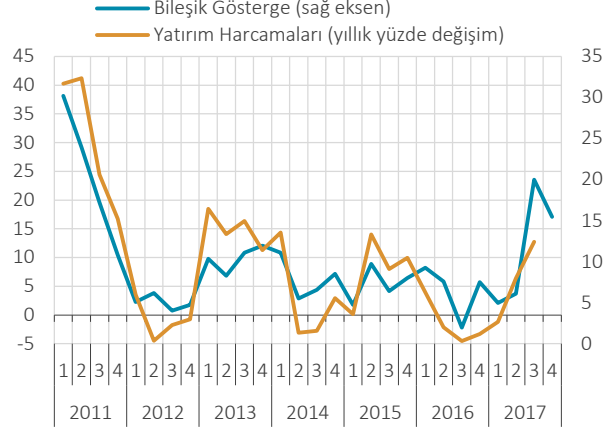
Grafik 4.2.9: Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB.

* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.

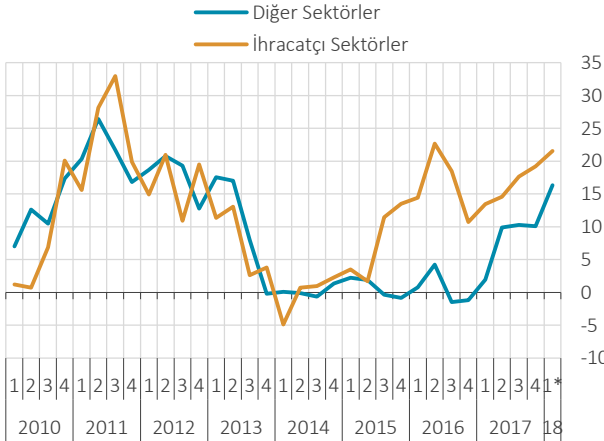
Grafik 4.2.10: Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Bileşik gösterge, makine-teçhizat üretimi, sermaye malları sektöründe yurt içi ciro, sermaye malları ithalatı ve mineral maddeler üretiminin ağırlıklandırılmış yıllık yüzde değişiminden elde edilmiştir. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

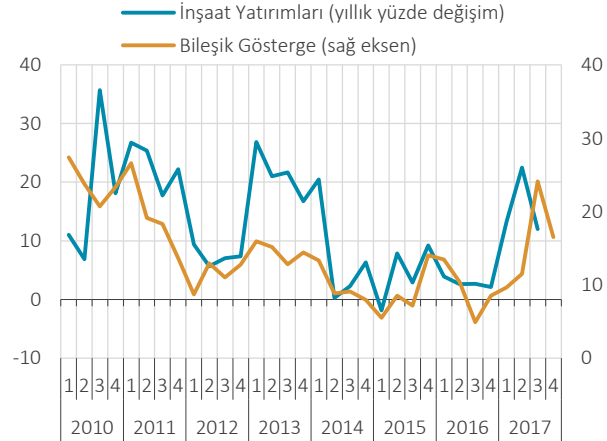
Grafik 4.2.11: İYA Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yukarı-Aşağı, Gelecek 12 Ay)



Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı itibarıyla.

Grafik 4.2.12: İnşaat Yatırımları ve Bileşik Gösterge* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

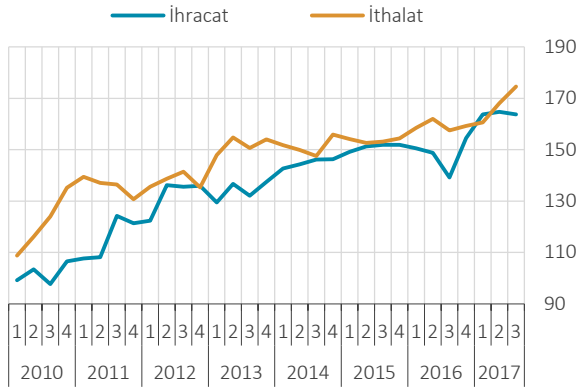
* Bileşik gösterge, ana metal, fabrikasyon metal, mineral maddeler ve plastik-kauçuk sektörleri üretimi ile plastik-kauçuk ve ana metal sektörleri ithalatının yıllık yüzde değişimlerinden elde edilmiştir. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

2017 yılı üçüncü çeyreğinde mal ve hizmet ihracatı dönemlik bazda sınırlı bir oranda gerilerken, ithalat iç talepteki kuvvetli seyrin ve altın ticaretindeki gelişmelerin etkisiyle artmıştır (Grafik 4.2.13). Böylece, net ihracatın dönemlik büyümeye katkısı negatif olmuştur. Dış ticaret ana eğilimini daha sağlıklı gösteren altın hariç miktar endeksleri, son çeyrekte mal ithalatında ivme kaybına, mal ihracatının ise gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Başta Avrupa Birliği bölgesinde iyileşen büyüme görünümü olmak üzere küresel ölçekte gözlenen toparlanma eğilimi ve reel kurun seyri ile dış piyasalarda pazar çeşitlendirme esnekliği ihracatı desteklemektedir. Turizmde görülen toparlanma da hizmet ihracatındaki artışa katkı sağlamaktadır (Grafik 4.2.14). Sonuç olarak, yılın son çeyreğinde ithalattaki ivme kaybı ve ihracattaki yükselişe bağlı

olarak, net ihracatın dönemlik büyümeye olumlu katkı sunacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte ithalattaki görece daha kuvvetli baz etkisi nedeniyle yıllık artış oranının ihracata kıyasla daha yüksek gerçekleşmesi ve böylelikle net ihracatın yıllık büyümeyi sınırlaması beklenmektedir.

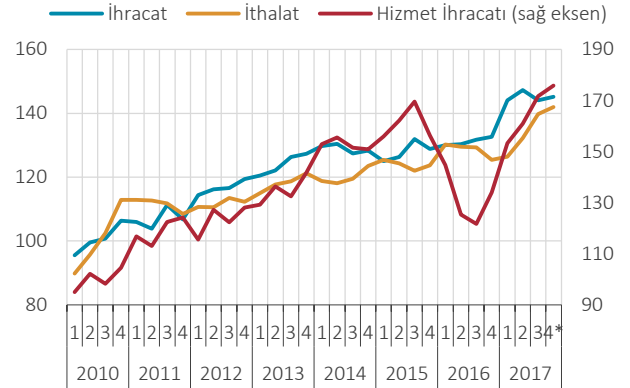
Özetle, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet gücünü korumaktadır. Son çeyreğe ilişkin göstergeler, iktisadi faaliyetin bir miktar ivme kaybetmekle birlikte söz konusu eğilimi devam ettirdiğine işaret etmektedir. Bu dönemde, çeyreklik büyümeye yurt içi talebin katkısının azalacağı, net ihracatın katkısının ise artacağı öngörülmektedir.

Grafik 4.2.13: Mal ve Hizmet İhracatı ve İthalatı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 4.2.14: İhracat, İthalat Miktar Endeksleri ve Reel Hizmet İhracatı (Altın Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



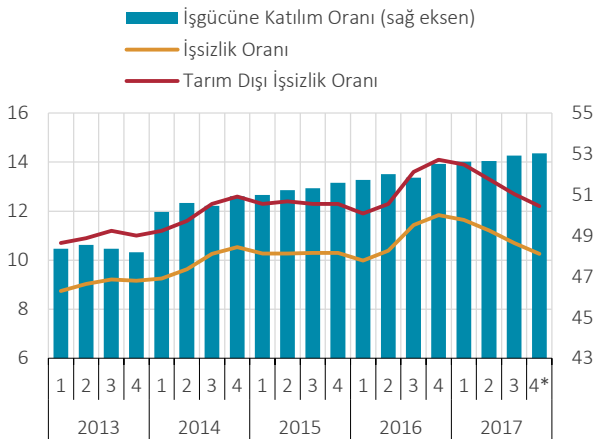
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim-Kasım dönemi gerçekleşme, Aralık ayı tahmindir.

4.3 İşgücü Piyasası

2017 yılının ilk on aylık döneminde iktisadi faaliyetteki güçlü seyrile birlikte işsizlik oranlarında düşüş gözlenmiştir (Grafik 4.3.1). Yılın üçüncü çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış toplam işsizlik oranı, bir önceki çeyreğe kıyasla 0,5 puan azalarak yüzde 10,7 olmuştur. Bu gelişmede, tarım dışı istihdam artışları etkili olmuş; işgücüne katılım oranındaki artış ise işsizlikteki düşüşü sınırlamıştır (Grafik 4.3.2). Ekim döneminde ise mevsimsellikten arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları üçüncü çeyreğe göre sırasıyla 0,4 ve 0,5 puan gerileyerek sırasıyla yüzde 10,3 ve yüzde 12,2 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, mevsimsellikten arındırılmış verilerle 2016 yılının Aralık döneminde zirve yaptıktan sonra düşüş eğilimine giren toplam ve tarım dışı işsizlik oranlarındaki birikimli azalış sırasıyla 1,7 ve 2,0 puana ulaşmıştır.

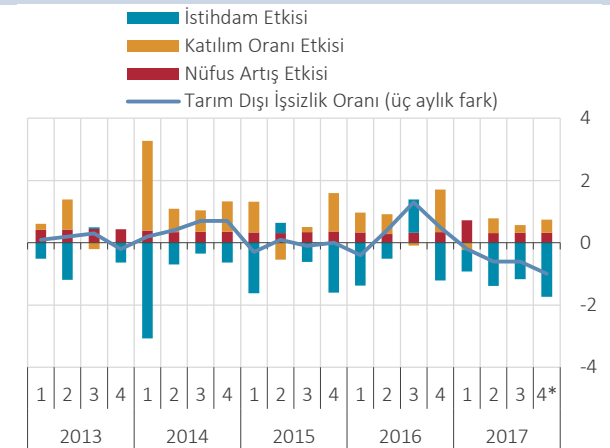
Grafik 4.3.1: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.2: Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkıları (Mevsimsellikten Arındırılmış, % puan)

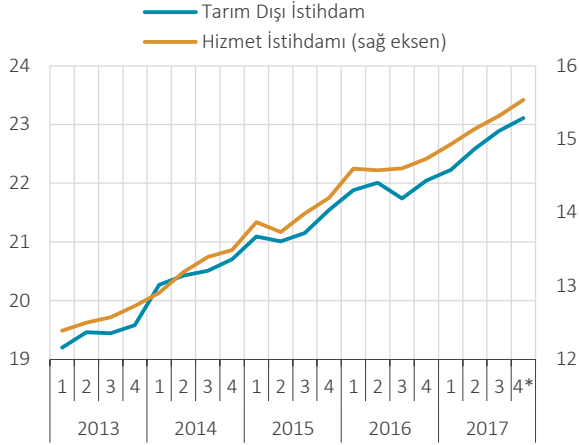


Kaynak: TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

2017 yılının ilk çeyreğinde büyümenin işgücü piyasasına yansımaları sınırlı iken büyümenin güç kazanması ve sektörel yayılımının artmasıyla ikinci çeyrekte istihdam ve işsizlikte daha belirgin bir iyileşme görülmüştür. 2017 yılının Ekim döneminde tarım dışı istihdam, hizmet ve sanayi sektörleri kaynaklı yükselmiş ve üçüncü çeyreğe kıyasla yüzde 1 oranında artış göstermiştir (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.5). Bu dönemde inşaat istihdamı ise gerilemiştir (Grafik 4.3.4 ve Grafik 4.3.5).

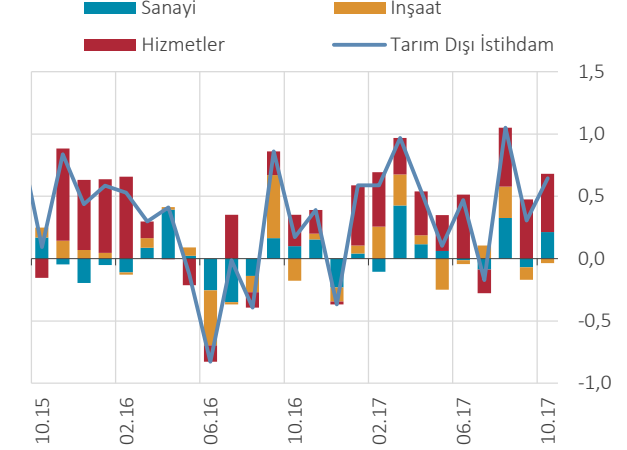
Grafik 4.3.3: Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

*Ekim dönemi itibarıyla.

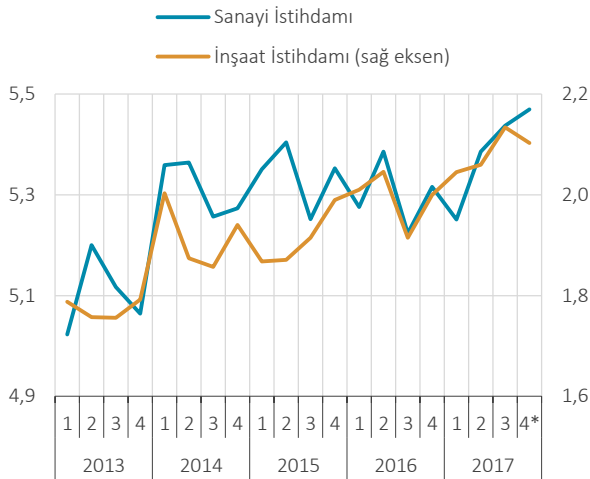
Grafik 4.3.4: Tarım Dışı İstihdamdaki Aylık Değişime Katkıları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, % puan)



Kaynak: TÜİK.

Sanayi üretim ve katma değerindeki artışa rağmen son yıllarda sanayi istihdamının aynı ölçüde ivme kazanamamasında, küçük ve orta ölçekli firmalarda faaliyetin büyük ölçekli firmalara kıyasla daha zayıf seyretmesinin etkili olabileceği düşünülmektedir. İmalat sanayi kapasite kullanım oranları (KKO) faaliyet kolları ayırımında incelendiğinde, son yıllarda görece emek yoğun sektörlerde KKO'nun görece düşük kalması da bu gözlemlerle uyumludur.

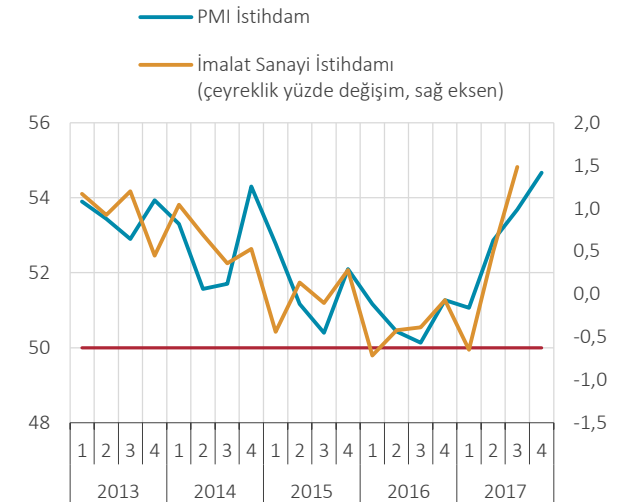
Grafik 4.3.5: Sanayi ve İnşaat İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

*Ekim dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.6: İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

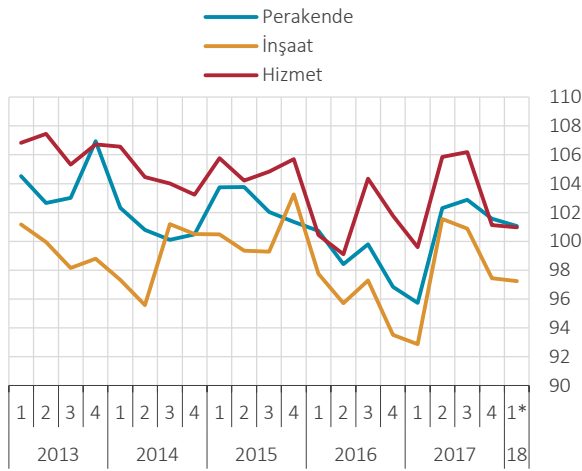


Kaynak: IHS Markit, TÜİK.

Öncü göstergeler, son çeyrekte istihdam artışlarının devam edeceğine ve işsizlik oranlarındaki düşüşün süreceğine işaret etmektedir. PMI istihdam değeri, imalat sanayi istihdamındaki büyümenin devam edebileceği yönünde sinyal vermektedir (Grafik 4.3.6). Hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörlerinde gelecek üç aylık dönemde toplam çalışan sayısı beklentilerinde gözlenen gerileme söz konusu sektörlerde

istihdam artış hızlarında yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 4.3.7). Bu yavaşlama eğilimi, son çeyrekte iktisadi faaliyetin artış hızında beklenen ivme kaybını teyit etmektedir. Diğer taraftan, Kariyer.net internet sitesi tarafından sağlanan verilere göre yeni iş imkânlarının durumunu yansıtan toplam iş ilanları verisi son çeyrekte de güçlü seyrini sürdürmüştür; işsizlik oranı ile yakın hareket eden ilan başına başvuru sayısında da düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 4.3.8).

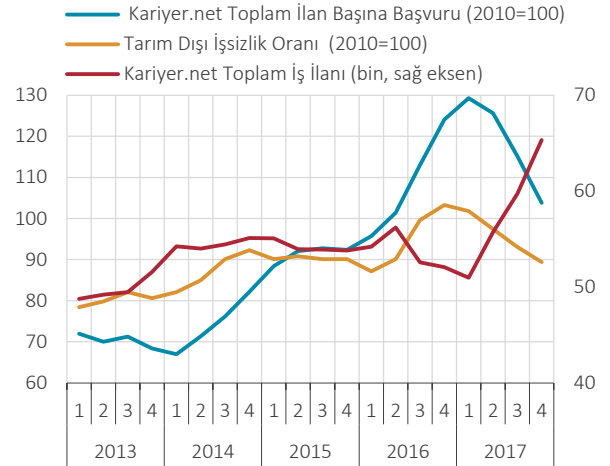
Grafik 4.3.7: Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi (Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

Grafik 4.3.8: Kariyer.net Toplam İş İlanı, İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı* (Mevsimsellikten Arındırılmış)



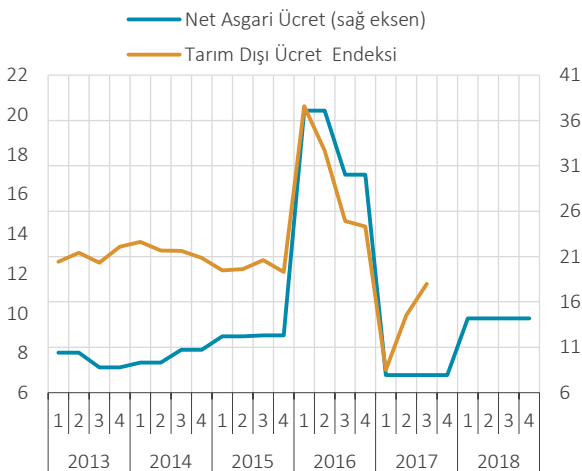
Kaynak: Kariyer.net, TCMB.

* İşsizlik oranı Ekim dönemi itibarıyla.

4.4 Ücretler ve Verimlilik

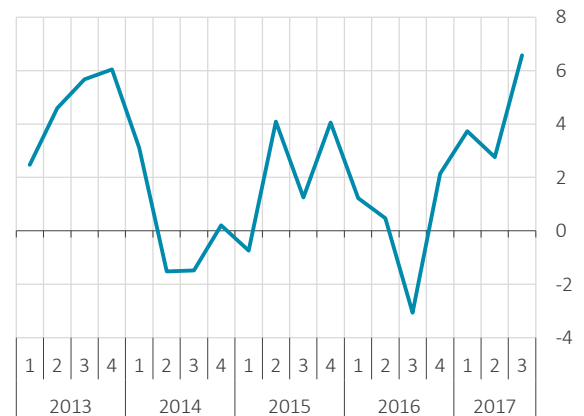
2016 yılının ilk çeyreğinde asgari ücretteki yüksek oranlı artışı takiben tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık artış oranı da önemli ölçüde yükselmiştir (Grafik 4.4.1). Ancak, 2017 yılının ilk çeyreğinde asgari ücret artışının bir önceki yıla kıyasla daha düşük olması ve yüksek bazın da etkisiyle tarım dışı nominal ücret büyümesi yavaşlamış ve ücretler yılın ilk dokuz aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,5 oranında yükselmiştir.

Grafik 4.4.1: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, 2010=100, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 4.4.2: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği* (Yıllık % Değişim)

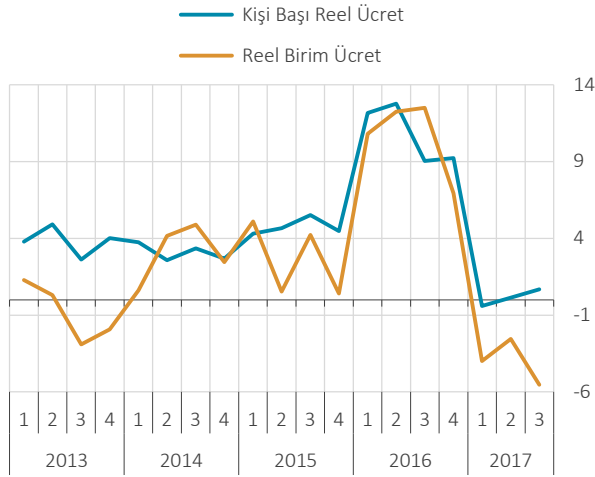


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam (HİA).

2017 yılının ilk dokuz aylık döneminde kısmi emek verimliliği gelişmeleri tarım dışı sektörlerde reel birim işgücü maliyetindeki düşüşe önemli katkı sunmuştur. Katma değer bazlı kısmi emek verimliliği (katma değer/istihdam) bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,3 oranında artmıştır (Grafik 4.4.2). Söz konusu dönemde, kişi başı reel ücretlerin ise geçen yılın aynı dönemine göre değişmediği gözlenmiştir. Bu gelişmeler, reel birim ücretlerin (kişi başı reel ücret/verimlilik) önemli oranda gerilemesine neden olmuştur (Grafik 4.4.3 ve Grafik 4.4.4). Ücret kaynaklı maliyet baskılarının, 2017 yılının ilk dokuz aylık döneminde, bir önceki yıla kıyasla hafiflemekle birlikte, son iki yıldaki birikimli artışa istinaden devam ettiği değerlendirilmektedir.

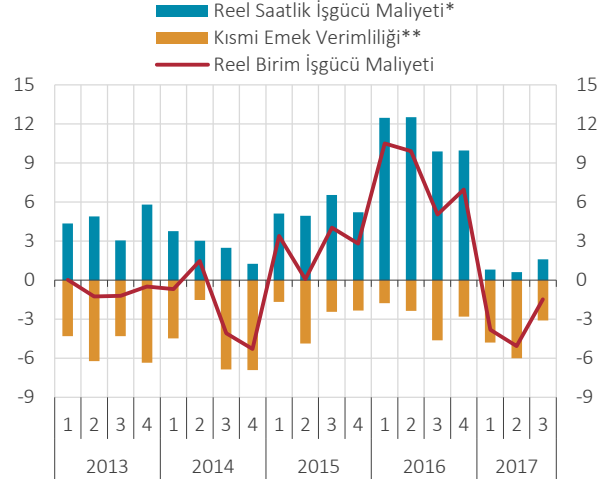
Grafik 4.4.3: Tarım Dışı Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret* (2010=100, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kişi başı reel ücret x istihdam/ katma değer.

Grafik 4.4.4: Tarım Dışı Reel Birim İşgücü Maliyetindeki Yıllık Değişime Katkılar (% puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* İşgücü Maliyet ve Kazanç İstatistikleri.

** Tarım dışı GSYİH/HİA Çalışılan Saat.

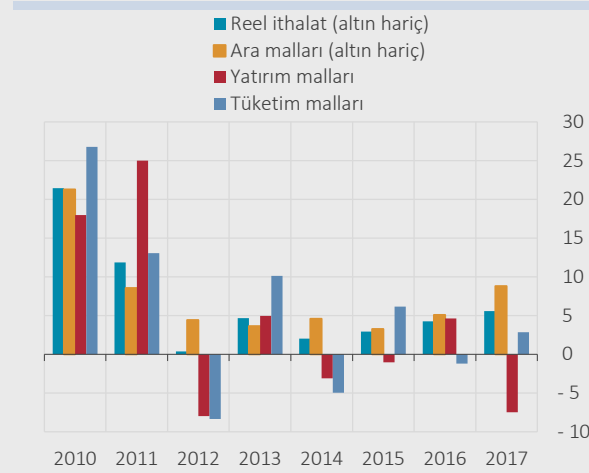
2018 yılı için brüt asgari ücret 2.029 TL, net asgari ücret 1.603 TL olarak belirlenmiştir. Böylece, 2018 yılında asgari ücret artış oranı yüzde 14,2 olmuştur (Grafik 4.4.1). Bununla birlikte, asgari ücrette işverene devlet desteğinin 2018 yılında da sürecektir olmasının, maliyet baskılarını önemli ölçüde sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Asgari ücret gelişmelerinin yanı sıra iktisadi faaliyetin seyri, işsizlik oranı ve enflasyon gelişmeleri de ücretleri belirleyen başlıca faktörlerdir. 2018 yılında, iktisadi faaliyetin ana eğilimine yakın seyredeceği ve açıklanan istihdam teşviklerinin işsizlik oranındaki düşüşün devamını sağlayacağı öngörülmektedir. İktisadi faaliyet görünümü ve enflasyondaki yüksek düzeyler bir arada değerlendirildiğinde, 2018 yılında ekonomi genelinde nominal ücret artışlarının geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde seyredeceği tahmin edilmektedir. Bu görünüm altında birim işgücü maliyet baskılarının sınırlanabilmesi için verimlilik artışlarının devamlılığı önem arz etmektedir.

Kutu 4.1

2017 Yılı İthalat Dinamikleri: Yatırım ve Tüketim Mallarındaki Zayıf Seyir

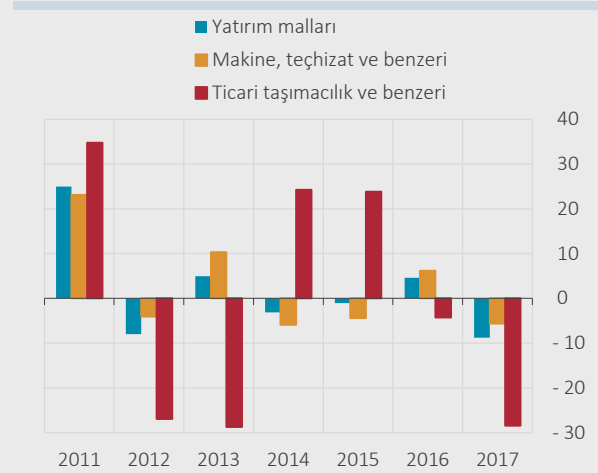
2017 yılında milli gelirde sağlanan güçlü büyümeye karşın, ithalat daha ılımlı bir seyir izlemiştir. Bu çerçevede bu kutuda 2017 yılında ithalattaki söz konusu ılımlı seyrin belirleyicileri alt kalem bazında değerlendirilmektedir.

Grafik 1: İthalat ve Alt Kalemleri (Reel, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB hesaplamaları, TÜİK.

Grafik 2: Yatırım Malları İthalatı ve Alt Kalemleri (Reel, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB hesaplamaları, TÜİK.

Ülkemizde üretimin ithal girdi bileşeninin yüksek olması nedeniyle, ithalatın temel sürükleyicisi ara malları ithalatıdır.¹ İktisadi faaliyet ile reel ithalat arasındaki pozitif ilişkiye istinaden, ithalat büyümesinde genellikle ara malları alt kalemindeki artış belirleyici olmaktadır.² Öte yandan, milli gelir büyümesinin görece olarak yüksek gerçekleştiği yıllarda, yatırım ve tüketim malları ithalatı büyümesi de ithalata pozitif katkı vermektedir. Örneğin, milli gelirin yüzde 7'nin üzerinde artış kaydettiği 2010, 2011 ve 2013 yıllarında iç talepteki güçlü büyümeye, ara malları ithalatını artırmış olmakla birlikte, tüketim ve yatırım malları ithalatında artışları da beraberinde getirmiştir (Grafik 1). Bu çerçevede değerlendirildiğinde, 2017 yılının bu resimden kısmen ayrıştığı göze çarpmaktadır. 2017 yılında iktisadi faaliyette söz konusu yıllardaki büyümeye yakın bir büyüme performansının yakalanacağı tahmin edilmekle birlikte, ara malı ithalatından farklı olarak yatırım malları ithalatının zayıf seyrettiği; tüketim malları ithalatının ise sınırlı bir artış kaydettiği görülmektedir.³

Yatırım ve tüketim malları ithalatının 2017 yılındaki zayıf seyrinin daha iyi anlaşılması için alt kalemleri incelenmiştir. Yatırım malları ithalatının büyük bir bölümünü oluşturan makine ve

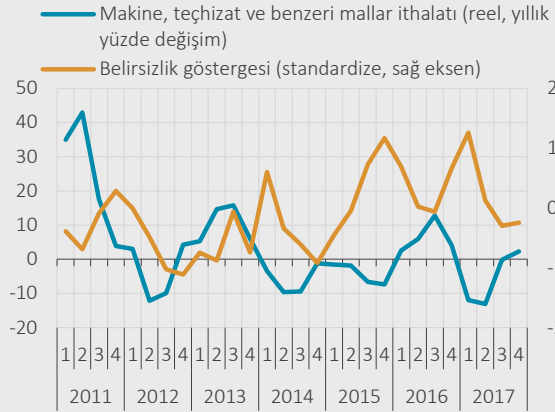
¹ 2010-2017 yılları ortalamasına göre, ara mallarının toplam ithalat içerisindeki payı yüzde 71, yatırım ve tüketim malları ithalatının payları ile sırasıyla yüzde 16 ve yüzde 13'tür.

² Reel ithalat, ithalat miktar endeksini ifade etmektedir. 2017 yılında oldukça yüksek seyreden altın ithalatı, ithalat dinamikleri ile iktisadi faaliyet arasındaki ilişki açısından daha sağlıklı bir resim sunabilmek amacıyla, kutuda göz ardı edilmektedir.

³ 2017 yılında nominal (dolar bazında) ara malları ithalatında ilk bakışta yüksek oranlı büyümeye gözlemlense de söz konusu artışın önemli bir kısmı enerji ve endüstriyel metal fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanmıştır. Nitekim reel ara malları ithalatındaki artış eğilimi daha sınırlı olmuştur. Yatırım ve tüketim malları ithalatı değişim oranları dolar bazında ve miktar olarak karşılaştırıldığında ise, belirgin bir farklılaşma göze çarpmamaktadır. Bu bağlamda, 2017 yılında dış ticaret hadlerindeki bozulmanın çoğunlukla ara malları kalemine yansdığı söylenebilir.

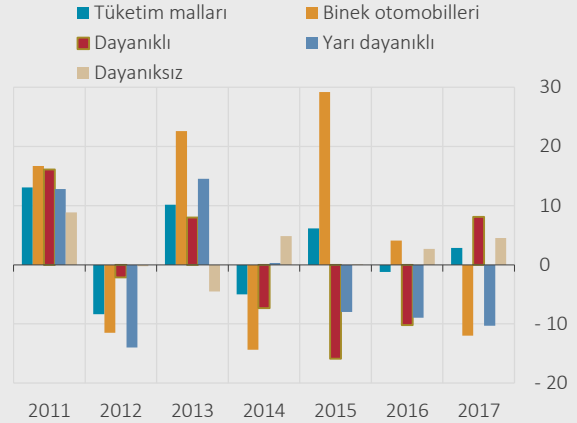
teçhizat kalemi 2017 yılında yatırım iştahının düşük seyretmesi nedeniyle azalış kaydetmiştir. (Grafik 2). Dönemler itibarıyla bakıldığında, yılın ilk yarısında yüksek seyreden iktisadi belirsizlik algısının makine ve teçhizat yatırımlarını sınırlandırarak, söz konusu malların ithalatının azalmasında rol oynadığı değerlendirilmektedir (Grafik 3).⁴ Ancak yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik belirsizlik algısının iyileşmesi ve makine ve teçhizat yatırımlarının güçlenmesiyle beraber, söz konusu malların ithalatının da ılımlı oranda arttığı göze çarpmaktadır.

Grafik 3: İktisadi Belirsizlik Göstergesi ve Yatırım Malları İthalatı



Kaynak: TCMB hesaplamaları, TÜİK.

Grafik 4: Tüketim Malları İthalatı ve Alt Kalemleri (Reel, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB hesaplamaları, TÜİK.

Diğer taraftan, tüketim malları ithalatının alt kalemleri incelendiğinde, 2017 yılında tüketim malları ithalatının artışını sınırlayan kalemlerin binek otomobiller ile hazır giyim ve konfeksiyon ürünlerini içeren yarı dayanıklı tüketim malları kalemleri olduğu görülmektedir (Grafik 4). Binek otomobil ithalatındaki düşüşte 2016 yılı sonunda uygulamaya koyulan ÖTV değişikliklerinin ve TL'deki değer kaybının yurt içi fiyatlara geçiş etkisinin rol oynadığı düşünülmektedir.⁵ Hazır giyim ve konfeksiyon ürünleri tarafında ise, en yüksek ithalatın gerçekleştiği iki pazar olan Çin ve Bangladeş'ten yapılan ithalattaki gerileme belirleyici olmuştur. Ancak, söz konusu gerilemenin 2017 yılına özgü olmadığı, özellikle 2012 yılından bu yana Türkiye'nin bu sektördeki ithalatının sürekli düşüş kaydettiği gözlenmektedir. Bu düşüşte reel kurdaki değer kaybının yanı sıra, 2011 yılında yürürlüğe giren AB dışı ülkelere "İlave Gümrük Vergisi" uygulanmasına ilişkin düzenlemenin önemli bir rol oynadığı değerlendirilmektedir.⁶

Dikkat çeken bir diğer gözlem, iktisadi faaliyet ile ithalat arasındaki ilişkinin küresel kriz sonrası dönemde farklılaşmasıdır. GSYİH ve ithalatın büyüme eğilimlerinin sunulduğu Grafik 5, bir birim büyümeye karşılık gelen ithalat büyümesinin zaman içinde azaldığını göstermektedir. Küresel kriz öncesinde ithalat büyümesi sürekli olarak milli gelir büyümesinin üzerinde seyrederken, 2012 yılı sonrasında ithalat büyümesinin, milli gelir büyümesinin altında kaldığı göze çarpmaktadır. Bir diğer deyişle ithalatın gelir esnekliği zaman içinde azalmıştır. Söz konusu ilişki ile ilgili en güncel çalışma olan Çulha ve diğ. (2018) bulguları da gerek toplam gerekse alt kalemler bazında ithalatın gelir esnekliğinin zaman içinde düştüğüne, göreceli fiyat esnekliğinin ise yükseldiğine işaret etmektedir.⁷

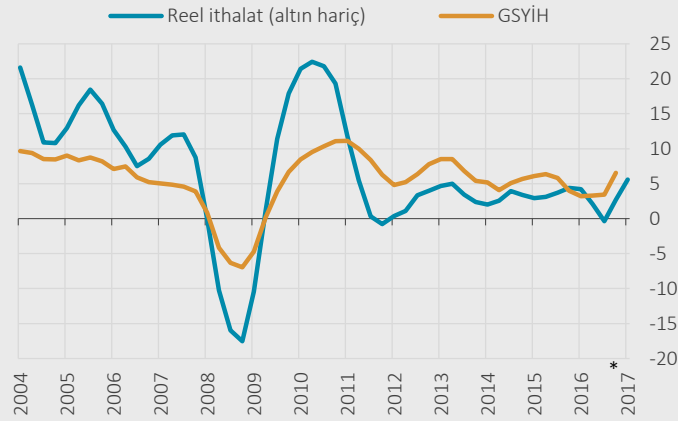
⁴ Bakınız: "İmalat Sanayiinde Kapasite Kullanımı ve Yatırıma Etkileri", Enflasyon Raporu, 2017-IV, Kutu 4.3.

⁵ Binek otomobil ithalatının büyük oranda Avrupa Birliği kaynaklı olması ve TL'nin euro karşısında ABD dolarına kıyasla daha fazla değer kaybetmesi nedeniyle tüketiciler açısından fiyat etkisi daha hissedilir olmuştur.

⁶ 15 Eylül 2011 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Bakanlar Kurulu Kararı çerçevesinde mevcut gümrük vergisine ek olarak tekstil grubunda, belirlenen ülkelere göre değişmek üzere yüzde 3 ile yüzde 20 arasında; konfeksiyon grubunda ise yüzde 17 ile yüzde 30 arasında değişen ilave gümrük vergisi getirilmiştir.

⁷ O. Y. Çulha; O. Eren ve F. Ögünç (2018). "Türkiye için İthalat Talep Fonksiyonu", Araştırma Yayınları Çalışma Tebliği (yayımlanma aşamasında).

Grafik 5: Reel İthalat ve GSYİH (Yıllık Birikimli, % Değişim)



Kaynak: TCMB hesaplamaları, TÜİK.

*Reel ithalat Ç4 verisi Ekim-Kasım ayı ortalamasıdır.

Sonuç olarak, 2017 yılında iktisadi faaliyette güçlü bir toparlanma yaşanmasına karşın, ithalat yılın ilk yarısında zayıf bir seyir izlemiş; ikinci yarısında ise toparlanarak, yıl genelinde ılımlı seviyede artış kaydetmiştir. İthalatın milli gelir büyümesine kıyasla daha düşük oranda artmasında ara malları ithalatından ziyade, yatırım ve tüketim malları ithalatının etkili olduğu gözlenmektedir.

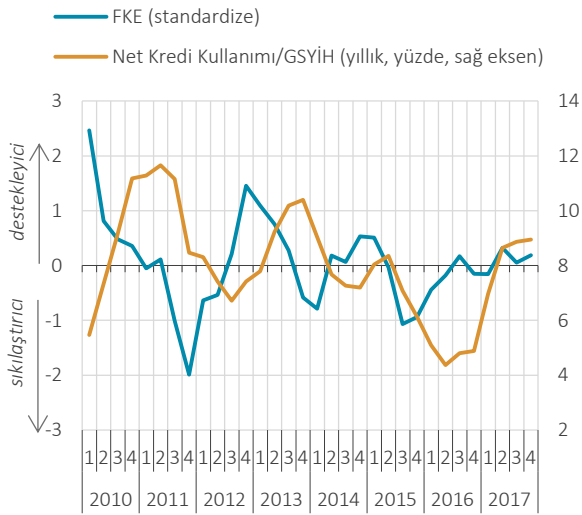
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Fed'in normalleşme sürecindeki kararlılığını vurgulaması dolayısıyla 2017 yılı son çeyreğinin başlarında piyasa oynaklıklarında geçici yükselişler gözlenmiş; ancak küresel enflasyon oranlarının düşük seviyeleri nedeniyle küresel para politikalarının normalleşme süreçlerinin ılımlı seyretmeye devam edeceği beklentisi risk iştahını yüksek seviyede tutmuştur. Söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları, küresel ve jeopolitik gelişmelerle geçici olarak sekteye uğrasa da, Aralık ayında yeniden ivme kazanmıştır. Türkiye'de ise 2017 yılı son çeyreğinin başlarında gerek küresel risk iştahındaki hareketler, gerekse jeopolitik gelişmelerin etkisiyle kur oynaklığı, risk primleri, borsa getirileri, piyasa faizleri ve portföy akımları diğer gelişmekte olan ülkelere bir miktar olumsuz ayrışırken, Kasım ayı sonlarından itibaren küresel risk iştahı, piyasa oynaklıklarındaki azalma ve TCMB'nin aldığı önlemlerin etkisiyle tüm finansal göstergelerde iyileşme gözlenmiştir.

2017 yılı ortalarından itibaren ticari kredilerde bir miktar ivme kaybı gözlenirse de iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün etkisiyle bankaların kredi verme iştahı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Kredi Eğilim Anketine göre, bankaların 2017 yılı son çeyreğinde ve 2018 yılı ilk çeyreğine ilişkin beklentilerinde işletmelere uyguladıkları kredi standartlarında belirgin bir değişim olmamıştır. Öte yandan, son çeyrekte, TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu güçlendirmesinin etkisiyle getiri eğrisinin negatif eğimi belirginleşmiştir.

Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir göstergesi niteliğinde olan Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılı genelinde, finansal koşulların iktisadi faaliyetteki canlanmayı sınırlı düzeyde de olsa desteklediğine işaret etmektedir (Grafik 5.1). Son çeyrekte, borsa getirisi ve EMBI'nin destekleyici yöndeki katkısının yükselmesi ve kredi standartlarının pozitif katkısının sınırlı düzeyde azalarak da olsa devam etmesi ile endeks, geçtiğimiz Rapor dönemine göre bir miktar artış kaydetmiştir. Getiri eğrisinin eğimi, kredi faizi ve reel efektif döviz kurunun endeks üzerindeki sıkılaştırıcı etkisi ise devam etmiştir (Grafik 5.2).

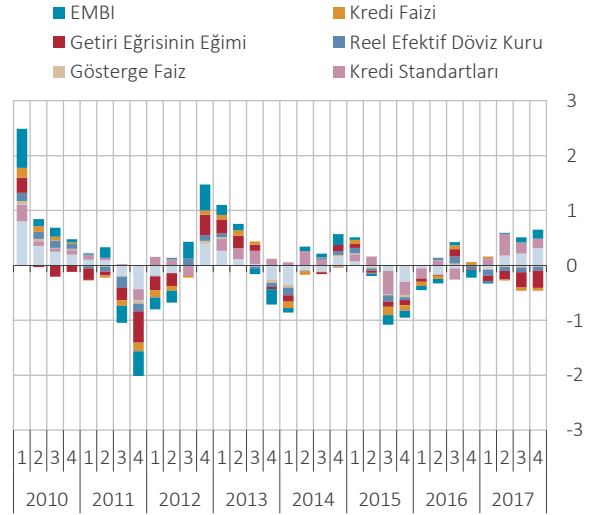
Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*



Kaynak: TCMB.

* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksine Katkılar*



Kaynak: TCMB.

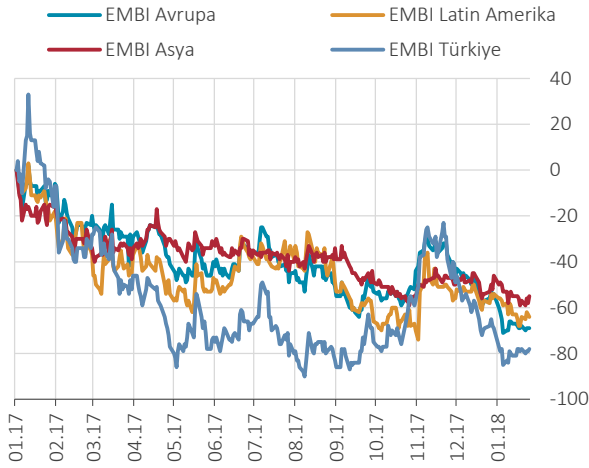
* Getiri eğrisinin eğimi için 10-2 yıl vadeli faiz farkı kullanılmıştır.

5.1 Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Küresel iktisadi faaliyette gözlenen olumlu performans ve gelişmiş ülke para politikalarının normalleşme süreçlerinin ılımlı olacağına dair sinyaller, 2017 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının güçlü ve istikrarlı seyretmesine neden olmuştur. Eylül ayı FOMC toplantısı sonrasında Fed’in normalleşmeye ilişkin kararlı tutumunu devam ettireceğine ilişkin algının güçlenmesiyle gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde geçici artışlar gözlenmiştir. Türkiye’nin ülke risk primi ise Eylül ayı ortalarından Kasım ayı sonuna kadar olan dönemde jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere bir miktar olumsuz yönde ayrılmıştır. Buna karşın, Aralık ayında küresel risk iştahındaki artışın yanı sıra jeopolitik risklerin azalması ve TCMB’nin sıkılaştırıcı adımlarının etkisiyle Türkiye’nin risk primi gerilemiştir (Grafik 5.1.1). Mevcut Rapor döneminde Türkiye’ye portföy akımlarında bir yavaşlama gözlenirse de, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğindeki güçlü girişlerin katkısıyla portföy akımları 2017 yılını birikimli olarak geçmiş yıllar ortalamasının oldukça üzerinde tamamlamıştır (Grafik 5.1.2). Mevcut Rapor dönemindeki portföy girişleri hisse senedi piyasası ağırlıklı olurken, portföy çıkışları ise büyük ölçüde DİBS piyasası kaynaklı olmuştur. 2018 yılı Ocak ayında DİBS piyasasına portföy akımlarının giriş yönünde olduğu görülmektedir.

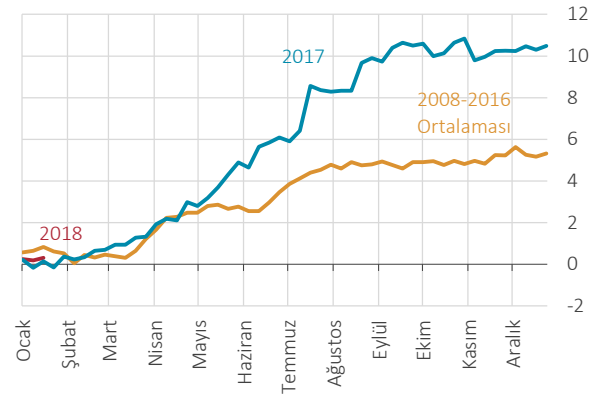
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (baz puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017’den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

Grafik 5.1.2: Türkiye’de Portföy Hareketleri* (Sene Başımdan İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)



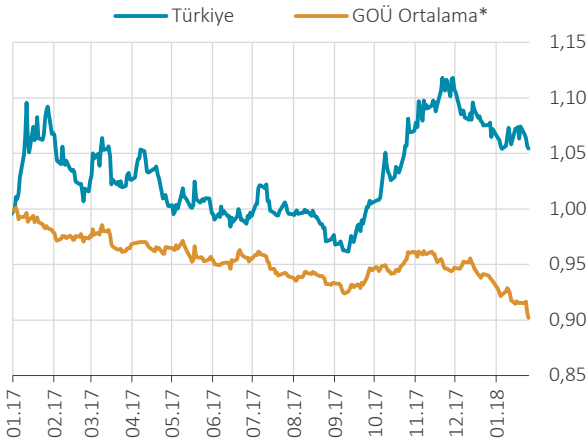
Kaynak: TCMB.

* Hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine Repo kalemi dâhildir.

Döviz Kurları

Küresel risk iştahının güçlü seyrettiği 2017 yılı, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ABD dolarına karşı değer kazandığı bir dönem olmuştur. Ancak, yukarıda da bahsedildiği üzere, Eylül ve Aralık ayı FOMC toplantıları arasındaki dönemde Fed’in normalleşme sürecindeki kararlı duruşunu koruyacağı algısıyla gelişmekte olan ülke para birimleri ABD dolarına karşı geçici değer kaybı yaşamıştır (Grafik 5.1.3). Mevcut Rapor döneminde Türk lirasının ima edilen oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer şekilde gerileme kaydetmiştir (Grafik 5.1.4).

Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



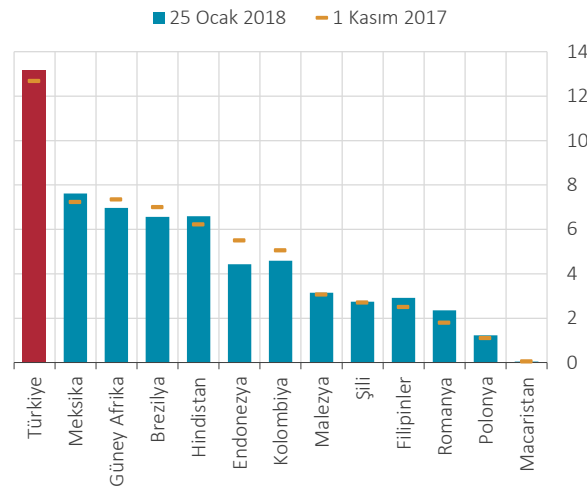
Kaynak: Bloomberg.

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

Piyasa Faizleri

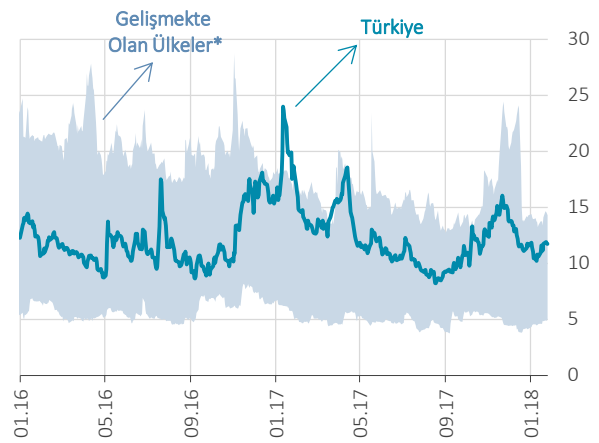
Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelerin kısa ve uzun vadeli faizlerinde belirgin bir eğilim gözlenmemiştir. Türkiye’de ise para politikasındaki sıkılaşma adımlarının etkisiyle kısa vadeli piyasa faizleri bir miktar artış kaydederken, uzun vadeli piyasa faizleri yatay seyretmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5: Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri (% puan)



Kaynak: Bloomberg.

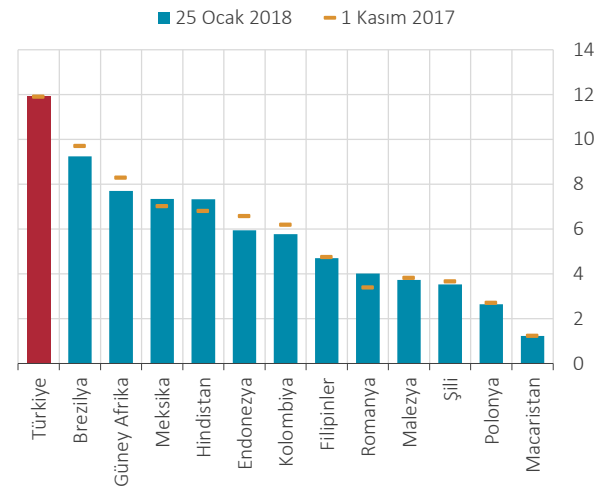
Grafik 5.1.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

Grafik 5.1.6: Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri (% puan)



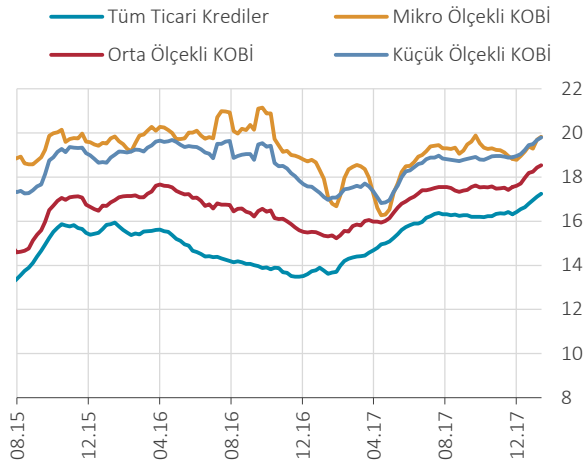
Kaynak: Bloomberg.

5.2 Kredi Koşulları

Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

2017 yılının ilk çeyreğinde destekleyici teşvik ve tedbirlerle ivmelenen ticari krediler yılın son çeyreğinde dengelenme sürecine girmekle birlikte, söz konusu dönemde, iktisadi faaliyete ilişkin olumlu görünüm sayesinde bankaların kredi verme iştahı devam etmiştir. Öte yandan, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde yatay seyreden ticari kredi faiz oranları yılın son çeyreğinde finansman ihtiyacı ile bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.2.1). Bu dönemde, tüketici kredisi faizlerinde ise konut ve ihtiyaç kredileri faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak yükseliş eğilimi devam etmiştir (Grafik 5.2.2). 12 Ocak 2018 itibarıyla, ortalama ticari ve tüketici kredi faizleri, sırasıyla, yüzde 17,2 ve yüzde 18,3 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 5.2.1: TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



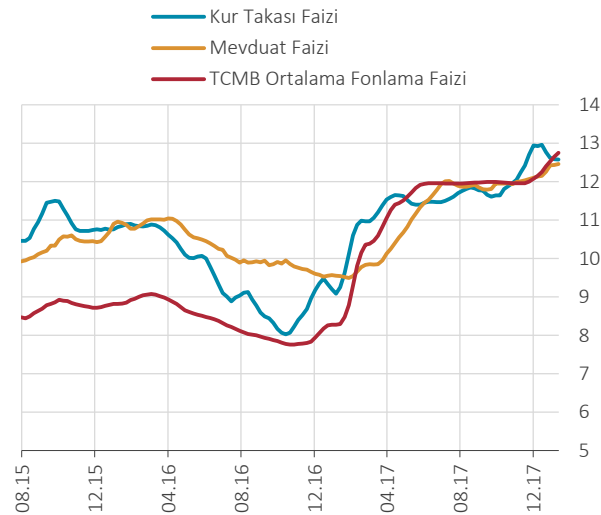
Kaynak: TCMB.

* Tüm ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

2017 yılının dördüncü çeyreğinde bankaların mevduat dışı Türk lirası fonlama maliyetleri sınırlı miktarda yükselmiştir. Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip TL mevduatlara ödenen faiz oranı, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine yakın seviyelerde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, kur takası faiz oranları genellikle diğer fonlama maliyetlerinin üstünde yer almakla birlikte son dönemde TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizine tekrar yakınsamıştır (Grafik 5.2.3).

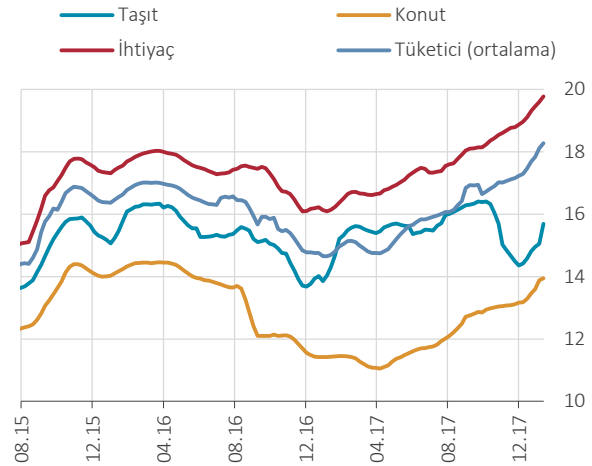
2017 yılının son çeyreğinde, ticari kredi faizindeki görece yükselişe paralel olarak ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark bir miktar artmış; 12 Ocak 2018 itibarıyla 478 baz puan olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.4). Kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır.

Grafik 5.2.3: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (%)



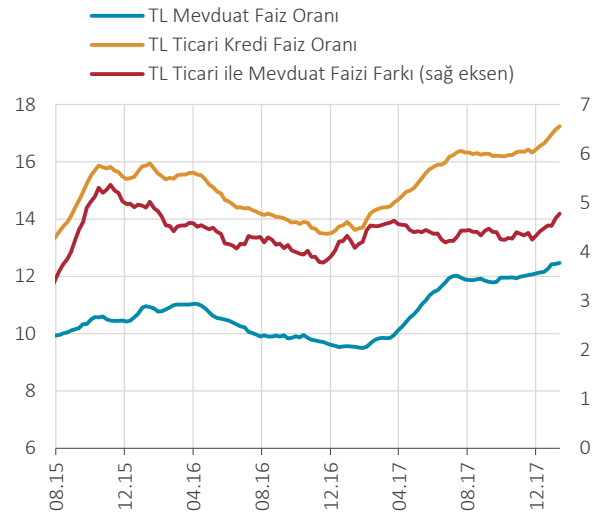
Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 5.2.2: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.4: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



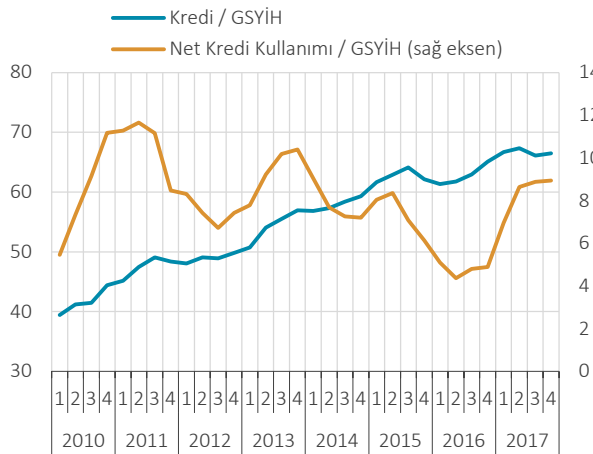
Kaynak: TCMB.

* Ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

Kredi Hacmi

2017 yılı ilk yarısında destekleyici makroihtiyati politikaların ve KGF desteğinin etkisiyle, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranında güçlü bir ivmelenme gözlenirken, kredilerin GSYİH'ye oranı da artmıştır. Son dönemde kredilere kıyasla daha sınırlı düzeyde artan GSYİH neticesinde net kredi kullanım oranında da bir miktar yükseliş gözlenmiştir (Grafik 5.2.5). Son çeyrekte, beyaz eşya ve mobilya sektöründeki KDV indiriminin sona ermesine ek olarak, 2016 yılı sonunda destekleyici yönde gerçekleşen baz etkisinin ortadan kalkmasıyla tüketici kredileri artış hızı gerilemiştir. Söz konusu dönemde, dengelenme sürecine giren ticari kredi büyümesindeki yavaşlamanın da etkisiyle, toplam kredi büyümesi yataya yakın seyretmiştir (Grafik 5.2.6).

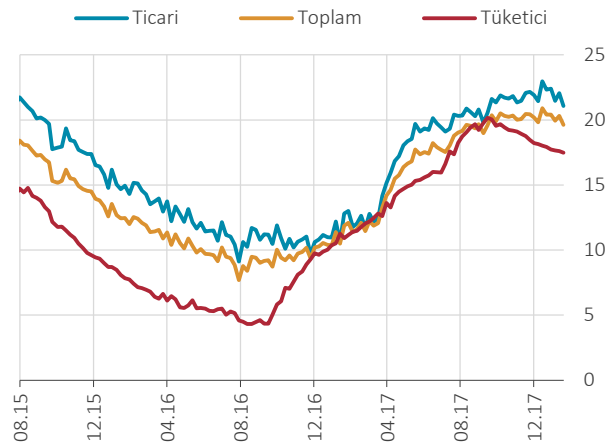
Grafik 5.2.5: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* Yurt içi krediler, katılım bankaları dahil toplam bankacılık sektörü kredileri olup, yurt dışı şubeler ve kredi kartlarını içermektedir. Kur etkisinden arındırılmamıştır. Net Kredi Kullanımı ise nominal kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2017 yılı dördüncü çeyrek GSYİH verisi tahminidir.

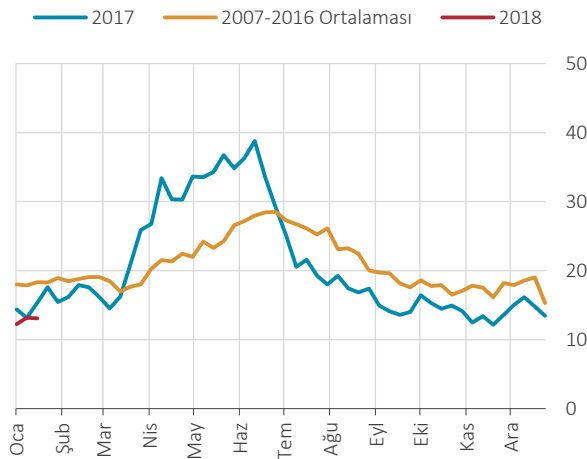
Grafik 5.2.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

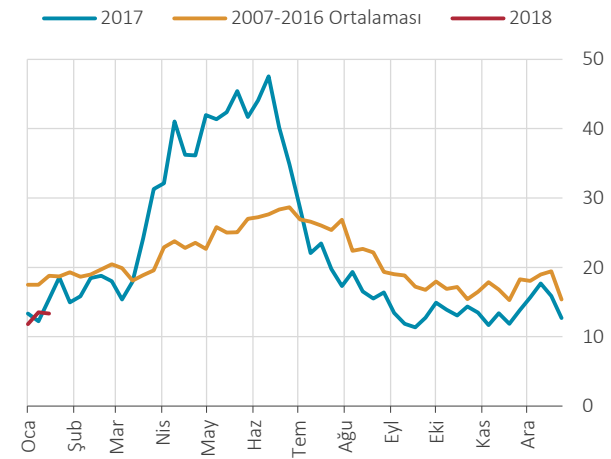
2017 yılının ortalarından itibaren, ticari kredilerdeki dengelenme süreci devam etmiş; toplam kredi büyüme hızı yatay seyretmiştir. Söz konusu dönemde ticari ve toplam kredilerin büyüme hızı tarihsel ortalamalarına benzer hareket sergilemiştir (Grafik 5.2.7 ve 5.2.8).

Grafik 5.2.7: Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

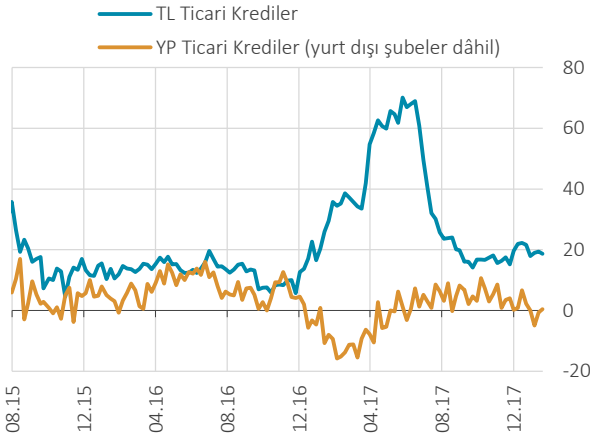
Grafik 5.2.8: Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

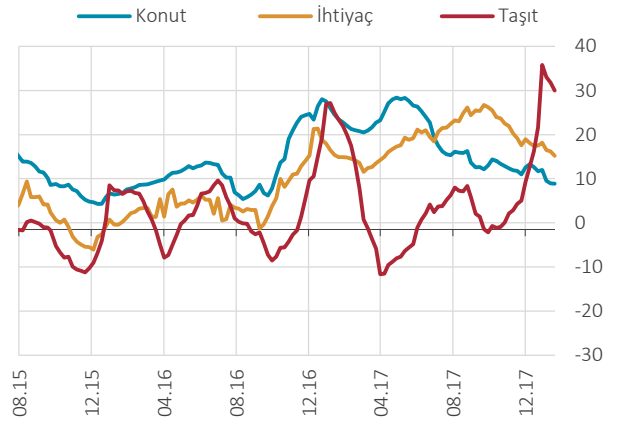
2017 yılının ikinci yarısında pozitif dönen YP ticari kredi büyümesi, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte kur riski yönetimindeki düzenleyici çalışmaların sinyal etkisiyle son dönemde sıfıra yakın gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.9). Mobilya, beyaz eşya ve küçük ev aletleri teslimlerine getirilen KDV teşviklerinin 2017 yılı üçüncü çeyreğinde sonlandırılması nedeniyle gerileyen ihtiyaç kredisi büyüme oranının, 19 Ocak 2018 itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış hareketli ortalaması yüzde 15,2 olmuştur. 2017 yılı ikinci çeyreği başından itibaren artan konut kredisi faiz oranlarının etkisi ile yavaşlayan konut kredilerinin büyüme oranı ise aynı tarihte yüzde 8,9 seviyesindedir. Yıl sonu kampanyalarının, iç talepteki güçlü seyrin ve döviz kurunda yılın son dönemindeki düşüşün etkisi ile hızla yükselen taşıt kredilerinin büyüme oranı, kampanya etkisinin sona ermesi ile sınırlı da olsa azalarak 19 Ocak 2018 itibarıyla yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.10).

Grafik 5.2.9: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10: Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)



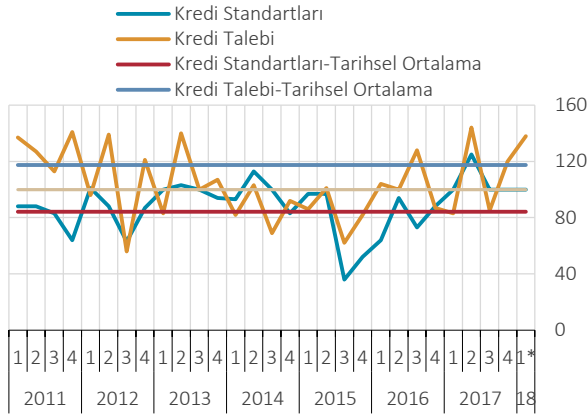
Kaynak: TCMB.

Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2017 yılı dördüncü çeyreğinde bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartlar değişmemekle birlikte tarihsel ortalamalara göre olumlu seyretilmiştir (Grafik 5.2.11). Söz konusu standartlara ölçek ayırımında bakıldığında KOBİ kredi standartlarında gevşeme gözlenmiştir. Vade ayırımında, kısa vadeli kredi standartlarında sınırlı miktarda gevşeme görülmektedir. Para cinsi ayırımında ise TL cinsi kredilere ilişkin standartlar değişmezken yabancı para cinsi kredilere ilişkin standartlarda sıkılaşıma gözlenmektedir. Kredi standartlarını etkileyen faktörler incelendiğinde, sermaye yeterliliği ile ilgili kısıtlar, standartları sınırlı düzeyde sıkılaştırıcı yönde katkı verirken, diğer faktörlerin değiştirici bir etkisi olmamıştır. İşletmelere kullanılan kredilere uygulanan koşul ve kuralların ise (daha riskli krediler üzerindeki kâr marjı, faiz dışında alınan ücret ve komisyonlar, teminat ihtiyacı ve kredi ya da kredi limitinin büyüklüğü) sıkılaştırıldığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, 2017 yılı dördüncü çeyreğinde, KOBİ kredilerinde daha belirgin olmak üzere işletmelerin kredi talebinin yükseldiğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). Vade bazında bakıldığında kısa vadeli kredi talebinde, para cinsi bazında bakıldığında ise Türk lirası cinsi kredi talebinde önemli düzeyde artış görülmektedir. Ancak, yabancı para cinsi kredi talebi gerilemeye devam etmiştir. Borcun yeniden yapılandırılması ve stok artırımı ihtiyacı kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmekle birlikte sabit yatırımlar kredi talebini azaltıcı yönde etkilemiştir.

2018 yılı ilk çeyreğinde işletmelere verilen kredilerin standartlarının değişmeyeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.11). Bununla birlikte, KOBİ kredi standartlarında gevşeme beklenirken, yabancı para cinsi ticari kredilerde sıkılaşıma olacağı tahmin edilmektedir. İşletmelerin kredi talebinde ise tarihsel ortalamalarının üstünde bir artış öngörülmektedir. Söz konusu artış beklentisi KOBİ kredilerinde, kısa vadeli kredilerde ve Türk lirası cinsi kredilerde daha belirgindir.

Grafik 5.2.11: İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi*

Kaynak: TCMB.

*2018 ilk çeyrek verisi beklenti değeridir.

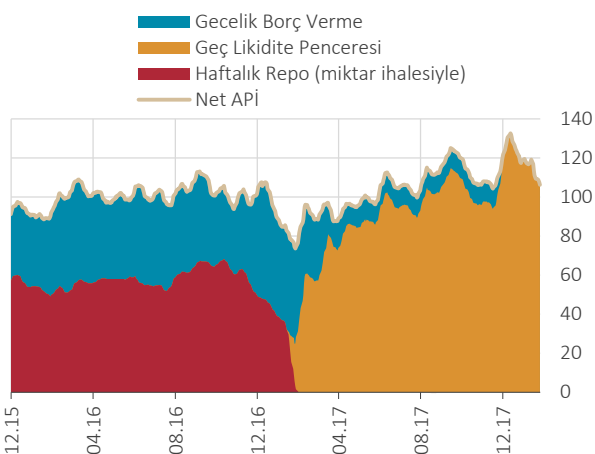
Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artış ifade etmektedir.

Bireysel kredilere ilişkin anket sonuçlarında, 2017 yılının son çeyreğinde kredi standartlarının değişmediği gözlenmektedir (Grafik 5.2.12). Söz konusu dönemde konut kredisi talebinde düşüş, ihtiyaç kredisi talebinde ise artış görülmektedir. İhtiyaç kredilerinde, dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcama ve bireysel tasarruflar kredi talebini artıran temel faktörler olmuştur. 2018 yılı ilk çeyreğinde bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının değişmeyeceği, bireysel kredi talebinin ise gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

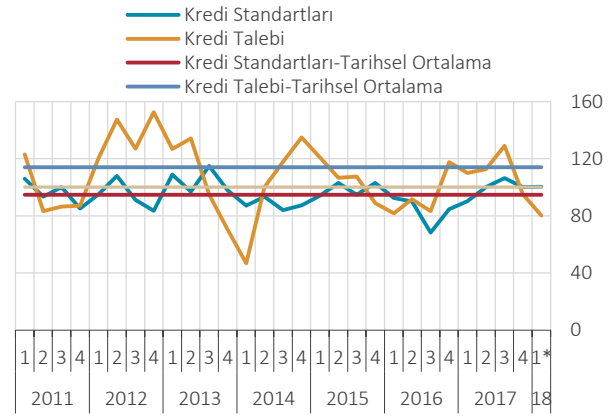
5.3 Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

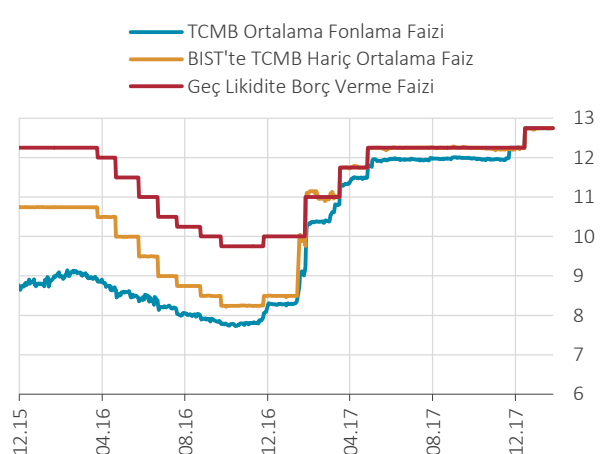
22 Kasım 2017 tarihinden itibaren TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitlerinin gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra düşürülmesiyle birlikte sistemin fonlama ihtiyacının tamamı GLP'den sağlanmaya başlanmıştır (Grafik 5.3.1). BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz 2017 yılı Ocak ayından bu yana TCMB ortalama fonlama faizine yakın seyretmektedir (Grafik 5.3.2). Kısa vadeli piyasa faizlerinin TCMB fonlama faizine yakın seyretmesinin, para politikasının etkinliğine ilişkin olumlu bir gösterge olduğu değerlendirilmektedir (Kutu 5.1). 2017 yılı boyunca para politikasının öngörülebilirliği de önemli ölçüde artmıştır.

Grafik 5.3.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)

Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.12: Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi*

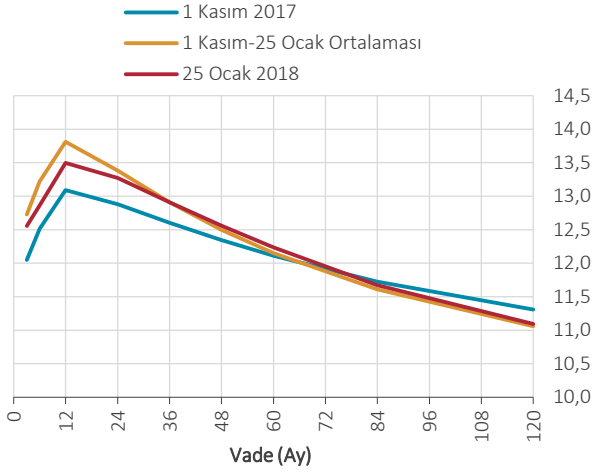
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.3.2: Kısa Vadeli Faizler (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: BIST, TCMB.

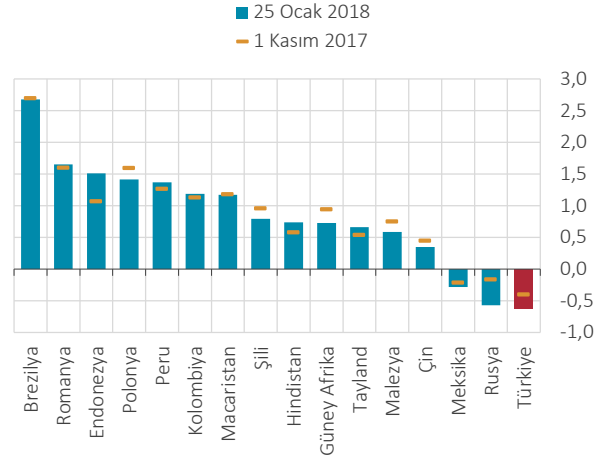
Son dönemde jeopolitik risklerin bir miktar azalması ile uzun vadeli kur takası faizlerinde bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir gerileme gözlenirken kısa ve orta vadeli kur takası faizleri para politikasındaki sıkılaşmaya paralel olarak yükselmiştir (Grafik 5.3.3). Böylece, kısa vadeli kur takası getirileri uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmayı sürdürmüştür (Grafik 5.3.4).

Grafik 5.3.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri* (% puan)

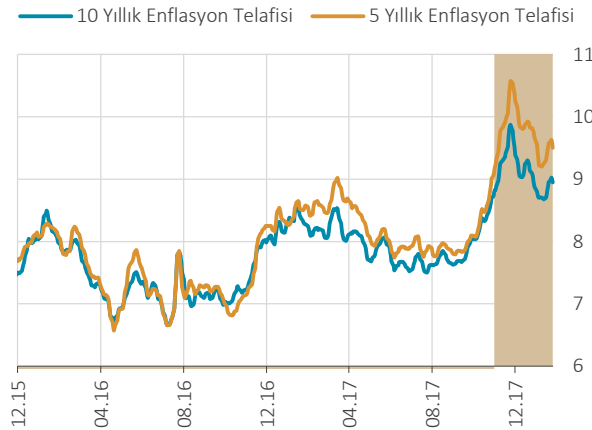


Kaynak: Bloomberg.

* Getiri eğrisi eğimi, ülkelerin 5 yıl vadeli tahvil getirileri ile 6 ay vadeli tahvil getirilerinin farkı şeklinde hesaplanmıştır. Türkiye için DİBS getirileri yerine kur takası faizleri kullanılmıştır.

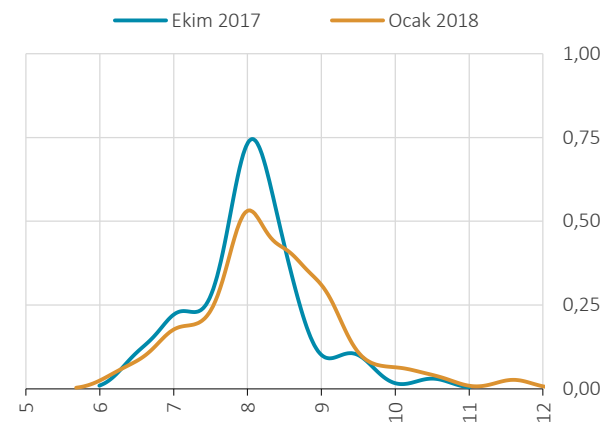
2017 yılının Eylül ayı sonuna dek TCMB'nin sıkı para politikası duruşunun etkisiyle gerilemeye devam eden uzun vadeli enflasyon telafileri, bu tarihten itibaren jeopolitik gelişmeler, döviz kurlarında gözlenen oynaklık ve enflasyondaki yükselişin etkisiyle artış eğilimi sergilemiştir. Bununla birlikte son dönemde enflasyondaki yüksek seyre rağmen parasal sıkılaşmanın artması ve jeopolitik risklerin gevşemeye başlamasıyla uzun vadeli enflasyon telafileri yeniden bir miktar gerilemiştir (Grafik 5.3.5). TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 24 ay sonrası enflasyon oranına ilişkin beklenti dağılımı ise Ocak ayında enflasyon beklentilerinin Ekim ayına kıyasla sınırlı oranda yükseldiğine ve söz konusu beklentilere ilişkin belirsizliğin arttığına işaret etmektedir (Grafik 5.3.6).

Grafik 5.3.5: Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.6: 24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentisine İlişkin Olasılık Dağılımı* (%)

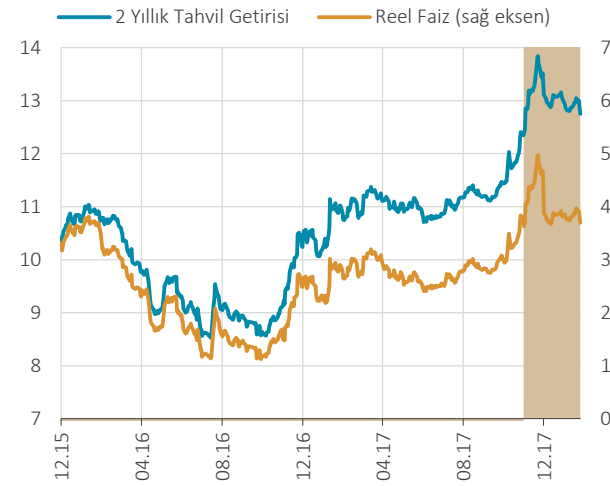


Kaynak: TCMB.

* TCMB Beklenti Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır.

İki yıl vadeli tahvilin getirisinde, 2017 yılının Eylül ayı sonunda başlayan hızlı artış eğilimi, Kasım ayı sonlarından itibaren tersine dönmüştür (Grafik 5.3.7). Bununla birlikte iki yıllık tahvilin faizi hala geçtiğimiz Rapor dönemindeki seviyelerin üzerindedir. İki yıllık reel faizler enflasyon beklentilerinde gerçekleşen artışın etkisiyle geçtiğimiz Rapor dönemindeki seviyelere gerilemiştir. Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst sıralarda yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.3.8).

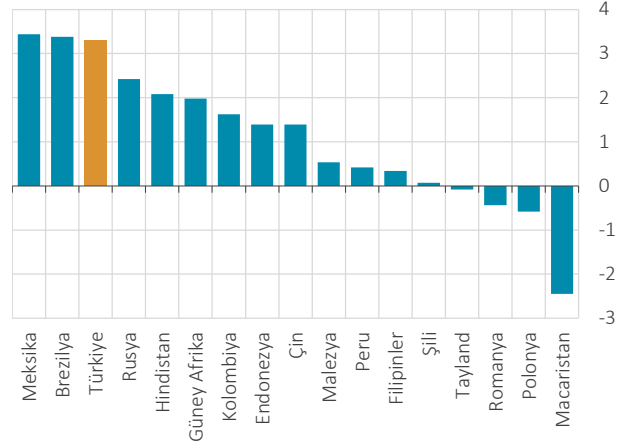
Grafik 5.3.7: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi* (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

*2 yıllık devlet tahvil getirilerinden, TCMB Beklenti Anketi verileri ile hesaplanan önümüzdeki 2 yıla ilişkin toplam TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Grafik 5.3.8: İki Yıllık Reel Faizler* (25 Ocak 2018 itibarıyla, %)



Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

*Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvil getirilerinden, Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen önümüzdeki 2 yıla ilişkin enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Para Politikası Tepkisi

TCMB, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla 2017 yılı boyunca parasal sıkılaşmayı kademeli olarak güçlendirmiştir. Bu kapsamda, 2017 yılı Ocak ayı PPK toplantısında TCMB gecelik borç verme faiz oranı yüzde 8,5'ten yüzde 9,25'e, GLP uygulaması çerçevesindeki borç verme faiz oranı yüzde 10'dan yüzde 11'e yükseltilmiştir. TCMB, ayrıca, sene başında döviz kuru piyasasında gözlenen aşırı oynaklıkların fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri de almıştır. Bu çerçevede, 12 Ocak tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açılmamış; TCMB fonlaması içerisindeki GLP payı kademeli olarak artırılmıştır. Bunlara ek olarak, döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlayacak bazı önlemler alınmıştır. Bu amaçla, yabancı para zorunlu karşılık oranları indirilmiş, Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasası açılmış ve reeskont kredilerin Türk lirası olarak geri ödenmesine olanak tanınmıştır. TCMB, döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli yansımalarına dikkat çekerek GLP borç verme faiz oranını Mart ayında yüzde 11,75'e, Nisan ayında ise enflasyon görünümünün fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğu değerlendirilmesi ile yüzde 12,25'e yükseltmiştir.

2017 yılının ilk yarısında alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmadan döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla, iktisadi faaliyet güç kazanmıştır. Bununla birlikte, toplam talep ve kredi koşulları enflasyondaki iyileşmeyi geciktirmiştir. 2017 yılının ikinci yarısında, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin ulaştığı yüksek seviyelerin yanı sıra çekirdek enflasyon görünümünün de etkisiyle fiyatlama davranışlarına dair risklerin devamına dikkat çeken TCMB, yaptığı iletişimle para politikasının temkin düzeyini kademeli olarak güçlendirmiştir.

Kasım ayında, döviz kurunda yaşanan oynaklıkların ve ekonomik temellerden uzaklaşan fiyat oluşumlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri alınmıştır. Bu çerçevede, 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren TCMB fonlamasının tamamı

GLP kanalıyla yapılmaya başlanmış ve böylece TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizi GLP borç verme faizi olan yüzde 12,25 seviyesinde oluşmuştur. Bunların dışında, 6 Kasım 2017'de ROM kapsamında döviz imkân oranı üst sınırı yüzde 60'tan yüzde 55'e düşürülmüş; tüm dilim aralıkları da 5'er puan aşağı çekilerek bankacılık sistemine döviz likiditesi sağlanmıştır. Ek olarak, ihracat reeskont kredileri kapsamında belirli kredi geri ödemelerin sabitlenen döviz kuru üzerinden Türk lirası cinsinden yapılabilmesine olanak tanınması da piyasadaki döviz likiditesini desteklemiştir. TCMB, 20 Kasım 2017 tarihinde reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesi amacıyla TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır (Kutu 5.2). TCMB, 2017 yılı Aralık ayı PPK toplantısında enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ile yaşanan maliyet gelişmelerinin beklentiler ve fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayarak parasal duruşun bir miktar daha sıkılaştırılmasına karar vermiş; GLP borç verme faiz oranını yüzde 12,75'e yükseltmiştir.

2017 yılı boyunca para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artmıştır. TCMB, önümüzdeki dönemde de, fiyat istikrarına ulaşma amacı doğrultusunda likidite araçlarını uygun bir bileşimle ve öngörülebilirliği destekleyecek şekilde kullanmaya devam edecektir. 2018 yılı Ocak ayı PPK kararında da belirtildiği üzere, enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir.

Kutu 5.1

Para Piyasası Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği

Para piyasalarının mükemmel işlediği, piyasalara erişim ve maliyet koşulları gibi unsurların tüm piyasa oyuncularını için aynı olduğu tam rekabetçi ideal bir yapıda merkez bankalarının aldıkları faiz kararlarının vade ve kredi riski ile düzeltilmiş tüm piyasa faizlerine bire bir yansımaları beklenmektedir.¹ Ancak pratikte tam rekabetçi koşulların oluşmaması, çeşitli düzenlemeler ve piyasa oyuncularının (borç veren/borç alan) davranış farklılıkları, para politikası kararlarının piyasa faiz oranlarına aktarımında sapmalar gözlenmesine yol açmaktadır. İdeal bir yapıda sıfır olması beklenen bu sapmalar tamamen etkin işleyen bir parasal aktarım olduğuna işaret ederken, sapma değerlerinin artması, aktarımın etkinliğinin azaldığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Bu Kutu, son dönem gelişmeleri ışığında, TCMB'nin para piyasası faizleri üzerindeki etkinliğini tartışmayı amaçlamaktadır. Bu kapsamda, Talaslı ve Ünalmiş (2018) tarafından türetilen bir sapma endeksi (Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi) kullanılmaktadır. Söz konusu endeks, bankaların kısa vadeli fonlamalarında önemli yere sahip olan para piyasası faizlerinin TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizinden mutlak değer sapmalarının hacim ile ağırlıklı bir toplamı şeklinde hesaplanmaktadır.²

Türkiye için Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi hesaplamasında bankaların kısa vadeli fonlamalarındaki göreceli önemleri dikkate alınarak Borsa İstanbul Repo/Ters Repo Pazarı gecelik repo faiz oranlarına ek olarak bir hafta vadeli kur takası faiz oranları da kullanılmıştır.³ Bir hafta vadeli kur takası faiz oranları ABD doları/Türk lirası vadeli döviz işlemlerinde ima edilen faiz oranları kullanılarak vade priminden arındırılmış ve bu yolla tüm faiz oranları gecelik faiz oranı şeklinde ifade edilmiştir.⁴ Endeks hesaplamasında Borsa İstanbul (BIST) Repo-Ters Repo Pazarı ve Bankalar arası Repo/Ters Repo Pazarlarında gecelik vadede oluşan ağırlıklı faiz oranları ile bir hafta vadeli kur takası faiz oranı kullanılmıştır. BIST Bankalar arası Repo/Ters Repo Pazarı için söz konusu pazardaki TCMB fonlama tutarları düşülerek sadece bankaların birbiriyle olan işlemleri dikkate alınmış ve TCMB-dışı repo işlemleri ağırlıklı faiz oranı endeks hesaplamasına dâhil edilmiştir.

Türkiye için hesaplanan endeksin 2010 yılından itibaren gelişimi incelendiğinde, TCMB para politikası uygulamalarının piyasa faiz oranlarının fonlama faizinden sapmalarını önemli ölçüde etkilediği gözlenmektedir (Grafik 1). 2010 yılı sonrasında, dönem dönem aktif şekilde kullanılan faiz koridoru ve likidite yönetimi (fonlama kompozisyonunun günlük olarak belirlenmesi) kısa vadeli faiz oranlarında yüksek sapmalar gözlenmesine yol açmıştır. Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi, 2014 yılı başlarından itibaren fonlama kompozisyonundaki gelişmeler ve ek parasal sıkılaştırma (EPS) uygulamasına son verilmesi ardından düşüş eğilime girmiş; 2016 yılı ikinci yarısından itibaren ise tarihsel ortalamasının altına gerilemiştir.

¹ Duffie ve Krishnamurthy (2016).

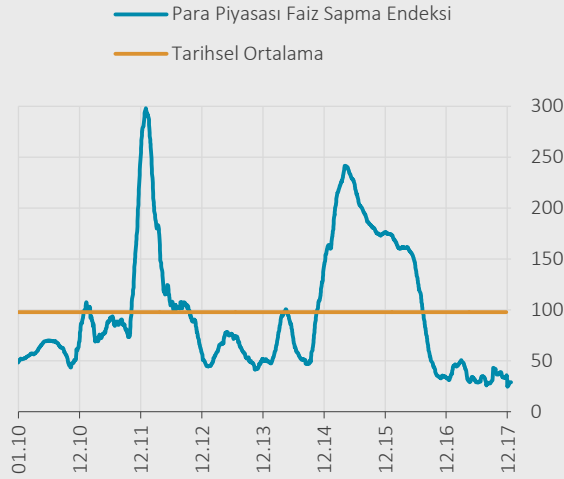
² Talaslı ve Ünalmiş (2018, devam eden çalışma), diğer piyasalardaki faiz oranlarını dikkate alarak farklı kapsamlarda da endeksler türetmektedir.

³ Kara (2015) ve Küçük ve diğerleri (2016), Türkiye'de para politikası aktarım mekanizmasında BIST repo faizlerinin kritik önem taşıdığını vurgulamakta, Ünalmiş (2015) ise bankaların para piyasalarında TCMB dışı kaynaklardan da borçlanabilmelerini göz önünde bulundurarak efektif fonlama faizi hesaplamasına TCMB dışı BIST ve kur takası piyasası hacimleri ile faizlerini dâhil etmektedir.

⁴ Duffie ve Krishnamurthy (2016) yayılım endeksi hesaplamasında kullandıkları faiz oranlarından bazılarını vade primine ek olarak kredi riskinden de arındırmaktadırlar. Türkiye için kısa vadeli güvenilir bir kredi riski göstergesi bulunmadığı için çalışmada kullanılan faiz oranlarında söz konusu arındırma yapılamamıştır.

2017 yılında, TCMB'nin parasal duruşta ve likidite adımlarında öngörülebilirliğin artırılması çabalarının da bir sonucu olarak Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi, tarihsel ortalamasının oldukça altında dalgalanmayı sürdürmüştür. TCMB'nin Geç Likidite Penceresi (GLP) fonlamasını artan ağırlıkta kullanarak 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren tüm fonlamasını bu kanaldan gerçekleştirmesi, likidite yönetimine ilişkin belirsizliklerin daha da azalmasına yol açmıştır.

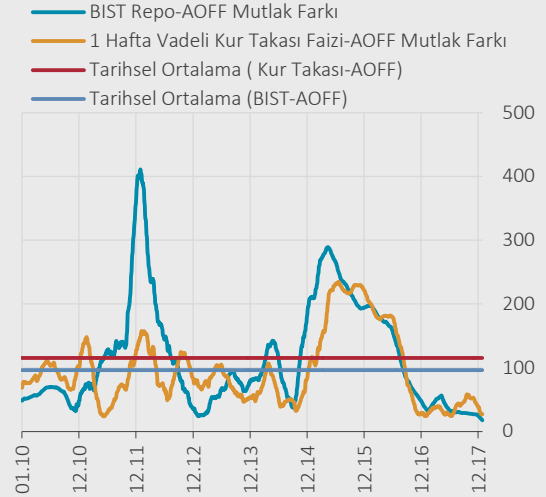
Grafik 1: Para Piyasası Faiz Sapma Endeksinin Tarihsel Gelişimi* (Üç Aylık Hareketli Ortalama, baz puan)



Kaynak: BIST, TCMB.

*Düz çizgi 2010-2017 dönemindeki ortalamayı göstermektedir.

Grafik 2: Para Piyasası Faiz Sapma Endeksinin Alt Bileşenleri* (Üç Aylık Hareketli Ortalama, baz puan)



Kaynak: BIST, TCMB.

*Alt bileşenler, BIST repo ve 1 hafta vadeli kur takası faiz oranlarının TCMB AOFF'den mutlak farkıdır. Noktalı çizgiler 2010-2017 dönemindeki ortalamaları göstermektedir.

Endeksi oluşturan temel bileşenlere bakıldığında (Grafik 2), aktif koridor uygulaması nedeniyle dönem dönem BIST repo oranının TCMB AOFF'den belirgin şekilde saptığı gözlenmektedir. TCMB'nin 18 Ocak 2017 tarihinden itibaren TL Depoları karşılığı Döviz Depoları Piyasası işlemleri gerçekleştirmesinin de son dönemde kur takası piyasa faizlerinin diğer para piyasası faizleri ile daha uyumlu hareket etmesini sağlayarak sapma endeksindeki azalış eğilimine olumlu katkı yaptığı değerlendirilmektedir.

Para politikası faiz kanalının etkin olarak çalışabilmesi için politika faizinin kısa vadeli para piyasası faizlerine geçişkenliğinin güçlü olması gerekmektedir. Zira kısa vadeli para piyasası faizlerine geçişkenlik, diğer piyasa faizlerine (DİBS, kredi, mevduat vb.) aktarımda ilk adımı oluşturmaktadır. Son yıllarda maliyet ve talep yönlü güçlü enflasyonist baskılarla mücadelesini devam ettiren TCMB, fiyat istikrarına ulaşma amacı doğrultusunda para politikasını kademeli olarak sıkılaştırmanın yanısıra likidite politikasında öngörülebilirliği desteklemek için de çabalarını sürdürmektedir. Bu kapsamda, Para Piyasası Faiz Sapma Endeksinin bir süredir tarihsel olarak düşük seviyelerde seyretmesinin, para politikasının etkinliğine ve öngörülebilirliğine ilişkin olumlu bir gösterge olduğu değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Duffie, D. ve Krishnamurthy A. (2016) “Pass-through Efficiency in the Fed’s New Monetary Policy Setting”, Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City 2016.

Kara, H. (2015) “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-13.

Küçük, H., P. Özlü, A. Talaslı, D. Ünalmış ve C. Yüksel (2016) “Interest Rate Corridor, Liquidity Management, And The Interest Rate Corridor”, Contemporary Economic Policy, 34(4): 746-761.

Talaslı A. ve D. Ünalmış (2018) “Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği: Sapma Endeksi Temelli Bir Analiz”, TCMB, Devam Eden Çalışma.

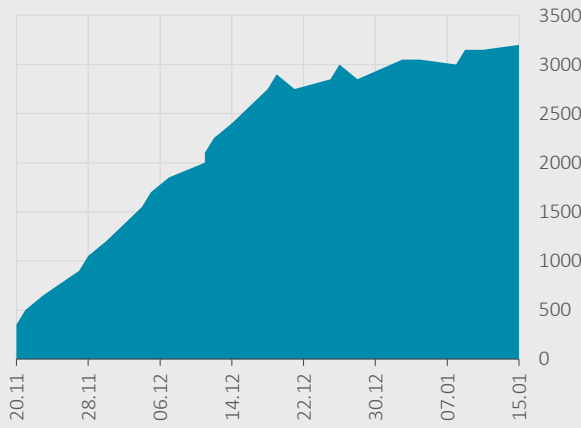
Ünalmış, D. (2015) “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasasında Efektif Fonlama Faizi”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-20.

Kutu 5.2

Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhalelerine (TUVDi) İlişkin Güncel Gelişmeler

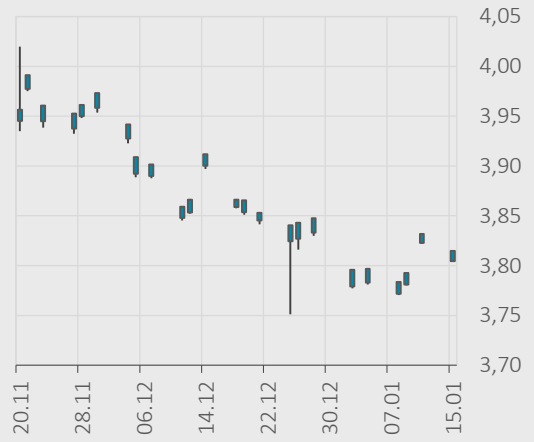
TCMB, 20 Kasım 2017 tarihinde döviz piyasalarında derinliği sağlamak ve reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesine katkıda bulunmak amacıyla TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri (TUVDi) düzenlemeye başlamıştır. Duyurulan ihale takvimine göre 2017 yıl sonuna kadar vadeli döviz satım pozisyon stoku planlandığı gibi 3 milyar ABD dolarını aşmamış; 28 Aralık 2017 tarihinde 2,85 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1).

Grafik 1: TUVDi Satım Pozisyon Stoku
(Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: 1 Ay Vadeli İhalelerin Teklif Dağılımı*



Kaynak: TCMB.

(*) Grafikler ihalelerin en düşük, ağırlıklı ortalama, en yüksek fiyatları ile ihale günü saat 16:00'daki bir ay vadeli USD/TRY forward kur kullanılarak oluşturulmuştur. Grafikte yer alan kutuların dikey genişliği ise ihalede oluşan ortalama fiyat ile forward kurunun farkını göstermektedir.

Söz konusu ihalelerin vade tarihinde anaparalar el değiştirmemekte, vade tarihindeki spot kurun ihalede oluşan kur seviyesinin altında veya üzerinde gerçekleşmesi durumunda bankalar/TCMB spot kur ile vadeli kur fiyatı arasındaki farkı TL cinsi olarak karşı tarafa olarak ödemektedir. TCMB bu işlemlerde döviz satım pozisyonunda olurken, ihaleyi kazanan bankalar ise döviz alım pozisyonu taşımaktadır. Bu ihaleler herhangi bir döviz hareketi içermediği için TCMB'nin brüt ve net döviz rezervlerinde bir değişikliğe yol açmamaktadır.¹ Ayrıca, vadeli döviz satım pozisyonu nedeniyle oluşabilecek net ödemelerin hacmi itibarıyla TCMB'nin kar/zarar dengesinde belirgin hareket yaratması beklenmemektedir. İşlemlerin vade gününde USD/TRY kurunun ihalede oluşan kur seviyesinden daha düşük kalması halinde TCMB kâr elde edecek; yüksek kalması halinde ise TCMB'nin sahip olduğu net rezervler dolayısıyla dövizde taşıdığı uzun pozisyon nedeniyle karlılığı dengelenecektir.

İşlemler döviz anapara değişimi içermediği için spot döviz piyasasında oluşabilecek bir döviz talebini karşılamaktan ziyade öne çekilen döviz talebini sınırlamada etkili olabilecektir. Vadeli döviz ödemesi olan kurumsal şirketlerin Türk lirasında değer kaybı yaşanan dönemlerde söz konusu taleplerini öne almaları, spot döviz piyasasında kurlar üzerinde hem seviye hem de

¹ Ayrıntılı bir tartışma için bakınız, Küçük ve diğ. (2017).

oynaklığın yükselmesine yol açabilmektedir. Bu ihaleler yoluyla reel sektörün kur riskini yönetme kapasitesinin artırılması yanında özellikle döviz piyasalarında stres dönemlerinde öne alınan kurumsal döviz talebinin sınırlandırılarak döviz kurlarındaki kısa vadeli oynaklığın azaltılması amaçlanmaktadır.

Bir ay vadeli ihale tekliflerinin dağılımına bakıldığında, ilk düzenlenen ihale ile uluslararası piyasaların tatil olduğu 25 Aralık 2017 tarihinde düzenlenen ihalelerde tekliflerin birbirinden uzak dağıldığı, diğer günlerde ise ihale tekliflerinin birbirine yakın olduğu gözlenmektedir (Grafik 2).

Sonuç olarak, TCMB'nin sunduğu TUVDİ'nin gerek ihalelere gelen teklif miktarları gerekse ihalelerde oluşan fiyatların rekabetçi biçimde oluşması dikkate alındığında piyasa açısından etkili bir araç olma potansiyeli taşıdığı değerlendirilmektedir. Döviz piyasalarında derinliğin artmasına katkı sağlayacak olan söz konusu ihalelerin önümüzdeki dönemde piyasalarda dengeleyici bir rol oynaması beklenmektedir.

Kaynakça

Küçük U.N., Güney İ.E. ve Küçüksaraç D., "Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz. Alım-Satım İhalelerine Genel Bakış", TCMB Güncesi, 19 Kasım 2017.

6. Kamu Maliyesi

Maliye politikası, 2017 yılında gerek kamu harcamaları gerekse mali teşvikler ve geçici vergi indirimleri yoluyla büyümeyi desteklerken, iktisadi faaliyette ortaya çıkan canlanma da vergi gelirleri tahsilatını olumlu yönde etkilemiştir. Ayrıca, 2017 yılında kamu tarafından yönetilen ve yönlendirilen fiyatların enflasyona katkısı geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmıştır. Bir önceki yıla göre 2017 yılında, temel olarak faiz dışı harcamalardaki artış, kısmen de vergi dışı gelirlerde ortaya çıkan düşüş nedeniyle bütçe açığında bir miktar artış meydana gelmiştir. Bu çerçevede bütçe açığının GSYİH' ye oranının 2017 yılında, 2016 yılına göre, 0,4 puan civarında artması beklenmektedir. 2017 yılının ikinci yarısından itibaren, faiz dışı harcamaların artış hızının yavaşladığı, kredi ve büyümeyi destekleyici tedbir ve teşviklerle iktisadi faaliyette ortaya çıkan canlanmaya bağlı olarak vergi gelirlerinin belirgin bir şekilde iyileştiği gözlenmektedir. Nitekim 2017 yılında, bir önceki yıla kıyasla, ekonomik aktivitede gözlenen canlanmanın da etkisiyle vergi gelirlerindeki artış hızı faiz dışı harcamalardaki artış hızının üzerinde kalmıştır.

Eylül ayı sonunda 2018-2020 dönemini kapsayan OVP kamuoyuna açıklanmış ve bütçe açığının GSYİH'ye oranının 2017 yılında yüzde 2,0 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bununla birlikte 2017 yılına ilişkin açıklanan bütçe gerçekleştirmeleri 2017 yılı için bütçe açığı GSYİH oranının OVP hedeflerinin 0,5 puan altında kalarak yüzde 1,5 seviyesinde gerçekleşeceğine işaret etmektedir.

2017 yılında kamunun artan harcamaları ve uygulanan geçici tedbirler sonucunda hızlı bir şekilde artan bütçe açığının finansmanı büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla sağlanmıştır. 2017 yılı itibarıyla, iç borç çevirme oranı, geçen yıllara göre belirgin bir şekilde yükselerek yüzde 125,6 seviyesine çıkmıştır.

6.1 Bütçe Gelişmeleri

2017 yılında, merkezi yönetim bütçesi, başlangıç hedefleriyle uyumlu olarak 47,4 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 9,3 milyar Türk lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Faiz dışı bütçe harcamalarının hedeflenenden hızlı artması ve vergi dışı gelirlerdeki azalmanın toplam bütçe gelirlerindeki artışı sınırlamasıyla birlikte bütçe açığı geçen yılın aynı dönemine göre yükselmiştir.

Söz konusu dönemde, vergi gelirleri, 2016 yılının aynı dönemine göre yüzde 16,8 oranında artarak yıl sonu hedefinin üzerinde kalırken, vergi dışı gelirlerdeki yüzde 4,1 oranındaki gerilemenin etkisiyle merkezi yönetim bütçe gelirleri artışı yüzde 13,8 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, 2017 yılında, faiz hariç bütçe harcamaları yüzde 16,3 oranında artarak bütçe gelirlerindeki artışın oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve faiz dışı fazlanın geçen yıla göre önemli ölçüde gerilemesine neden olmuştur.

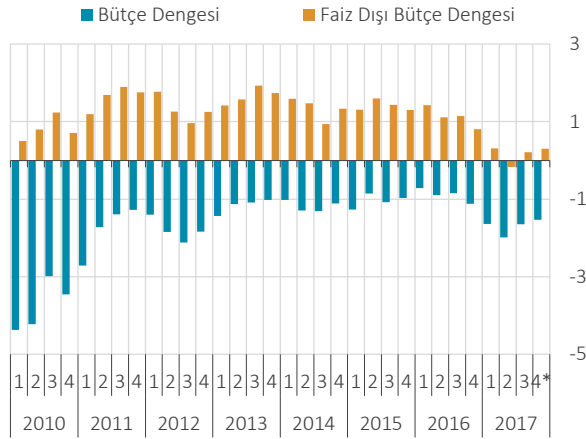
Tablo 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar TL)

	2016	2017	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)	Hedeflenen Yıllık Değişim Oranı (%)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	584,1	677,7	16,0	105,1	10,5
Faiz Giderleri	50,2	56,7	13,0	98,6	14,4
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	533,8	621,0	16,3	105,7	10,1
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	554,1	630,3	13,8	105,4	8,0
I. Vergi Gelirleri	459,0	536,0	16,8	104,9	11,3
II. Vergi Dışı Gelirler	74,2	71,2	-4,1	97,2	-1,3
Bütçe Dengesi	-29,9	-47,4	-	101,1	-
Faiz Dışı Denge	20,3	9,3	-54,1	87,7	-

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yıl sonu itibarıyla bütçe açığı GSYİH oranının, 2016 sonuna göre yaklaşık olarak 0,4 puan civarında artarak yüzde 1,5 seviyesinde kalması beklenmektedir (Grafik 6.1.1). Aynı dönemde, faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının ise geçen yılın aynı dönemine göre 0,5 puan azalarak yüzde 0,3 düzeyine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

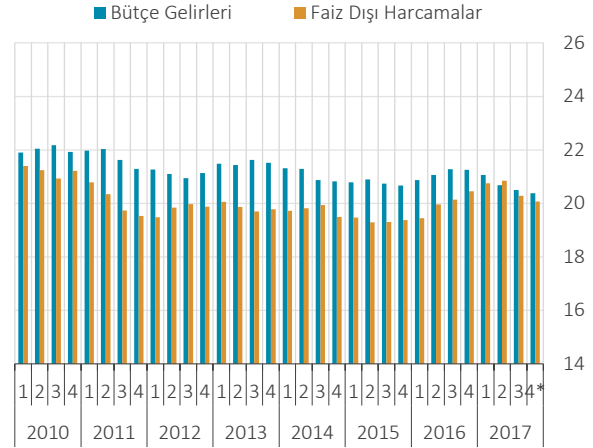
Grafik 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'nin yüzdesi)



Kaynak: Maliye Bakanlığı.

*2017 yılının son çeyreğine ilişkin veriler tahmindir.

Grafik 6.1.2: Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'nin yüzdesi)



Kaynak: Maliye Bakanlığı.

*2017 yılının son çeyreğine ilişkin veriler tahmindir.

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının, 2016 yılında girdiği hızlı artış eğilimi, 2017 yılının ikinci yarısında yerini yavaşlamaya bırakmıştır. Söz konusu oran, 2017 yılının son çeyreği itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre 0,4 puan civarında gerileyerek yüzde 20,1 seviyesinde olacağı öngörülmektedir. Aynı dönemde, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, vergi dışı gelirlerdeki yavaşlama ve 2016 yılı sonunda uygulanan geçici vergi indirimleri, sektörel vergi teşvikleri ve KDV iadelerinin vergi gelirleri üzerindeki etkisine bağlı olarak geçen yılın aynı dönemine göre 0,9 puan gerilemeyle yüzde 20,4 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.2).

2017 yılında ekonomiyi canlandırmak amacıyla uygulamaya koyulan tedbir ve teşvikler cari transfer harcamaları başta olmak üzere faiz dışı bütçe giderlerini artırmıştır. Buna ek olarak, faiz dışı bütçe harcamalarında geçen yılın aynı dönemine göre kaydedilen yüzde 16,3 oranındaki yüksek artışa sermaye giderleri ile artan savunma harcamalarından kaynaklı mal ve hizmet alım giderlerinin önemli katkı yaptığı görülmektedir (Tablo 6.1.2). Öte yandan, cari harcamaların en önemli unsuru olan personel giderlerinin artış hızının önceki yıllara göre düşük kaldığı gözlenmektedir. Yatırım harcamaları olarak da nitelendirilen sermaye giderleri ve sermaye transferlerinin geçen yılın aynı dönemine göre artış hızları ise, sırasıyla, yüzde 18,2 ve yüzde 50,2 olarak gerçekleşmiştir.

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

	2016	2017	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Faiz Dışı Bütçe Giderleri	533,8	621,0	16,3	105,7
1. Personel Giderleri	148,9	162,1	8,9	99,7
2. SGK Devlet Primi Giderleri	24,7	27,3	10,4	100,5
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	54,1	63,5	17,3	121,8
4. Cari Transferler	224,9	271,0	20,5	108,7
a) Görev Zararları	5,8	7,4	26,4	102,6
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	106,8	132,5	24,0	113,6
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	11,5	12,7	10,7	99,1
d) Gelirden Ayrılan Paylar	62,6	72,7	16,1	103,8
e) Hane Halkına Yapılan Transferler	12,6	16,4	30,0	121,7
5. Sermaye Giderleri	59,7	70,5	18,2	106,5
6. Sermaye Transferleri	8,9	13,3	50,2	122,6
7. Borç Verme	12,8	13,3	4,2	102,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri 2017 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 13,9 oranında yükselmiştir (Tablo 6.1.3). Bu dönemde, vergi gelirleri de başlangıç hedefinin ve OVP tahmininin üzerinde kalarak yüzde 16,8 oranında yüksek bir artış göstermiştir. Bu artışta, iktisadi faaliyetteki canlanmanın yanı sıra kur gelişmeleri de belirleyici olmuştur. Vergi dışı gelirlerin yüzde 4,1 oranında gerilemesinde ise özelleştirme gelirlerinin geçen yıla göre azalması rol oynamıştır.

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

	2016	2017	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Genel Bütçe Gelirleri	533,2	607,2	13,9	103,9
I-Vergi Gelirleri	459,0	536,0	16,8	104,9
Gelir Vergisi	96,6	112,4	16,4	103,2
Kurumlar Vergisi	43,0	52,9	23,1	114,6
Dâhilde Alınan KDV	54,0	55,6	2,9	97,4
ÖTV	120,4	138,3	14,9	101,4
İthalde Alınan KDV	76,8	99,6	29,7	119,0
II-Vergi Dışı Gelirler	74,2	71,2	-4,1	97,2
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	23,8	19,8	-16,8	115,4
Faizler, Paylar ve Cezalar	34,9	35,4	1,5	94,4
Sermaye Gelirleri	12,8	11,7	-9,0	75,8

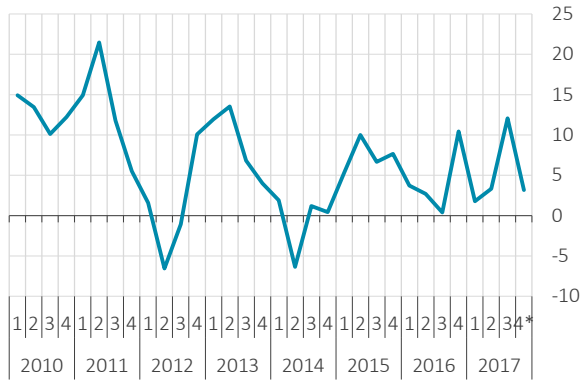
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, vergi gelirlerinde gözlenen yüksek artışta, tüketime dayalı vergilerde ithalde alınan KDV'nin; dolaysız vergilerde ise kurumlar vergisinin oldukça etkili olduğu gözlenmektedir. Buna ilave olarak, dolaylı vergilerde ÖTV tahsilatının yüzde 14,9'luk bir artışla, dolaysız vergilerde de gelir vergisinin yüzde 16,4'lük bir yükselişle bütçe gelirlerine önemli katkıda bulunduğu görülmektedir. Vergi

iadelerindeki artış, dâhilde alınan KDV tahsilatındaki artışı sınırlamıştır. İthalde alınan KDV tahsilatında gözlenen yüksek oranlı artışta ise döviz kurundaki değer kaybı ve ithalattaki artış önemli bir rol oynamıştır.

2017 yılı ikinci çeyreği itibarıyla toparlanma eğiliminde olan reel vergi gelirlerinin ise yıl sonunda dördüncü çeyrek enflasyon gelişmelerine bağlı olarak yıllık yüzde 3,2 oranında görece düşük bir artış hızı kaydettiği görülmektedir (Grafik 6.1.3). Alt kalemler itibarıyla incelediğinde, 2017 yılının son çeyreğinde ithalde alınan KDV tahsilatının, reel bazda oldukça güçlü bir performans sergilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).

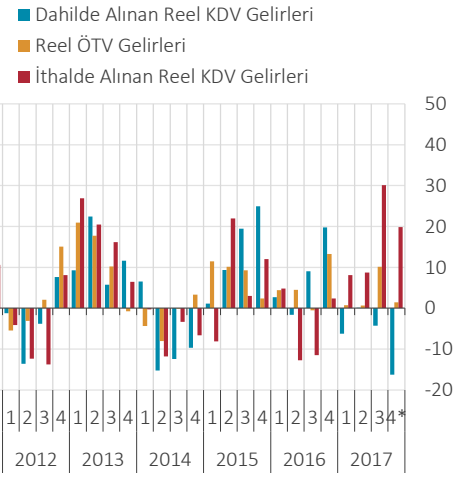
Grafik 6.1.3: Reel Vergi Gelirleri (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre % Değişim)



Kaynak: Maliye Bakanlığı.

*2017 yılının son çeyreğine ilişkin veriler tahmindir.

Grafik 6.1.4: Reel KDV ve ÖTV Gelirleri (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre % Değişim)



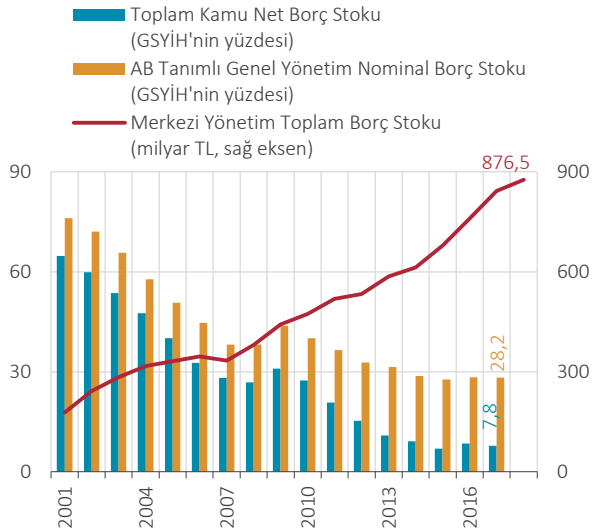
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

*2017 yılının son çeyreğine ilişkin veriler tahmindir.

6.2 Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

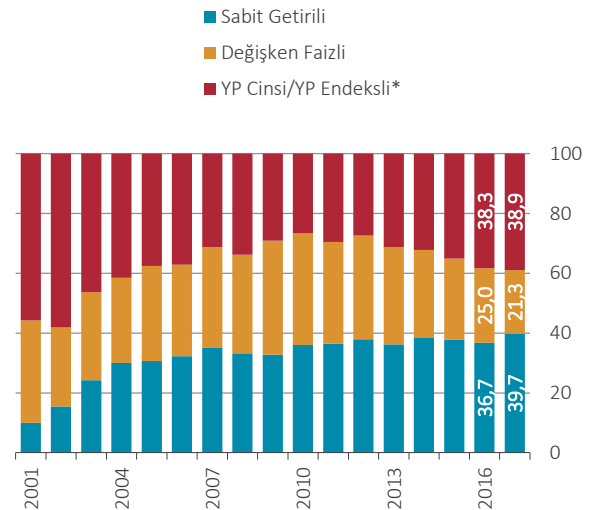
Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2017 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yıla göre 0,7 puan azalırken; AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yaklaşık olarak aynı düzeyde kalmıştır. 2017 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 28,2 seviyesindedir (Grafik 6.2.1).

Grafik 6.2.1: Kamu Borç Stoku Göstergeleri



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Grafik 6.2.2: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu (%)



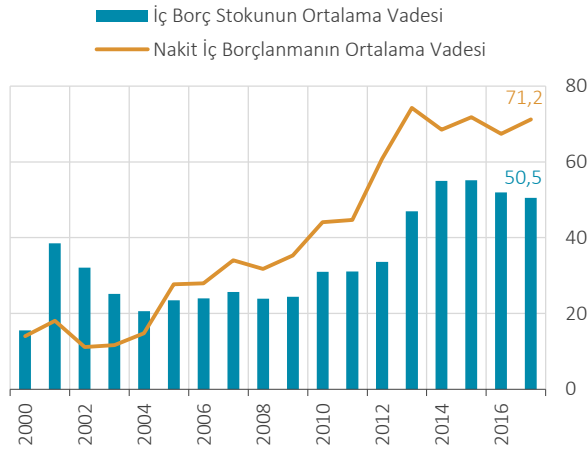
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

* YP Cinsi/YP endeksli borç stoku, dış borç stokunu kapsamaktadır.

2017 yılında, sabit getirili borç senetleri ile yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payları 2016 yılına göre artarken; değişken faizli borç senetlerinin payı bir miktar düşmüştür. Söz konusu dönemde iç borçlanma ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılmıştır.

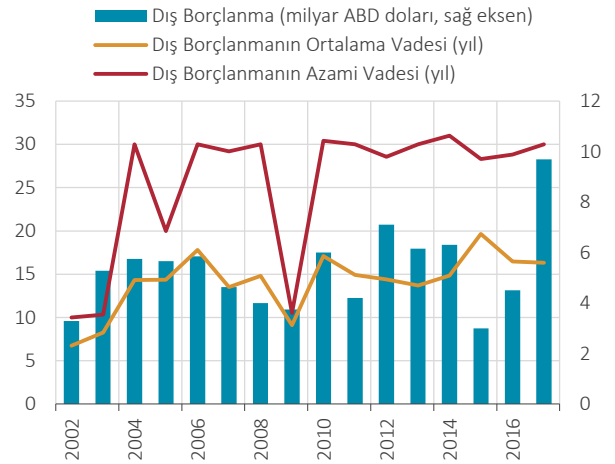
İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 50,5 ay düzeyinde olup, 2016 yılına göre bir miktar azalmıştır (Grafik 6.2.3). 2017 yılında, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 9,7 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 16,3 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4).

Grafik 6.2.3: Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

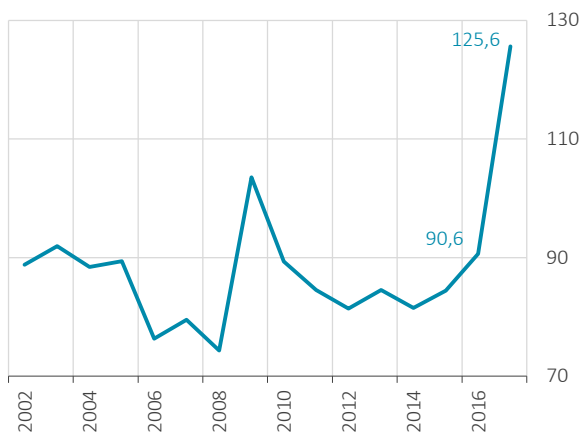
Grafik 6.2.4: Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

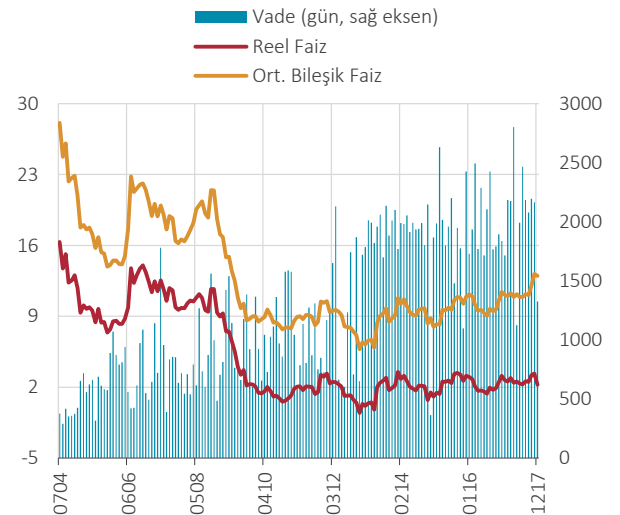
İç borç çevirme oranı, 2017 yılı sonunda bir önceki yıla göre belirgin şekilde artarak yüzde 125,6 düzeyine ulaşırken, dış borç çevirme oranı yüzde 93 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Aralık ayı itibarıyla, ortalama iç borçlanma reel faiz oranı¹ bir miktar azalmıştır (Grafik 6.2.6).

Grafik 6.2.5: Toplam İç Borç Çevirme Oranı (%)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

Grafik 6.2.6: Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

¹ Reel faizler, Hazine ihalelerinde gerçekleşen nominal faiz oranlarının TCMB Beklenti Anketinden alınan gelecek 12-aylık TÜFE beklentisinden arındırılması yoluyla hesaplanmıştır.

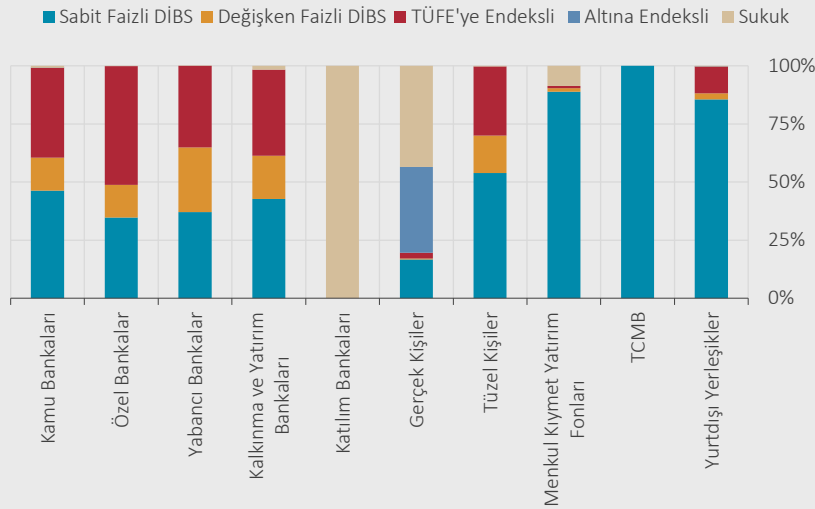
Kutu 6.1

İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı

Farklı yatırımcıların tercih ettikleri borçlanma araçlarına göre üstlendikleri risklerin ortaya koyulması ve olası bir şok durumunda iç borç stokunun yapısının nasıl etkileneceğinin incelenmesi politika yapıcılar açısından önem taşımaktadır.¹ Herhangi bir borçlanma aracının tek bir alıcıda yoğunlaşması durumunda, söz konusu alıcıya olumsuz bir şok gelmesi, bahsi geçen araca olan talebin azalmasına ve borç stokunun borçlanma araçlarına göre yapısının değişmesine neden olabilecektir. Diğer taraftan borç stokunun belli bir yatırımcıda yoğunlaşması, bahsi geçen yatırımcıya olumsuz bir şok gelmesi durumunda borç stokunun finansmanına ilişkin soruları gündeme getirmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda iç borç stoku alıcılarının iç borçlanma araç tercihlerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.

2017 yıl sonu itibarıyla yatırımcı bazında iç borçlanma araçları dağılımı incelendiğinde, iç borç stokunun talep tarafını oluşturan yatırımcıların borçlanma araç tercihlerinin farklılaştığı gözlenmektedir (Grafik 1). Bankacılık sektörü genelinin borçlanma araçlarında çeşitliliği tercih ettikleri dikkat çekmektedir. Özellikle TÜFE'ye endeksli ve uzun dönemli kupon ödemeli değişken faizli borçlanma araçlarının büyük kısmının bankalarca tercih edildiği görülmektedir. Kredi ve mevduat vadeleri arasındaki uyumsuzluğun bu tercihte rol oynadığı düşünülmektedir.

Grafik 1: Yatırımcı Bazında İç Borçlanma Araçları Dağılımı (29.12.2017 itibarıyla)



Kaynak: TCMB.

Bununla birlikte, katılım bankalarının sukuk piyasasının en büyük yatırımcısı olduğu ve sadece bu araca yöneldiği dikkat çekmektedir. Banka dışı kesimin elinde bulundurduğu borç stoku içinde sabit faizli DİBS'e ağırlık verdiği görülmektedir. Yabancı yatırımcılar ise daha çok uzun dönemli sabit faizli kupon ödemeli borçlanma araçlarını tercih etmişlerdir.

Yatırımcı bazının çeşitlenmesi, devlet iç borçlanma senetlerine olan talebin sağlıklı bir şekilde sürdürülmesinin güvencesi olarak görülmektedir.² Alıcı veya borçlanma aracı yoğunlaşmasının düşük seviyelerde olması, bir başka deyişle iç borç stoku kompozisyonunun alıcı veya araç açısından geniş bir tabana yayılması, yatırımcılara veya araçlara özgü riskin en aza indirilmesini

¹ (Arslanalp ve Tsuda, 2014).

² İç borç stokunda yurt dışı yerleşiklerin yanı sıra kurumsal yatırımcıların payının artması kamu borcunun talep tarafının güçlenmesini sağlamaktadır (Pérez Verdía and Jeanneau, 2005; Sidaoui et al. 2012).

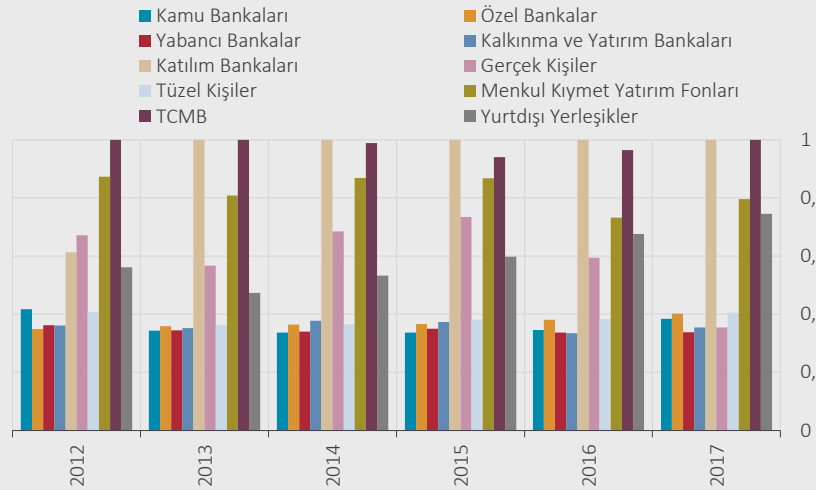
sağlayacaktır. İç borç stokunun yatırımcıların araç tercihindeki değişimlerin yaratabileceği hassasiyete karşı sağlamlığının ölçülmesi bakımından yatırımcı bazında borçlanma araçları verisi önemli bir rol oynamaktadır. Bu analizde, iç borç stokunun sağlamlık kriteri olarak firmalar arası rekabeti ve piyasada yoğunlaşmayı ölçme amacıyla yaygın olarak kullanılan Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHE) tercih edilmiştir: Piyasada rekabetin derecesini ölçmek için geliştirilen bu endeks, tüm iç borç stoku alıcılarının araç bazında ve iç borçlanma araçlarının yatırımcı bazında paylarının karelerinin toplanması ile hesaplanmaktadır. Piyasada n yatırımcı veya borçlanma aracı varken, sı piyasa payını göstermek üzere

$$HHE = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

HHE'nin sıfıra yakın değerler alması, piyasada çok sayıda alıcının veya borçlanma aracının bulunduğu ve daha dengeli bir dağılımın varlığına işaret etmektedir. Endeksin 1'e yakın değerler alması ise tekel piyasasına yakın bir yapıya (yoğunlaşma ve dolayısıyla kırılganlık) işaret etmektedir.

Yatırımcıların araç bazında yoğunlaşması, her bir alıcı için borçlanma araçlarının alıcının elinde bulundurduğu toplam stok içindeki paylarının kareleri toplamıyla elde edilmiştir. Bu şekilde alıcıların tercih ettiği borçlanma araçlarındaki çeşitlilik ölçülmüştür. 2012-2017 dönemi boyunca bankacılık sektörü genelinin (katılım bankaları hariç) düşük HHE değerlerine sahip olması, tek bir borçlanma aracına ağırlık verilmediğini göstermektedir (Grafik 2). Öte yandan, TCMB ve katılım bankalarının tek bir araca yöneldiği, ancak bu alıcıların toplam iç borç stoku alıcıları içindeki paylarının düşük olmasının iç borç stokunun sağlamlığı açısından sorun yaratmadığı değerlendirilmektedir.

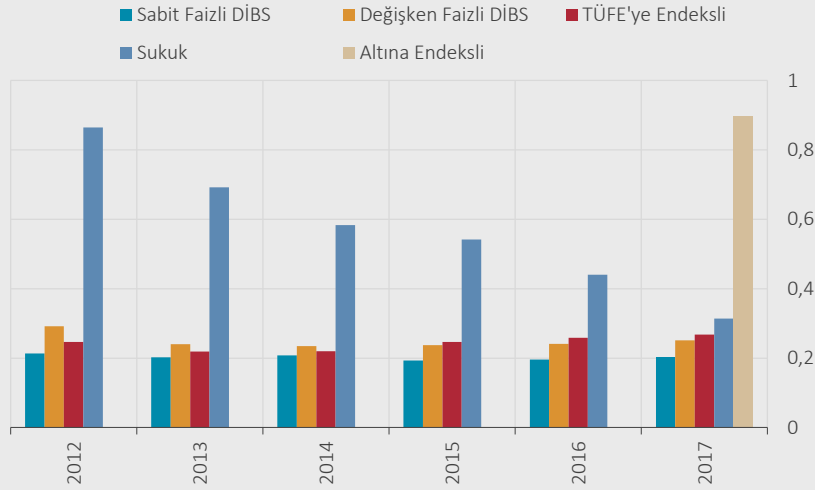
Grafik 2: Yatırımcıların Araç Bazında Yoğunlaşması (HHE)



Kaynak: TCMB.

Borçlanma araçlarının yatırımcı bazında yoğunlaşması, iç borç stokunun sağlamlığının analizinde kullanılabilecek bir diğer ölçüm olarak ortaya çıkmaktadır. Borçlanma araçlarının yatırımcı bazında yoğunlaşmasının seyri yıllar içinde incelendiğinde sabit faizli, değişken faizli ve TÜFE'ye endeksli DİBS'lerin yatırımcılar arasında dengeli bir dağılıma sahip olduğu söylenebilir (Grafik 3.)

Grafik 3: Borçlanma Araçlarının Yatırımcı Bazında Yoğunlaşması (HHE)



Kaynak: TCMB.

Özetle, iç borç stokunu elinde bulunduranların araç tercihlerini takip etmek için TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü tarafından üretilmeye başlanan veri seti kullanılarak iç borç stokunun olası şoklara karşı sağlamlığının ölçülmesine yönelik bir analiz yapılmıştır. Bu veri seti ile yapılan analiz, iç borç stokunu elinde bulunduranların ve borç kompozisyonunun çeşitli ve dengeli bir şekilde dağıldığına işaret etmektedir.

Kaynakça

- Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt" (No. 14-39). International Monetary Fund.
- Jeanneau, S., & Pérez Verdia, C. (2005). "Reducing Financial Vulnerability: The Development of the Domestic Government Bond Market in Mexico".
- Özyer, S. İ., Tırpan, M. K., & Yılmaz, E. (2018). "İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı", devam eden çalışma.
- Sidaoui, J., Santaella, J. A., & Pérez, J. (2012). "Banco de México and Recent Developments in Domestic Public Debt Markets".

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 yılı Eylül ve Ekim aylarında küresel ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ülke risk priminde artış gözlenmiş, ancak Kasım ayı sonlarından itibaren TCMB'nin aldığı önlemlerin ve yüksek küresel risk iştahının da etkisiyle ülke risk primi ve diğer finansal göstergeler daha olumlu bir seyir izlemiştir. 2017 yılının ikinci yarısında ticari kredilerde bir miktar ivme kaybı gözlenirse de iktisadi faaliyetteki olumlu görünüm kredi arz ve talebini desteklemektedir.

TCMB, Eylül ve Ekim aylarında yaptığı iletişimde para politikasının temkin düzeyini kademeli olarak güçlendirmiştir. Ayrıca, 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren ağırlıklı ortalama fonlama faizi yüzde 12,25 seviyesine yükseltilmiştir. TCMB, 2017 yılı Aralık ayı PPK toplantısında enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ve maliyet yönlü baskıların fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayarak GLP borç verme faiz oranını yüzde 12,25'ten yüzde 12,75'e yükseltmiştir. 2018 yılı Ocak ayı PPK kararında ise, enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği ifade edilmiştir.

Enflasyon

2017 yılında tüketici enflasyonu önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,72 puan artarak yüzde 11,92 ile Ekim Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir.¹ Bu dönemde çekirdek enflasyon göstergelerinde de bir önceki çeyreğe göre belirgin bir yükseliş gözlenmiştir. Enflasyondaki bu yükselişte Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısında değer kaybetmesi ve bu değer kaybının birikimli etkileri ile başta petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen artış ve iktisadi faaliyetin güçlü seyri belirleyici olmuştur.

Talep Koşulları

Aralık ayında açıklanan GSYİH verilerine göre, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu bir biçimde güçlü seyrini korumuştur. Bu dönemde çeyreklik büyümenin temel sürükleyicisi yurt içi talep olmuştur.

Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetin son çeyrekte de güçlü görünümünü sürdürdüğüne, ancak yılın üçüncü çeyreğine kıyasla daha ılımlı bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Yılın ikinci yarısına dair göstergelerdeki olumlu seyir ve ilk yarıya ilişkin milli gelir verilerinin yukarı yönlü güncellenmesine bağlı olarak, 2017 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri, Ekim Enflasyon Raporu'na göre yukarı çekilmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3).

Ayrıca, dış ticaret ortaklarımızın büyüme tahminlerindeki yukarı yönlü güncellemeye bağlı olarak ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme oranına dair varsayım, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1).

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

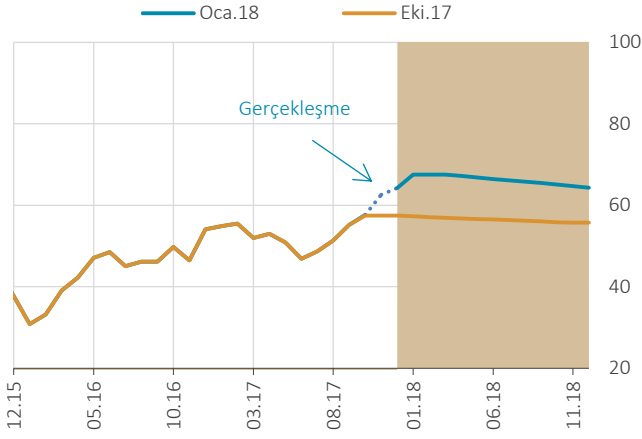
Son dönemde gözlenen gelişmeler ışığında, önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Ekim Enflasyon Raporu'na göre belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmiştir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için 56 ABD dolarından 66 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ham

¹ 2017 yılı boyunca yapılan tahmin güncellemeleri ve 2017 yıl sonu tahmini ile gerçekleşme arasındaki farkın nedenleri Kutu 7.1'de detaylı olarak anlatılmaktadır.

petrolün yanı sıra üretime girdi oluşturan diğer emtia fiyatlarında da son dönemde yükseliş gözlenmiştir. Bu çerçevede, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında da 2018 yılı için yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.1 ve Grafik 7.1.2).

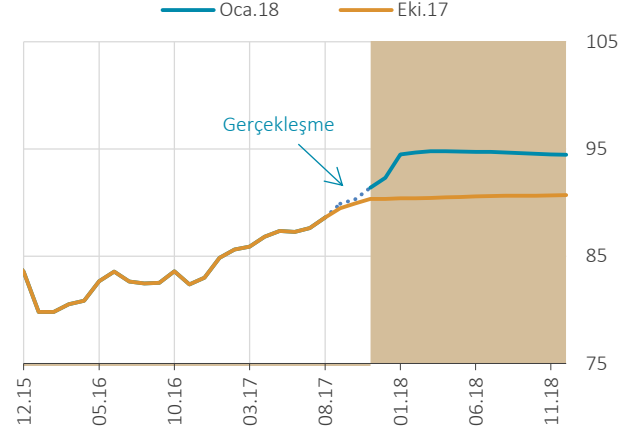
Yılın son çeyreğinde gıda enflasyonu, Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin ve tarihsel ortalamasının üzerinde gerçekleşerek yüzde 13,79 olmuştur. Bununla beraber, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamındaki tedbirler de dikkate alınarak, gıda enflasyonu varsayımı 2018 ve 2019 yıl sonu için yüzde 7 olarak korunmuştur.

Grafik 7.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.
Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 7.1.2: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler
(Endeks, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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 OVP projeksiyonları ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için de 2018-2020 dönemini kapsayan OVP projeksiyonları temel alınmıştır.

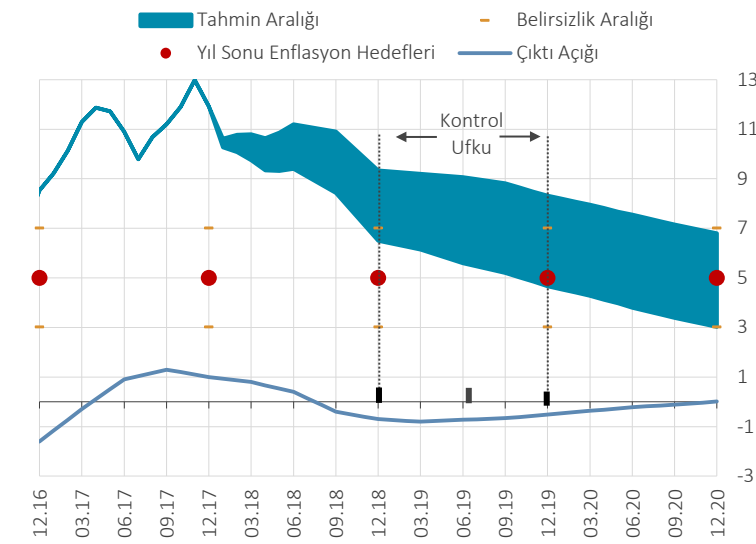
Tablo 7.1.1: Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ekim 2017	Ocak 2018
Çıktı Açığı	2017 Ç3	1,0	1,3
	2017 Ç4	0,6	1,0
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	2018	7,0	7,0
	2019	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	7,1	7,5
	2018	3,1	7,4
	2019	-	-0,5
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2017	53	54
	2018	56	66
	2019	-	62
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	2,3	2,5
	2018	2,3	2,7
	2019	-	2,5

7.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı, 2018 yıl sonunda yüzde 7,9 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 6,5'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 6,5 ile yüzde 9,3 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2019 yılı sonunda ise yüzde 4,7 ile yüzde 8,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

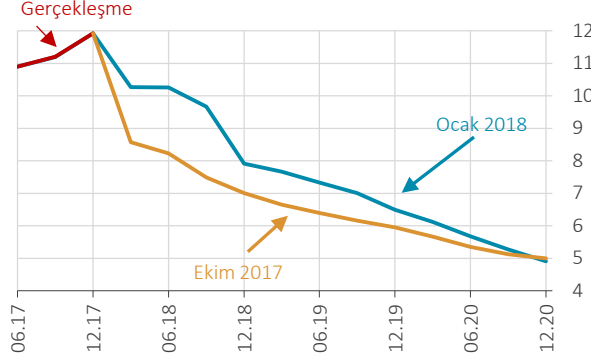
Enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar, 2017 Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısındaki değer kaybı ve uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş ile birlikte artmıştır. Maliyet yönlü baskıların yanı sıra, iktisadi faaliyetteki güçlü seyre bağlı olarak toplam talep koşulları da enflasyondaki yükselişe katkı yapmaktadır. Aralık ayında açıklanan GSYİH verilerine göre, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu bir biçimde güçlü seyrini korumuştur. Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetin son çeyrekte de güçlü seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir. Bu çerçevede, 2017 yılına ve 2018 ilk yarısına ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). 2018 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, para politikasındaki sıkı duruşun gecikmeli etkilerine bağlı olarak çıktı açığının enflasyondaki düşüşe katkısının 2018 üçüncü çeyreğinden itibaren bir miktar artacağı tahmin edilmektedir.

Bu çerçevede, 2018 yıl sonu enflasyon tahmini, Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,9 puan yukarı çekilmiştir (Grafik 7.2.2). Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımına dair yapılan yukarı yönlü güncellenmenin 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,7 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. İktisadi faaliyet görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2018 yıl sonu tahminini 0,1 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür. Ayrıca, 2017 son çeyrekteki enflasyon gerçekleşmelerinin Ekim Enflasyon Raporu'ndaki tahminlerin üzerinde olması ve enflasyon ana eğilimindeki yükseliş 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan yukarı yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 7 olarak açıklanan 2018 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 7,9'a yükseltilmiştir.

Diğer taraftan, Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki güncellemeye bağlı olarak 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,5 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. 2018 yılı ikinci yarısı ve 2019 yılını kapsayan döneme ilişkin ortalama çıktı açığı tahminindeki güncelleme sınırlı

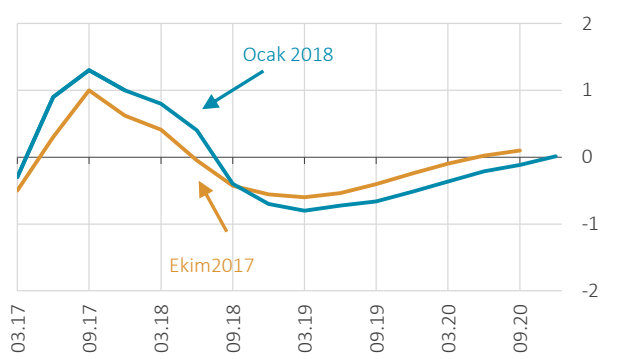
olduğu için bu güncellemenin 2019 yılı enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etki yapmadığı değerlendirilmiştir. Böylece Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,0 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 6,5'e yükseltilmiştir.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini

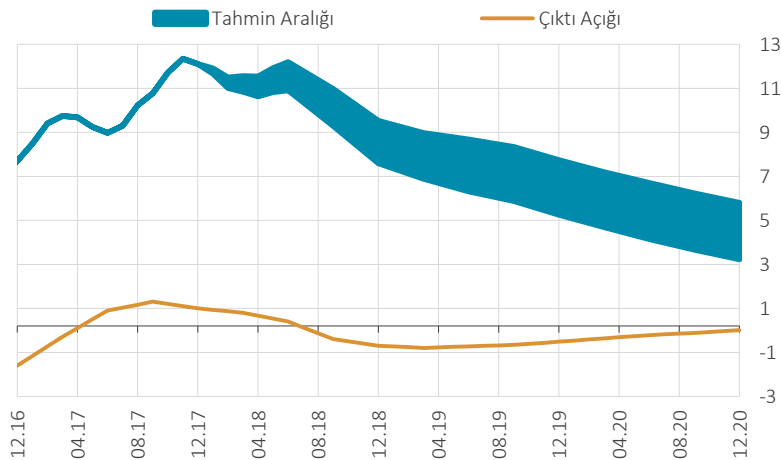


Kaynak: TCMB.

Tahminler, enflasyonun Ocak ayında geriledikten sonra yılın ilk yarısı genelinde yatay bir seyir izleyeceğini, yılın son çeyreğinde ise belirgin biçimde gerileyeceğini göstermektedir (Grafik 7.2.1). Sıkı para politikasının yanı sıra birikimli döviz kuru etkilerinin ve ithalat fiyatlarında 2017 yılında gözlenen hızlı artışların enflasyon üzerindeki etkilerinin kademeli olarak zayıflayacak olması 2018 yılında enflasyona düşüş yönünde katkı yapacak başlıca unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, 2018 yılında iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörüsüne ek olarak para ve maliye politikaları arasında güçlü bir şekilde devam edecek eşgüdüm dâhilinde vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının Orta Vadeli Program (OVP) ile uyumlu seyredeceği bir makro politika çerçevesi de enflasyondaki düşüşü destekleyecektir.

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 enflasyonuna benzer bir şekilde, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyonun 2018 ilk yarısında yüksek seyrini koruyacağı, 2018 yılının ikinci yarısı itibarıyla düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 4,6 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4: İşlenmemiş Gıda, Tütün ve Alkollü İçecekler Dışı Enflasyon Tahmini*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

*Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

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 kıyaslanmasında yarar görülmektedir. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların yıl sonu ile 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB 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 Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2018 Yıl Sonu	7,9	9,6	5,0
12 Ay Sonrası	7,8	9,2	5,0
24 Ay Sonrası	6,4	8,2	5,0

Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı Beklenti Anketi verileri.

Kutu 7.1

2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, enflasyon gelişmelerine ilişkin kapsamlı değerlendirmelerini, yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu çerçevede bu kutuda, geçtiğimiz yıl içinde yayımlanan, enflasyon raporlarında verilen 2017 yıl sonu enflasyon tahminleri ve bu tahminlerin ardında yatan temel varsayımlardaki değişiklikler özetlenmektedir.

2017 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan güncellemelerin temel belirleyicisi Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki hareketler, gıda fiyatlarındaki gelişmeler ve çıktı açığı öngörülerindeki revizyonlar olmuştur. Yılın tüm çeyrekleri için çıktı açığı öngörülerinde, yılın ikinci çeyreğinde gıda enflasyonu varsayımında ve yılın ikinci yarısında Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlarda yapılan yukarı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminlerindeki değişikliğin ana nedenleri olarak göze çarpmaktadır (Tablo 1, Grafik 1.a).

Tablo 1: 2017 Yılı İçin Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)	9,0	9,0	10,0	10,0	13,8
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)	1,9	1,8	2,1	2,3	2,5*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama % Değişim)	3,0	4,4	6,2	7,1	7,5*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (ABD doları)	57	55	50	53	54

Kaynak: TCMB.

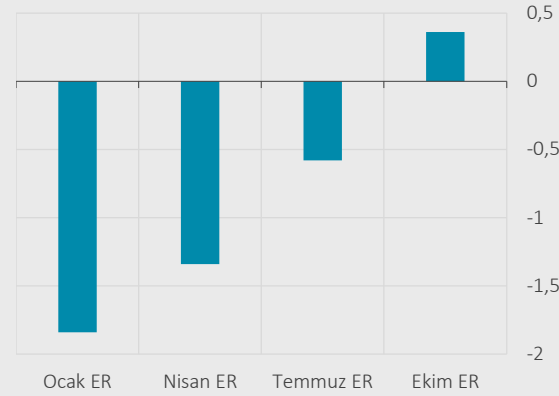
* Aralık 2017 itibarıyla tahminler.

Gelişmiş ülkelerin politika belirsizliklerindeki azalma ve Türkiye de dâhil olmak üzere gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının güçlü seyri sayesinde 2017 yılının, Ocak ayı hariç, ilk yarısındaki döviz kuru gelişmeleri enflasyonu artırıcı yönde ek bir baskı yaratmamıştır. Ancak, yılın ikinci yarısından itibaren küresel ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle Türk lirasında gözlenen değer kaybı, özellikle döviz kuru değişimlerine duyarlı olan kalemlerde enflasyonu yükseltirken, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarını da olumsuz yönde etkilemiştir. Bunun yanında başta işlenmemiş gıda fiyatları olmak üzere gıda fiyatlarında oluşan oynaklıklar 2017 yılında enflasyonun, öngörülerin üzerinde artmasında etkili olan unsurlardan biri olmuştur. Ayrıca, talep koşullarında öngörülenin ötesinde güçlü seyir enflasyon artışını destekleyen diğer bir etken olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, enflasyon oranı 2017 yılı sonunda Ekim Enflasyon Raporu tahmini olan yüzde 9,8'i aşarak yüzde 11,9 düzeyine ulaşmıştır.

2017 Ocak Enflasyon Raporu

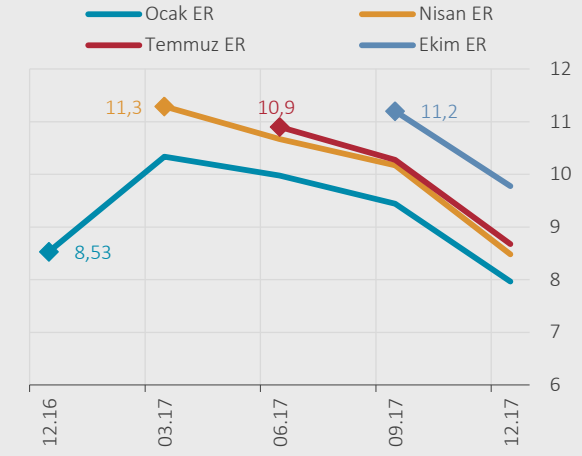
2016 yılının sonunda petrol fiyatlarındaki yükseliş ve 2017 yılı Ocak ayında Türk lirasındaki değer kaybına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2017 yılında enflasyonu artırıcı yönde bir baskı yapacağı değerlendirilmiştir. Ayrıca gıda fiyatları enflasyonunda beklenen düşüşün gecikebileceği öngörüsüyle 2017 yılı gıda fiyatları enflasyonu, yüzde 9 olarak yukarı yönlü güncellenmiştir. Enflasyonu yükseltici yönde baskı yapan bu etkenlere rağmen enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında 2016 yılı sonu itibarıyla yüzde 8,53 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonunun, 2017 yılı sonunda yüzde 8'e gerileyeceği tahmin edilmiştir.

Grafik 1.a: 2017 Yılına İlişkin Ortalama Çıktı Açığı Tahminlerindeki Güncellemeler



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.b: 2017 Yılı Boyunca Enflasyon Tahminindeki Güncellemeler



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Grafikte yer alan çizgiler ilgili tarihten yıl sonuna kadar tüketici enflasyonunun izlemesi öngörülen patikayı vermektedir.

**Serilerin başlangıç noktaları gerçekleşen değerleri göstermektedir.

2017 Nisan Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyetin 2016 yılı son çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporunda öngörülenin üzerinde bir iyileşme gösterdiği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede 2017 yılına ilişkin çıktı açığı tahminlerinde bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 1.a).

Ayrıca, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında Ocak ayı Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir miktar artış öngörülmüştür. Bunun yanı sıra, 2017 ilk çeyrek enflasyonu Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda verilen tahminin üzerinde gerçekleşmiş ve enflasyon ana eğiliminde sınırlı bir yükseliş olduğu değerlendirilmiştir. Enflasyonun ana eğilimi, çıktı açığı ve Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında yapılan bu güncellemeler sonrası yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 8,5 olarak tahmin edilmiştir.

2017 Temmuz Enflasyon Raporu

2017 yılının birinci çeyreğine dair GSYİH verilerinin açıklanmasının ardından, iktisadi faaliyetin söz konusu dönemde Nisan Enflasyon Raporunda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha olumlu bir seyir izlediği değerlendirilmiştir. Ayrıca, öncü göstergelerin, alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte güç kazandığına işaret etmesinden ötürü, 2017 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Diğer taraftan, 2017 yılında para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle çıktı açığının enflasyona düşüş yönünde katkı vermeye devam edeceği, ancak bu katkının geçmiş dönemlere göre azalacağı öngörülmüştür.

Temmuz Enflasyon Raporunda yıl sonu enflasyon tahminlerini yükseltici rol oynayan bir başka unsur gıda fiyatları olmuştur. 2017 yılı ikinci çeyreğinde gıda enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmesi ve yılın ikinci yarısına ilişkin geçmiş gıda enflasyonu gerçekleştirmeleri dikkate alınarak gıda enflasyonu varsayımı 2017 yıl sonu için yüzde 9'dan yüzde 10'a yükseltilmiştir.

Öte yandan, söz konusu dönemde Türk lirasının istikrarlı bir seyir izlemesi, petrol fiyatlarında belirgin bir düşüş gözlenmesi ve tütün ürünlerinde otomatik vergi artışının gerçekleşmemesi enflasyon tahminleri üzerinde aşağı yönlü etkiye bulunmuştur. Bu çerçevede, Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 8,5 olarak açıklanan 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8,7'ye yükseltilmiştir.

2017 Ekim Enflasyon Raporu

Temmuz Enflasyon Raporu’nu takip eden dönemde Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısındaki değer kaybı ve uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskıları artırmıştır. Maliyet yönlü baskılara ilave olarak, iktisadi faaliyetteki güçlü seyir nedeniyle talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin yılın ikinci çeyreğinden itibaren ortadan kalktığı gözlenmiştir. 2017 yılının ikinci çeyreğine dair GSYİH verileri değerlendirildiğinde, söz konusu dönemde iktisadi faaliyetin Temmuz Enflasyon Raporunda öngörülen görünüme kıyasla daha olumlu bir seyir izlediği ortaya çıkmıştır. Buna ilave olarak, Ekim Raporunda değerlendirilen öncü göstergeler de iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yılın üçüncü çeyreğinde güç kazandığına işaret etmiştir. Bu çerçevede, 2017 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. KGF kapsamında kullanılan kredilerin ve makroihtiyati teşviklerin büyümeye etkisinin üçüncü çeyrekte en yükseğe ulaştıktan sonra, takip eden dönemde kademeli olarak azalacağı ve ekonominin ana eğilimine yönelmeye başlayacağı öngörülmüştür. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının tekrar 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren enflasyona düşüş yönünde destek vereceği tahmin edilmiştir.

Ayrıca, üçüncü çeyrekteki enflasyon gerçekleştirmelerinin Temmuz Enflasyon Raporundaki tahminlerin üzerinde olması ve enflasyon ana eğilimindeki yükselişin 2017 yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı yönde etkilediği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu’nda yüzde 8,7 olarak açıklanan 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 9,8’e yükseltilmiştir.

2017 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

Tahminlerdeki sapma, yılın son çeyreğinde döviz kurunda yaşanan değer kaybına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının ve enflasyon ana eğiliminin öngörülerin üzerinde artması ile gıda fiyatlarında son çeyrekte kaydedilen artıştan kaynaklamıştır. Petrol ve endüstriyel metal başta olmak üzere, emtia fiyatlarındaki yükseliş ve döviz kuru gelişmeleri maliyet kanalıyla enflasyondaki yükselişin temel belirleyicileri olmuştur. İktisadi faaliyetin güçlü seyri de maliyet baskılarının enflasyon üzerinde hissedilir olmasında rol oynamıştır. Söz konusu unsurların tahmin ve gerçekleşme arasındaki toplam 2,1 puanlık farka yaptıkları katkılar Tablo 2’nin son sütununda sunulmuştur.

Tablo 2: 2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	8,0	8,5	8,7	9,8
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)*				
	Nis – Oca	Tem – Nis	Eki – Tem	Ara – Eki
Gıda	0,0	0,2	0,0	0,8
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	0,1	-0,1	0,5	0,8
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,2	0,0	0,2	0,4
Çıktı Açığı	0,2	0,2	0,4	0,2
Alkol, Tütün ve Diğer Vergi Ayarlamaları	0,0	-0,1	0,0	-0,1

Kaynak: TCMB.

* Tablodaki ilk üç sütun, birbirini takip eden iki enflasyon raporu arasındaki yıl sonu tahmin farkının; son sütun ise Ekim Enflasyon Raporu tahmini ile yıl sonu enflasyon gerçekleşmesi arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2017 yıl sonu enflasyonu yüzde 11,9 olarak gerçekleşmiştir.

Özetle, 2017 yıl sonuna dair enflasyon tahminleri, yıl içinde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yükseliş, gıda fiyatlarındaki gelişmeler ve iktisadi faaliyetin öngörülerden güçlü seyretmesinden ötürü kademeli olarak yükseltilmiştir (Grafik 1.b). Benzer şekilde, Aralık ayındaki gerçekleşme ile Ekim ayındaki yıl sonu tahmini arasındaki farkta da Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları, gıda fiyatları ve çıktı açığındaki revizyon belirleyici olmuştur. TCMB, enflasyon raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Fon Akımları	1
Grafik 1.2	10 Yıl Vadeli Tahvil Faizleri	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	3
Grafik 1.1.4	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	3
Grafik 1.1.5	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	3
Grafik 1.1.6	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	3
Grafik 1.2.1	Ekim 2017 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2	İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Ekim 2017 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.3	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	4
Grafik 1.2.4	B Endeksi Ana Eğilimi	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	İşsizlik Oranları	6
Grafik 1.2.9	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.2.10	İthalat Fiyatları Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.11	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 Emtia 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 2017 – Aralık 2018	17
Grafik 2.3.2	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2018	17
Grafik 2.4.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	18
Grafik 2.4.2	JP Morgan Döviz Kuru 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 D	25
Grafik 3.2	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	25
Grafik 3.1.1	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	26
Grafik 3.1.2	Temel Mal Fiyatları	26
Grafik 3.1.3	Giyim ve Ayakkabı Grubu Aylık Enflasyonunda Yöntem Etkisi	28
Grafik 3.1.4	Temel Mal Fiyatları	28
Grafik 3.1.5	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	28
Grafik 3.1.6	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	28
Grafik 3.1.7	Ulaştırma Hizmetleri ve Akaryakıt Fiyatları	29
Grafik 3.1.8	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	29
Grafik 3.1.9	Hizmet Fiyatları	29
Grafik 3.1.10	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	29
Grafik 3.1.11	Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C	30
Grafik 3.1.12	B Endeksi Ana Eğilimi: Sabit ve Değişken Ağırlık Karşılaştırması	30

Grafik 3.1.13	B ve C Yayılım Endeksleri	30
Grafik 3.1.14	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve Medyan	30
Grafik 3.2.1	Gıda ve Enerji Fiyatları	31
Grafik 3.2.2	Gıda Fiyatları	31
Grafik 3.2.3	İşlenmemiş Gıda Fiyatları ve Seçilmiş Alt Kalemler	31
Grafik 3.2.4	Taze Meyve ve Sebze Dışı Gıda Fiyatları	31
Grafik 3.2.5	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	32
Grafik 3.2.6	Yurt içi Enerji Fiyatları	32
Grafik 3.3.1	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	33
Grafik 3.3.2	İmalat Fiyatları	33
Grafik 3.3.3	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	34
Grafik 3.3.4	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	34
Grafik 3.4.1	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	35
Grafik 3.4.2	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	35
Grafik 3.5.1	TÜFE Enflasyon Beklentileri	35
Grafik 3.5.2	Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi	35
Grafik 3.5.3	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	36
Grafik 3.5.4	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	36

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	42
Grafik 4.1.2	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	42
Grafik 4.1.3	Sanayi Üretim Endeksi	42
Grafik 4.1.4	Sanayi Üretim Endeksi	42
Grafik 4.1.5	İnşaat Sektörü Katma Değeri ve İnşaat Faaliyetleri	43
Grafik 4.1.6	Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve İş Durumu	43
Grafik 4.1.7	Ticaret Sektörü İş Durumu	43
Grafik 4.1.8	Finansal Sektör Katma Değeri ve Finansal Kesim Anketi-İş Durumu	43
Grafik 4.2.1	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	44
Grafik 4.2.2	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları	44
Grafik 4.2.3	Özel Tüketim ve Kamu Tüketimi	44
Grafik 4.2.4	Makine-Teknikat ve İnşaat Yatırımları	44
Grafik 4.2.5	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	45
Grafik 4.2.6	Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	45
Grafik 4.2.7	Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge	45
Grafik 4.2.8	Tüketici Güven Endeksleri	45
Grafik 4.2.9	Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	46
Grafik 4.2.10	Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge	46
Grafik 4.2.11	İYA Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi	46
Grafik 4.2.12	İnşaat Yatırımları ve Bileşik Gösterge	46
Grafik 4.2.13	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	47
Grafik 4.2.14	İhracat, İthalat Miktar Endeksleri ve Reel Hizmet İhracatı	47
Grafik 4.3.1	İşsizlik Oranları	47
Grafik 4.3.2	Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkıları	47
Grafik 4.3.3	Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı	48
Grafik 4.3.4	Tarım Dışı İstihdamdaki Aylık Değişime Katkıları	48
Grafik 4.3.5	Sanayi ve İnşaat İstihdamı	48
Grafik 4.3.6	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam	48
Grafik 4.3.7	Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi	49
Grafik 4.3.8	Kariyer.net Toplam İş İlanı, İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	49
Grafik 4.4.1	Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret	49
Grafik 4.4.2	Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği	49
Grafik 4.4.3	Tarım Dışı Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret	50
Grafik 4.4.4	Tarım Dışı Reel Birim İşgücü Maliyetindeki Yıllık Değişime Katkıları	50

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	55
Grafik 5.2	Finansal Koşullar Endeksine Katkılar	55
Grafik 5.1.1	Bölgesel Risk Primleri	56
Grafik 5.1.2	Türkiye’de Portföy Hareketleri	56
Grafik 5.1.3	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	57
Grafik 5.1.4	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	57
Grafik 5.1.5	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	57
Grafik 5.1.6	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	57
Grafik 5.2.1	TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler	58
Grafik 5.2.2	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	58
Grafik 5.2.3	Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	58
Grafik 5.2.4	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	58
Grafik 5.2.5	Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı	59
Grafik 5.2.6	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	59
Grafik 5.2.7	Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	59
Grafik 5.2.8	Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	59
Grafik 5.2.9	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	60
Grafik 5.2.10	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları	60
Grafik 5.2.11	İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi	61
Grafik 5.2.12	Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi	61
Grafik 5.3.1	TCMB Fonlaması	61
Grafik 5.3.2	Kısa Vadeli Faizler	61
Grafik 5.3.3	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	62
Grafik 5.3.4	Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri	62
Grafik 5.3.5	Enflasyon Telafisi	62
Grafik 5.3.6	24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentisine İlişkin Olasılık Dağılımı	62
Grafik 5.3.7	Türkiye’nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi	63
Grafik 5.3.8	İki Yıllık Reel Faizler	63

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	72
Grafik 6.1.2	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	72
Grafik 6.1.3	Reel Vergi Gelirleri	74
Grafik 6.1.4	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	74
Grafik 6.2.1	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	74
Grafik 6.2.2	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	74
Grafik 6.2.3	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	75
Grafik 6.2.4	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	75
Grafik 6.2.5	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	75
Grafik 6.2.6	Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı	75

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.1.1	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	80
Grafik 7.1.2	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	80
Grafik 7.2.1	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	81
Grafik 7.2.2	Enflasyon Tahmini	82
Grafik 7.2.3	Çıktı Açığı Tahmini	82
Grafik 7.2.4	İşlenmemiş Gıda, Tütün ve Alkollü İçecekler Dışı Enflasyon Tahmini	82

Tablolar

2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
Tablo 2.1.1	2017 ve 2018 Büyüme Tahminleri	14
Tablo 2.2.1	2018 Yılı Enflasyon Tahminleri	16
Tablo 2.4.1	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu	19
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Tablo 3.1.1	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	27
Tablo 3.3.1	Yi-ÜFE ve Alt Kalemler	33
6.	KAMU MALİYESİ	
Tablo 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	71
Tablo 6.1.2	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	73
Tablo 6.1.3	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	73
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Tablo 7.1.1	Varsayımlardaki Güncellemeler	80
Tablo 7.2.1	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	83

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2017-IV

- 2.1 Fed Bilançosunun Küçültülmesi ve Olası Etkileri
- 3.1 Üretici Fiyatlarından Tüketici Fiyatlarına Geçişkenlik
- 4.1 Türkiye'nin Cari İşlemler Açığında Reel İyileşme
- 4.2 Birim İşgücü Maliyeti Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi
- 4.3 İmalat Sanayiinde Kapasite Kullanımı ve Yatırıma Etkileri
- 5.1 Kredi Kanalının Para Politikasının Aktarımındaki Rolü: Türkiye Ekonomisine Dair Anket Temelli Bir Analiz

2017-III

- 2.1 İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi
- 3.1 Gıda Fiyatlarındaki Son Dönem Gelişmeleri
- 4.1 Büyüme Tahminleri: Yeni Milli Gelir Serisi ile Bir Uygulama
- 4.2 Türkiye'nin İhracatının Dış Talep Şoklarına Dayanıklılığı: Yaş Meyve ve Sebze Örneği
- 5.1 Para Politikasının Kur Takası Piyasası Faizlerine Aktarımı
- 6.1 Yabancı Yatırımcı Payının Uzun Dönem Borçlanma Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri
- 7.1 Kredi Arzındaki Değişimlerin Makroekonomik Etkileri

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

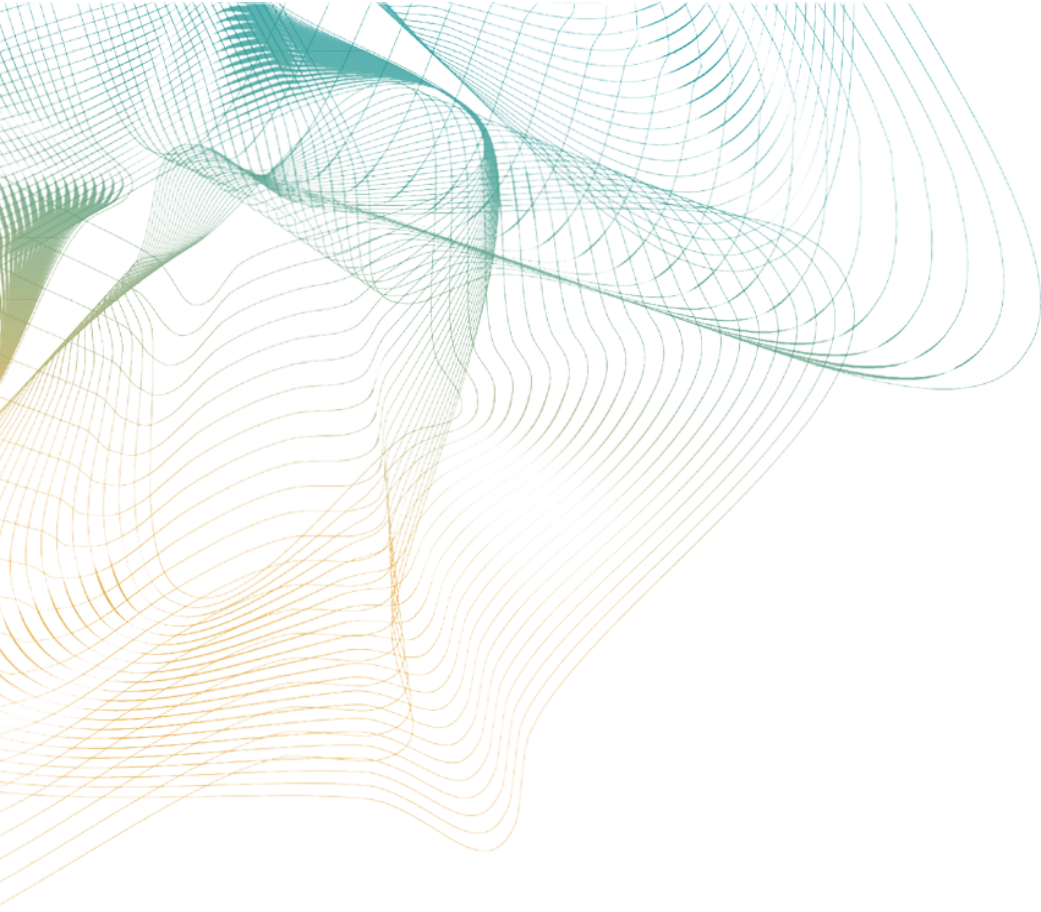
- 3.1 Enflasyonla Mücadelede Gıda Fiyatlarının Önemi
- 4.1 Turizm Sektöründeki Gelişmelerin Cari İşlemler Dengesi, Büyüme ve İstihdam Üzerine Etkileri
- 4.2 Asgari Ücret Artışının İşgücü Piyasasına Etkileri: Ön Değerlendirme
- 4.3 Kamu Yatırımlarının Tamamlanma Süresindeki Kısılmanın Refah Etkisi
- 4.4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

Kısaltmalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BIST	Borsa İstanbul
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Yükselen Porföy Fonu Araştırması
FED	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
FOMC	Federal Açık Piyasa Komitesi
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KGF	Kredi Garanti Fonu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
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
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKBESD	Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
Yİ-ÜFE	Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi
YP	Yabancı Para

2018 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi

Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
18 Ocak 2018	25 Ocak 2018	30 Ocak 2018	
7 Mart 2018	14 Mart 2018		
25 Nisan 2018	30 Nisan 2018	30 Nisan 2018	
			31 Mayıs 2018
7 Haziran 2018	14 Haziran 2018		
24 Temmuz 2018	31 Temmuz 2018	31 Temmuz 2018	
13 Eylül 2018	20 Eylül 2018		
25 Ekim 2018	31 Ekim 2018	31 Ekim 2018	
			30 Kasım 2018
13 Aralık 2018	20 Aralık 2018		



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İdare Merkezi
Anafartalar Mah., İstiklal Cd. 10 Ulus, 06050
Ankara, Türkiye
www.tcmb.gov.tr
ISSN 1306-4509