

7. Orta Vadeli Öngörüler

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

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Finansal Koşullar

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

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

Enflasyon

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

Talep Koşulları

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

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

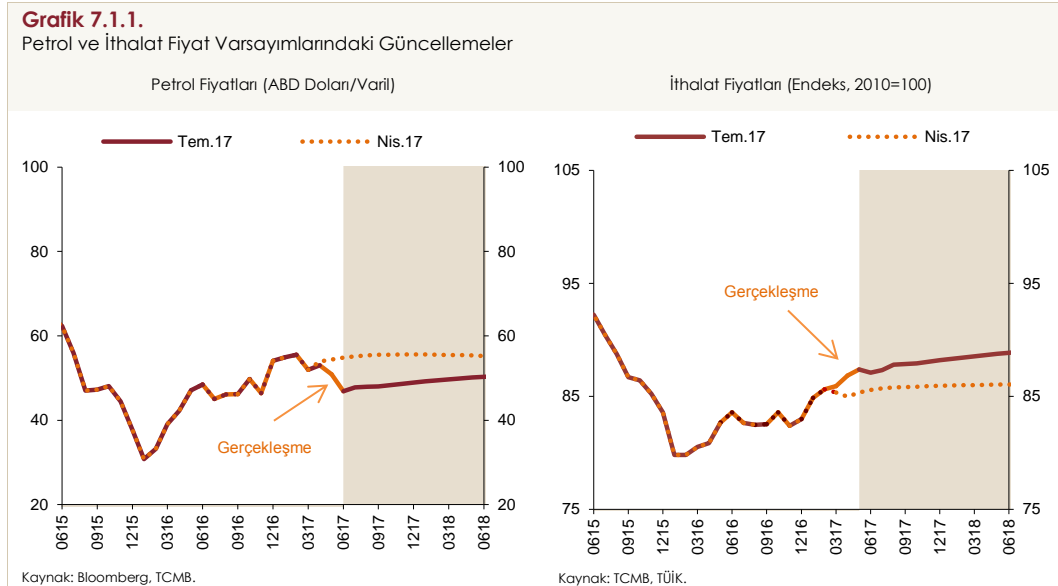
çekilen talebe bağlı olarak yavaşlamıştır. Yakın dönemde açıklanan göstergeler, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ikinci çeyrekte de gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında 2017 yılı ilk ve ikinci çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri Nisan Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü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

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

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

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

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



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

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

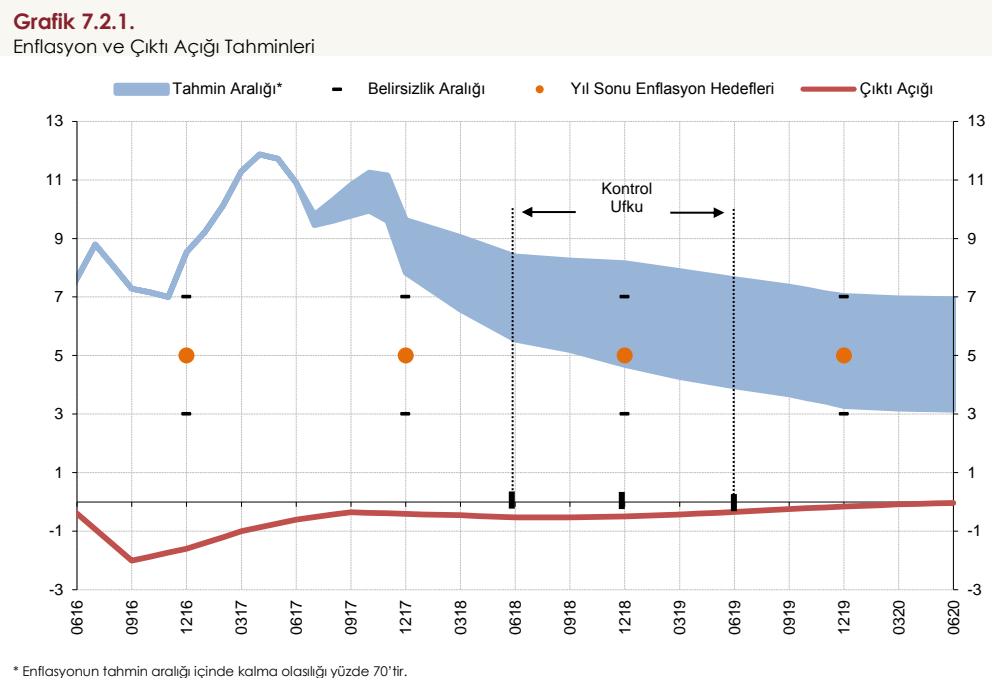
fiyatlamaya mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. 2017 yılı Temmuz ayında Bakanlar Kurulu kararı ile sigara ve diğer tütün mamullerinden alınan maktu ÖTV tutarlarında otomatik mekanizma çerçevesinde öngörülen artışın yapılmaması Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerine yansıtılmıştır.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

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

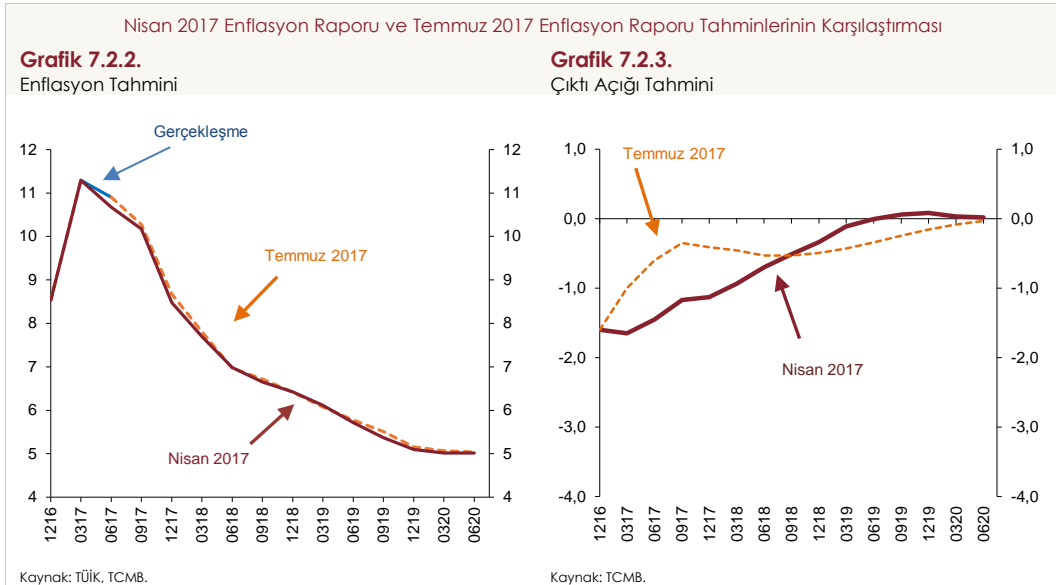
7.2. Orta Vadeli Görünüm

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



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

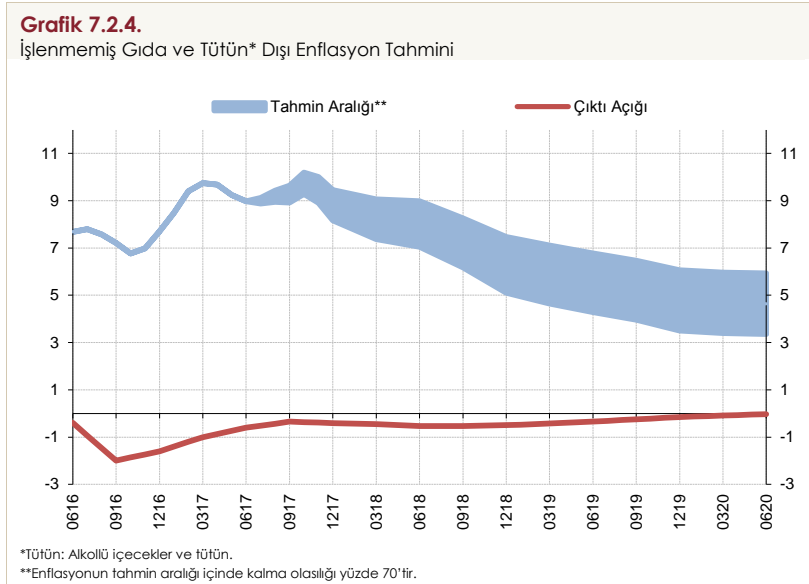
Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 6,4 olarak sabit tutulmuştur. Çıktı açığındaki yukarı yönlü güncellemenin 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan yukarı yönde etkileyeceği değerlendirilmiştir. Öte yandan özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak Türk lirası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



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

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

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



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

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

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

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

* Temmuz ayı Beklentisi Anketi verileri.
Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kullanılan Veriler

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

Yapısal Şokların Belirlenmesi

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

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

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

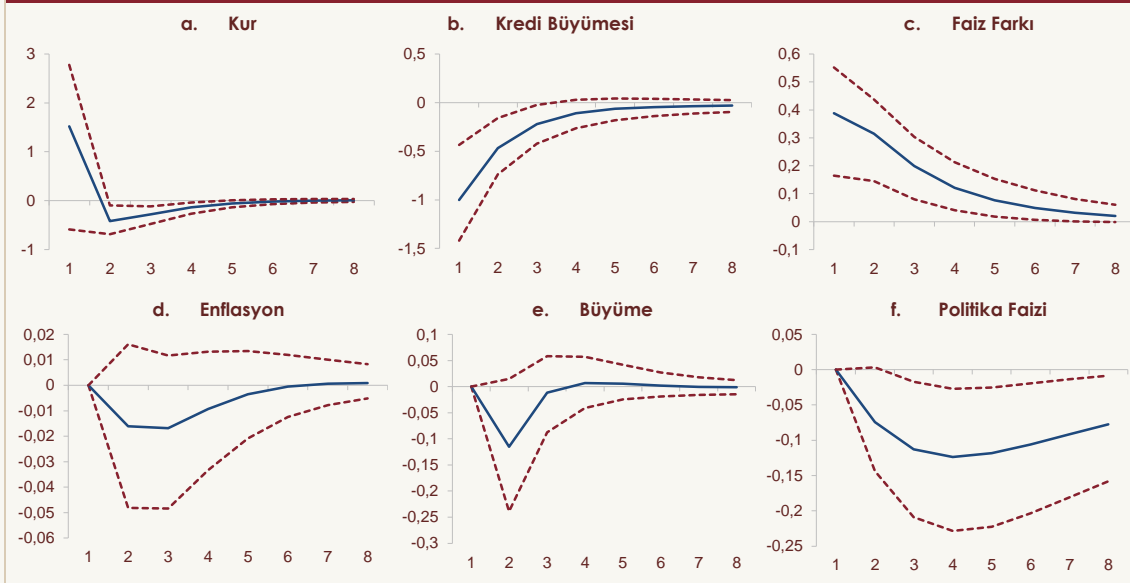
Tablo 1: Yapısal VAR'da Kullanılan Değişkenler, Kısıtlar ve Ayrıştırılan Şoklar

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

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

Etki-Tepki Fonksiyonları

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

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

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

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

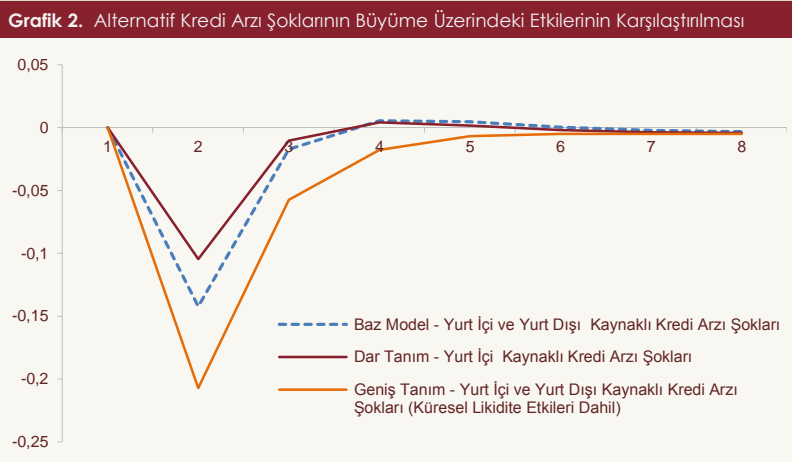
birikimli etkisi yüzde -0,16 puan civarındadır. Negatif kredi arz şoku karşısında para politikası faizinin sınırlı da olsa gevşeme yönünde tepki vermesi, şokun büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisini kısmen telafi etmektedir.

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

Kredi Arzında Küresel Finansal Koşulların Rolü

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

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



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

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

Kaynakça

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

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

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