

# enflasyon raporu

2017-II

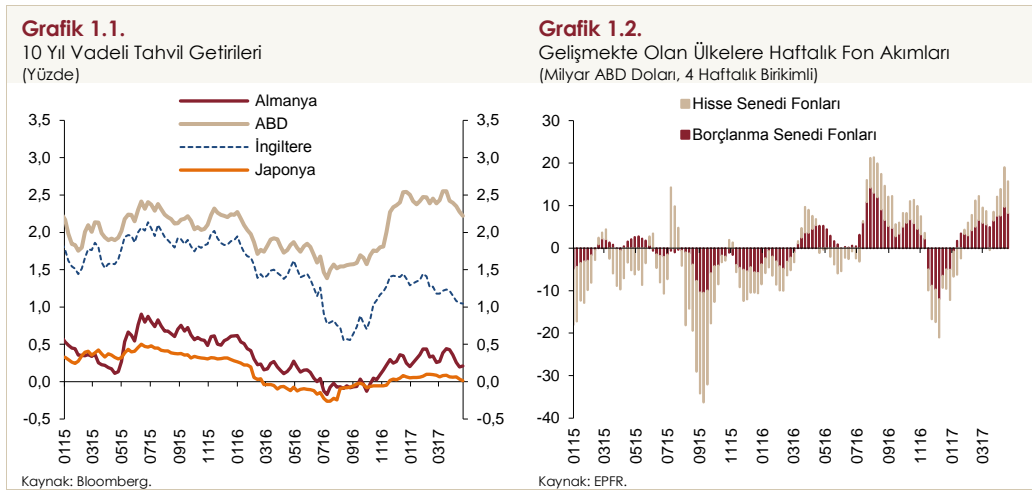


# İçindekiler

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
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
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>11</b>
2.1. Küresel Büyüme	11
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	13
2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	16
2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları	17
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>19</b>
3.1. Temel Enflasyon Görünümü	20
3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	24
3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları	26
3.4. Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları	27
3.5. Beklentiler	28
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>37</b>
4.1. Arz Gelişmeleri	37
4.2. Talep Gelişmeleri	39
4.3. Emek Piyasası	42
<b>5. FİNANSAL KOŞULLAR ve PARA POLİTİKASI</b>	<b>49</b>
5.1. Finansal Piyasalarda Göreli Performans	50
5.2. Kredi Koşulları	52
5.3. Para Politikası Uygulamaları	56
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>63</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	63
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	66
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>73</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	73
7.2. Orta Vadeli Görünüm	75
7.3. Riskler ve Para Politikası	78
<b>KUTULAR</b>	
Kutu 3.1. Enflasyon Dinamiklerindeki Değişim	30
Kutu 3.2. Giyim ve Ayakkabı Grubunun Ağırlık Yapısındaki Değişim	35
Kutu 4.1. Türkiye'nin Otomotiv İhracatındaki İvmelenme ve AB İhracat Talebi	46
Kutu 5.1. TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depo Piyasası İşlemleri	60
Kutu 6.1. Türkiye'de Vergi Gelirlerinin Döngüsel Özellikleri	68
Kutu 7.1. Kredi Kanalının Yapısal bir Model Aracılığıyla Anlatımı	80

## 1. Genel Değerlendirme

2017 yılının Ocak ayından bu yana, ABD'de seçim sonrası ekonomi politikalarına ilişkin algının normalleşmesi, Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması ve küresel iktisadi faaliyete ilişkin olumlu görünüm finansal piyasalarda oynaklıkları azaltmıştır. Küresel finansal piyasalardaki iyimser havanın etkisiyle, gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerinde, ABD'deki Kasım ayı seçimleri sonrasında yaşanan hızlı artış eğilimi durmuştur (Grafik 1.1). Bu çerçevede, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana gelişmekte olan ülke borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarına portföy girişleri gözlenmiştir (Grafik 1.2).



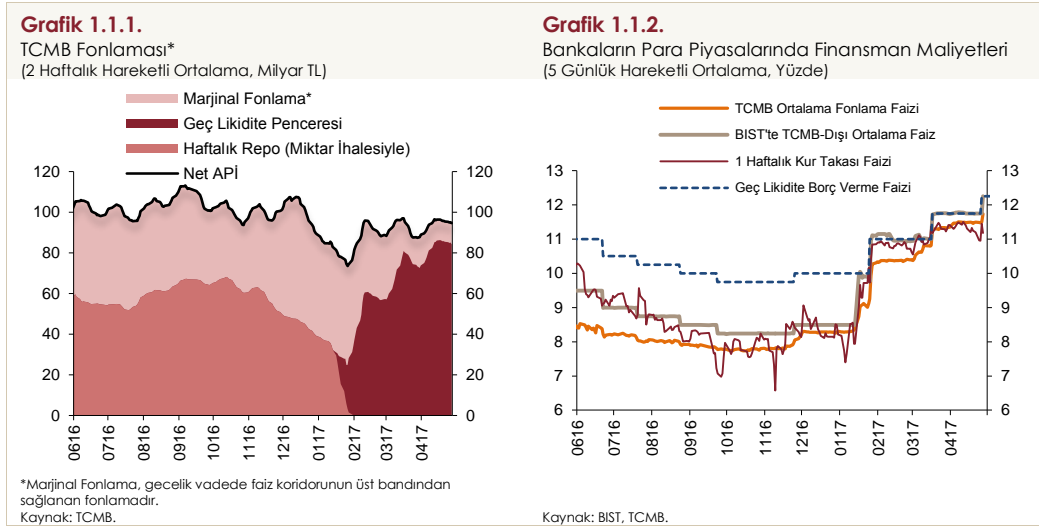
Son dönemde, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de portföy girişleri artmıştır. Para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının etkisiyle kısa vadeli faizler kademeli olarak yükselmeye devam etmiş, getiri eğrisinin eğimi tersine dönmüş, Türk lirasının seviyesinde ve oynaklığında düşüş gözlenmiştir. Diğer taraftan, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve destekleriyle kredi büyümesi geçmiş yıllara göre güçlü bir seyir izlemektedir. Yakın dönemde kredi koşullarında gözlenen toparlanma, ağırlıklı olarak kamu kredi garantileri nedeniyle işletmelere yönelik kredi koşullarının iyileşmesinden kaynaklanmaktadır.

Yılın ilk çeyreği, döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak üretici fiyatları üzerindeki maliyet baskılarının belirginleştiği ve çekirdek enflasyon göstergelerinin yükseldiği bir dönem olmuştur. Bu dönemde talep koşullarındaki görece toparlanma ve enflasyon beklentilerindeki yükselişin de etkisiyle fiyat artışları hızlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda tüketici enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yüzde 11,29 seviyesine yükselmiştir. 2016 yılı son çeyreğinde iktisadi faaliyet, bir önceki çeyrekteki geçici yavaşlamanın ardından yurt içi talep kaynaklı olarak ılımlı bir büyüme kaydetmiştir. Son çeyrekte ihracattaki ivmelenmeyle birlikte net dış talebin dönemlik büyümeye katkısı oldukça yüksek olurken, bu eğilimin 2017 yılında güçlenmesi beklenmektedir. İlk çeyreğe ilişkin göstergeler finansal piyasalardaki oynaklığın neden olduğu belirsizlik artışı, iş gücü piyasasındaki zayıf seyir ve enflasyondaki hızlı yükseliş nedeniyle iktisadi faaliyetteki toparlanmanın geçen yılın son çeyreğine göre bir miktar ivme kaybettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, söz konusu unsurlara dair görünümün yılın geri kalanında daha olumlu olacağı tahmin edilmektedir. Mal ihracatındaki güçlü artış eğilimi ile alınan destekleyici

teşvik ve tedbirlerin de katkısıyla iktisadi faaliyetlerdeki canlanmanın yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanması beklenmektedir.

### 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

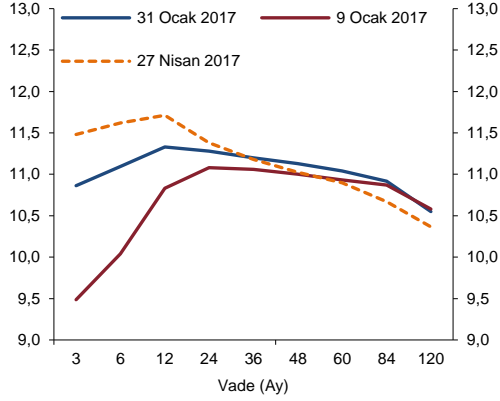
TCMB, 2017 yılı Ocak ayı başında döviz piyasasında iktisadi temellerle uyumlu olmayan aşırı hareketliliğin enflasyon görünümüne yansımalarını sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede, 12 Ocak 2017'den itibaren, 1 hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş, marjinal fonlama kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek artan bir kısmı geç likidite penceresinden (GLP) sağlanmaya başlanmıştır (Grafik 1.1.1). Buna ilaveten, marjinal fonlama oranı Ocak ayı PPK toplantısında 75 baz puan, GLP borç verme faiz oranı ise Ocak, Mart ve Nisan PPK toplantılarında toplamda 225 baz puan artırılarak parasal sıkılaştırma daha da güçlendirilmiştir. Söz konusu parasal sıkılaştırma, diğer para piyasası faizlerine de yansımıştır (Grafik 1.1.2). Söz konusu dönemde BIST gecelik repo faizleri ile kur takası piyasası faizlerinin TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ile uyumlu hareket etmesi ve döviz piyasasının görece olarak istikrara kavuşması para politikası aktarımının amaçlanan şekilde gerçekleştiğine işaret etmektedir.



2017 yılının başından bu yana getiri eğrisinin eğiminin tersine dönmesi para politikası duruşundaki sıklığa işaret etmektedir. Kısa vadeli kur takası getirileri, TCMB para politikası uygulamalarının etkisiyle bir önceki Rapor döneminden bu yana belirgin biçimde yükselmeye devam ederken, uzun vadeli kur takası getirilerinde önemli bir değişiklik olmamıştır (Grafik 1.1.3). Politika uygulamaları döviz kuru piyasasında da etkili olmuş, Ocak ayında sert bir yükseliş kaydeden Türk lirasının ima edilen oynaklığında iyileşme sağlanmıştır (Grafik 1.1.4).

**Grafik 1.1.3.**

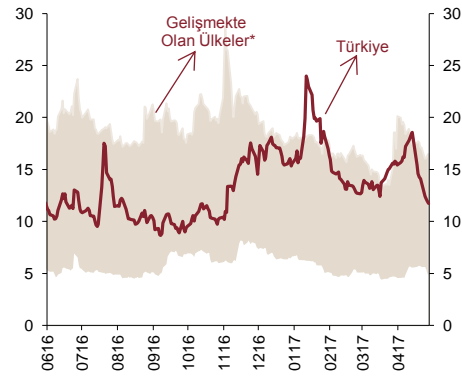
Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 1.1.4.**

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



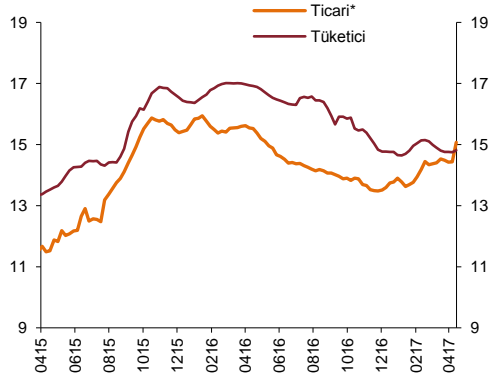
\*Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan yer almaktadır.  
Kaynak: Bloomberg.

2017 yılının ilk çeyreğinde, TCMB fonlama maliyetindeki yükselişe karşın finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi koşulları toparlanmaya devam etmiştir. Makroihtiyati politikaların ve krediye erişimi desteklemek için alınan diğer önlemlerin etkisiyle, bu dönemde gerek tüketici gerekse ticari kredi faizlerindeki artış TCMB ortalama fonlama maliyetindeki yükselişe kıyasla sınırlı düzeyde kalmıştır (Grafik 1.1.5). Kredi Garanti Fonu destekli kredilerdeki hızlı artışın da katkısıyla son aylarda Türk lirası cinsinden ticari kredi büyümesinin ivme kazandığı gözlenmektedir (Grafik 1.1.6).

**Grafik 1.1.5.**

Kredi Faizleri

(Akım Verileri, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yüzde)

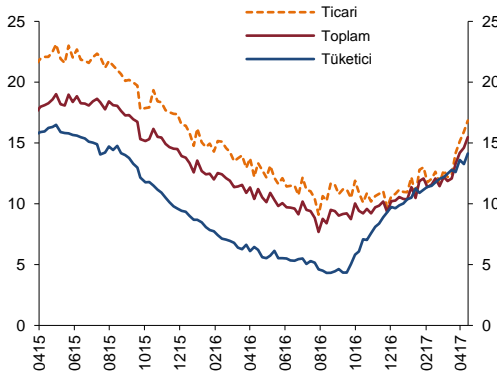


\*\* Ticari KMH, ticari kredi kartı ve sıfır faizli krediler hariç ticari kredilere ilişkin faizleri yansıtmaktadır.  
Kaynak: TCMB.

**Grafik 1.1.6.**

Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları

(Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde Değişim, Yıllık)

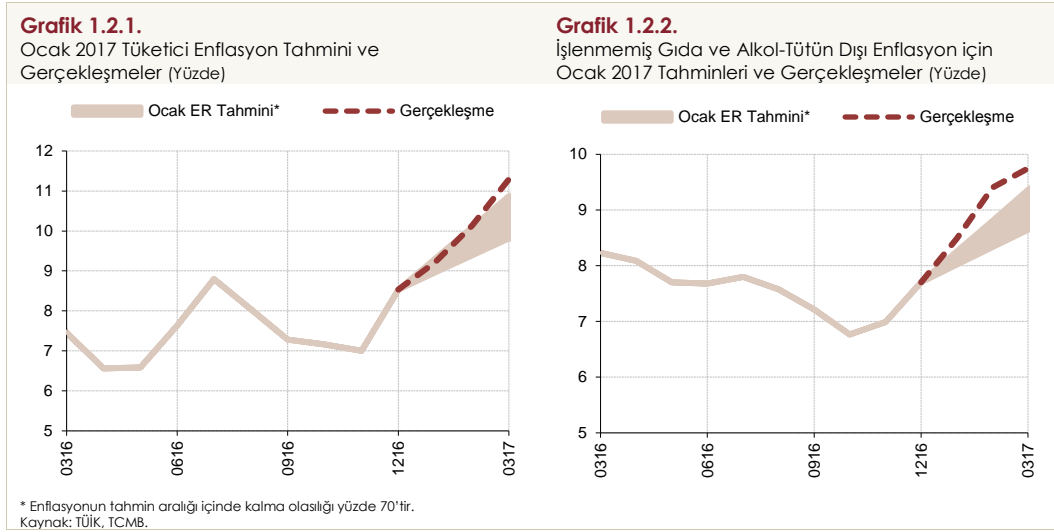


Kaynak: TCMB.

## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

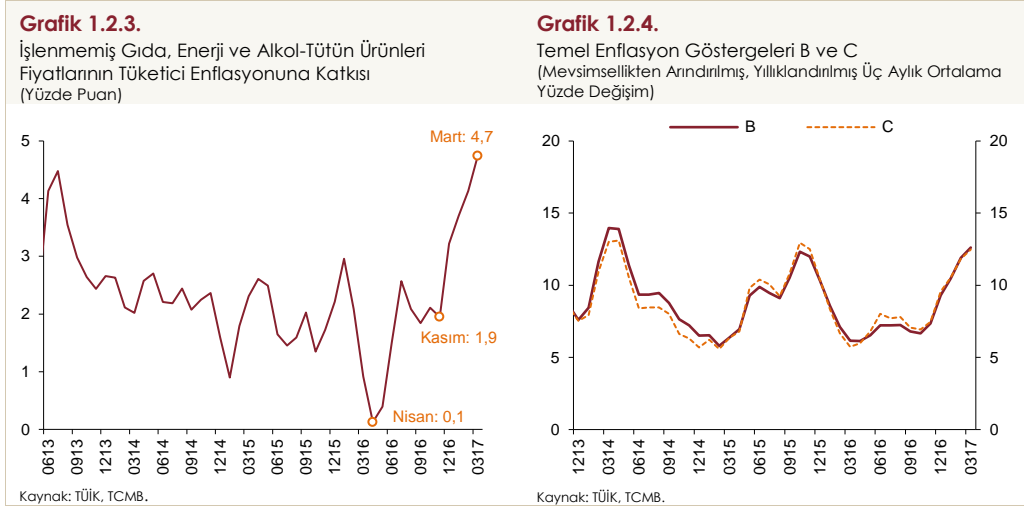
### Enflasyon

Tüketici enflasyonu Mart ayında yüzde 11,29 ile Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Benzer bir görünüm işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu tahmininde de izlenmiştir (Grafik 1.2.2). Enflasyondaki yukarı yönlü seyrinde Türk lirasındaki değer kaybı ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın etkisi hissedilmiştir. Özellikle Türk lirasındaki değer kaybının etkileri endeks geneline yayılmıştır. Bu dönemde çekirdek enflasyon yükselirken, işlenmemiş gıda, enerji ve alkol-tütün gibi çekirdek dışı kalemlerin enflasyona katkısındaki artış daha belirgin olmuştur (Grafik 1.2.3).



Gıda enflasyonu ilk çeyrekte işlenmemiş gıda ürünleri öncülüğünde olumsuz hava koşulları, Türk lirasındaki değer kaybı, meyve-sebze ihracatındaki toparlanma ve düşük baz etkisi ile önemli bir artış göstermiştir. Olumsuz arz koşulları özellikle taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde belirleyici olurken döviz kuru ve ithalat fiyatı etkileri daha çok diğer gıda ürünlerinde hissedilmiştir. Böylelikle gıda yıllık enflasyonu Ocak Enflasyon Raporu'nda varsayılan patikanın bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir.

Türk lirasındaki değer kaybının ilk yansımaları kur geçişkenliğinin hızlı olduğu enerji fiyatları üzerinde izlenmiştir. Enerji fiyatları döviz kuru etkileri yanında, petrol ve yönetilen su fiyatlarındaki yükselişle birlikte ilk çeyrekte önemli bir oranda artmıştır. Türk lirasındaki zayıf seyir temel mal grubu enflasyonunu da olumsuz etkilemiş; bu grupta enflasyon, mobilya ve beyaz eşya ürünlerindeki geçici vergi indirimlerine karşın, grup geneline yayılan kur etkileriyle belirgin olarak yükselmiştir. Bu doğrultuda, tüketici enflasyonundaki yükselişe gıdadan sonra en büyük katkı temel mal grubundan gelmiştir.

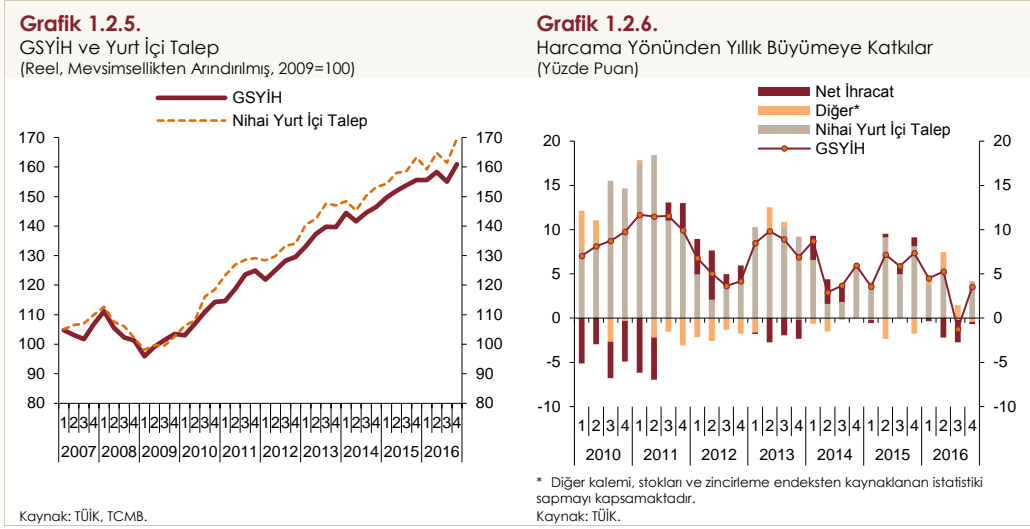


Yılın ilk çeyreğinde temel mal grubuna kıyasla sınırlı olmakla birlikte hizmet enflasyonu da yükseliş göstermiştir. Hizmet enflasyonundaki bu seyirde, akaryakıt fiyatlarındaki artışın gecikmeli yansımalarının yanında, döviz kuruna duyarlı hizmetler kanalıyla kaydedilen artışların etkisi hissedilmiştir. Kira enflasyonu da başta İstanbul ili olmak üzere yüksek seviyesini korumuştur. Bu görünüm altında, çekirdek göstergelerin ana eğiliminde 2016 yılı Aralık ayında başlayan yükseliş eğilimi yılın ilk çeyreğinde güçlenerek devam etmiştir (Grafik 1.2.4). Benzer bir yukarı yönlü hareket TCMB bünyesinde takip edilen alternatif temel enflasyon göstergelerinde de izlenmiştir.

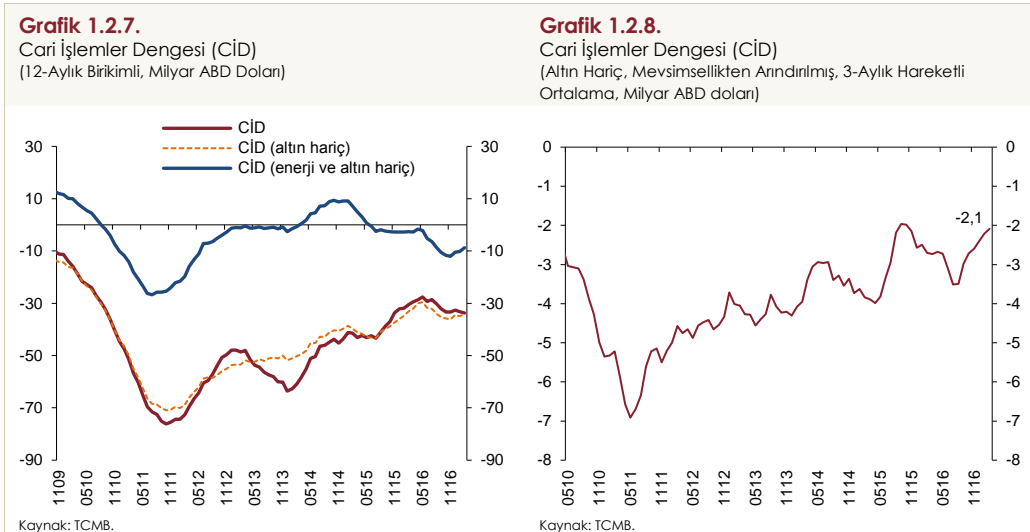
#### Arz ve Talep

2016 yılı son çeyreğine ilişkin veriler, üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın geçici olduğuna ilişkin öngörülerini teyit etmiştir. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,8, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise yüzde 3,5 oranında artmıştır (Grafik 1.2.5). Üçüncü çeyrekteki işgünü kayıplarının telafisi dışlandığında, son çeyrekte ılımlı bir büyüme kaydedilmiştir. Diğer taraftan, TÜİK tarafından 2016 yılının ilk üç çeyreği için yapılan yukarı yönlü güncellemeler iktisadi faaliyet düzeyinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Sonuç olarak, 2016 yılında büyüme yüzde 2,9 ile bir önceki seneye kıyasla yavaşlamıştır.

Yılın son çeyreğinde yıllık büyüme yurt içi talep kaynaklı olmuştur (Grafik 1.2.6). Özel tüketim harcamaları, TL'deki değer kaybı, otomobildeki vergi ayarlamasının öne çekmiş olduğu talep, gevşetilen makro ihtiyati tedbirler ve finansal koşulların desteğiyle hem yıllık hem dönemlik bazda artmıştır. Bu dönemde yatırımlardaki artış tüketime göre daha düşük kalmıştır. Makine-teçhizat yatırımlarındaki zayıf seyir yatırımlardaki toparlanmayı sınırlamıştır. Son çeyrekte ihracattaki ivmelenmeyle birlikte net dış talebin dönemlik büyümeye katkısı oldukça yüksek olurken, yıllık büyümeye katkısında da ilk dokuz aylık döneme göre iyileşme kaydedilmiştir. Bu durumda, döviz kuru gelişmeleri, Rusya ile ilişkilerin normalleşmesi, pazar çeşitlendirmesinin mal ve hizmet ihracatına olumlu yansımaları ve ithalattaki yatay seyir etkili olmuştur.



2017 yılı ilk çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın bu dönemde bir miktar ivme kaybettiğine işaret etmektedir. Çeyreğin başında Türk lirasındaki hızlı değer kaybı, finans piyasalarındaki oynaklığın neden olduğu belirsizlik artışı ve enflasyondaki hızlı yükselişin tüketim ve yatırım harcamalarını sınırladığı tahmin edilmektedir. Vergi teşvikleri konut, mobilya ve beyaz eşya sektörlerine olan talebi canlandırsa da, toplam perakende satışlardaki zayıf seyir iç talepteki toparlanmanın sektörel yayılımının sınırlı kaldığına işaret etmiştir. Diğer taraftan, mal ihracatında gözlenen güçlü seyir doğrultusunda net dış talebin büyüme katkısını artırması beklenmektedir. Büyüme kompozisyonundaki bu değişim doğrultusunda cari açığın yakın dönem eğiliminde iyileşme olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 1.2.7 ve Grafik 1.2.8). Mal ihracatındaki güçlü eğilimin yıl genelinde cari dengeye olumlu katkı vermesi beklenmektedir.

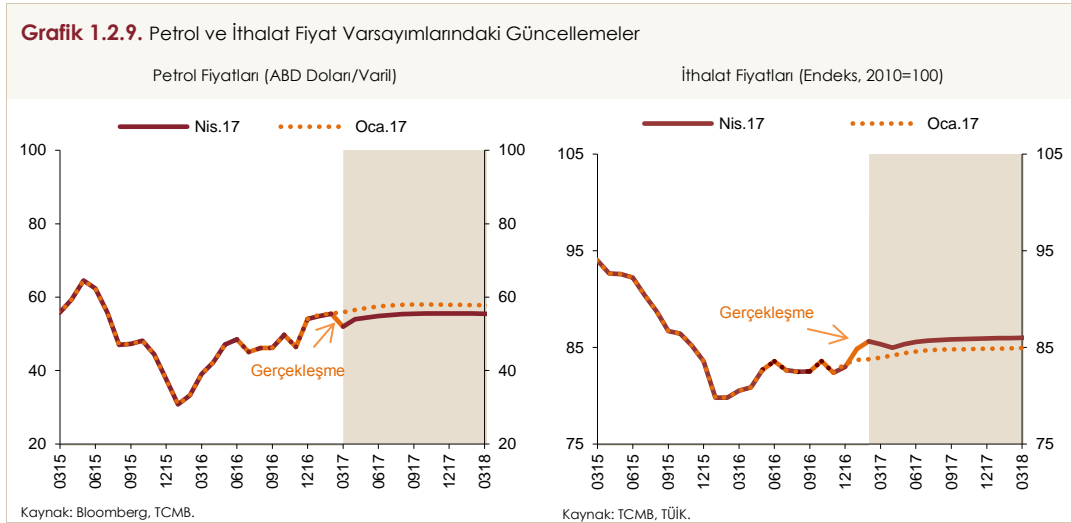




### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ocak Enflasyon Raporu'nda 57 ABD doları olarak varsayılan ham petrol fiyatı 2017 yılı ortalaması yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde 55 ABD doları olarak belirlenmiştir. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı ise, emtia fiyatlarındaki artış eğilimine bağlı olarak 2017 yılı için belirgin bir miktarda yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.9).

2017 yılı ilk çeyreğinde gıda enflasyonu yüzde 12,53 ile Ocak Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki bu yükselişte, olumsuz hava koşullarının gıda arzı üzerindeki yansımaları, Türk lirasındaki değer kaybı ve meyve-sebze ihracatında son dönemde yaşanan toparlanma etkili olmuştur. Öte yandan, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin önümüzdeki dönemde bu yükselişi kısmen sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı 2017 yıl sonu için yüzde 9 ve 2018 yıl sonu için ise yüzde 7 olarak korunmuştur.

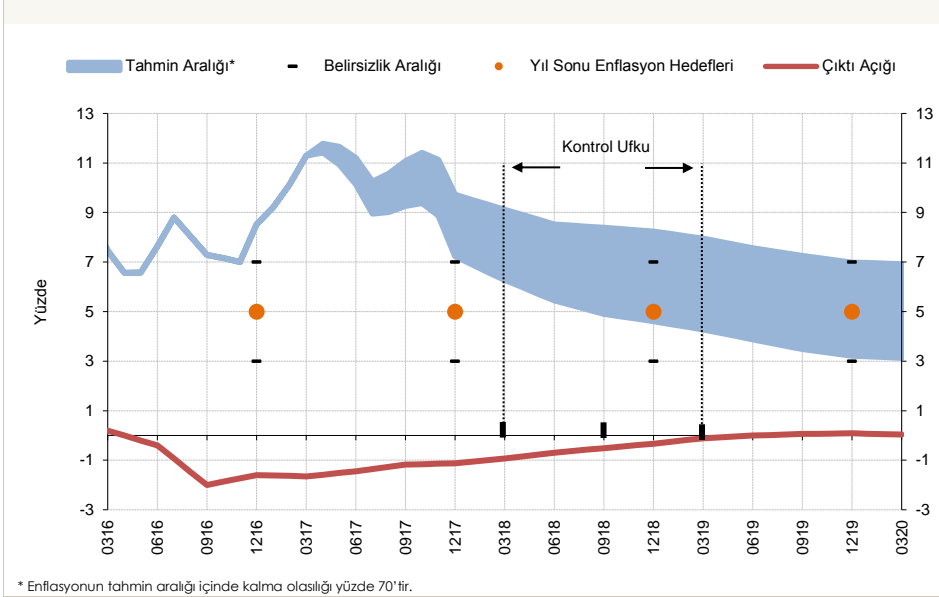


### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. Bu doğrultuda, 2016 yılındaki vergi artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak ortadan kalkmasının enflasyondaki düşüşe destek vereceği öngörülmektedir. Tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm varsayılmıştır.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağı; 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 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 7,3 ile yüzde 9,7 aralığında (orta noktası yüzde 8,5), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

**Grafik 1.3.1** Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri

2017 ve 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri 2017 Ocak Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 0,5 puan ve 0,4 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme 2017 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor tahminine göre 0,1 puan yukarı çekmiştir. Öte yandan, iktisadi faaliyet görünümündeki görece iyileşmeye bağlı olarak yukarı yönlü güncellenen çıktı açığı 2017 yıl sonu tahminine 0,2 puan artırıcı yönde etki yapmıştır. Son olarak, 2017 ilk çeyrek enflasyonunun Ocak Enflasyon Raporu'nda verilen tahmine göre yüksek gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğilimindeki yükseliş yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı çekmiştir.

Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini de yüzde 6'dan yüzde 6,4'e güncellenmiştir. Söz konusu güncellemede, 2017 yıl sonu enflasyon tahmininin yükseltilmesi ve enflasyon ana eğilimindeki artış etkili olmuştur. Enflasyonun 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleştiğinden sonra 2018 yıl sonunda yüzde 6,4'e gerileyeceği öngörüsü, enflasyona odaklı para politikası duruşunun yanı sıra, 2018 yılında birikimli döviz kuru etkilerinin ortadan kalkacağı ve iktisadi faaliyetin ılımlı seyredeceği bir görünüme dayanmaktadır.

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

ABD'nin seçim sonrasında uygulayacağı ekonomi politikalarına ilişkin beklentilerin finansal piyasalar üzerindeki etkileri 2017 yılının başından itibaren azalmaya başlamıştır. Bir önceki Rapor dönemi ile kıyaslandığında, iktisadi faaliyete dair göstergeler küresel büyümenin 2017 yılında özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak bir miktar güçleneceğine işaret etmektedir. Ancak, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizlikler ve ABD'nin seçim sonrası ekonomi politikalarını nasıl şekillendireceğinin henüz netlik kazanmamış olması nedeniyle, küresel büyüme için aşağı yönlü riskler halen mevcuttur. Fed politikasına dair belirsizliklerin azalması ve piyasalardaki iyimser beklentilerin de etkisiyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerinde Kasım ayından sonra yaşanan hızlı artış eğilimi durmuş, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarına portföy girişleri gözlenmiştir. Son dönemde küresel finansal koşullar bir miktar iyileşmekle birlikte, Fed'in para politikasında girdiği

sıkılaştırma döngüsünün hızı, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının yönü ve hacmi üzerinde belirleyici olacaktır.

Küresel finansal koşullardaki göreceli iyileşmeye karşın, döviz kuru piyasasındaki hareketliliğin kısmen devam etmesi ve para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının etkisiyle yurt içinde finansal koşullar 2017 yılının ilk çeyreğinde sınırlı miktarda sıkılaştırmıştır. Diğer taraftan, son dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrışarak geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi ederken, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi koşulları toparlanmaya devam etmektedir. Tüketici kredileri ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerde 2017 yılının ilk çeyreğinde kaydedilen canlanmanın toplam talep ve iktisadi faaliyete ne ölçüde yansıtacağı yakından takip edilmektedir.

Yakın dönemde iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin zayıfladığı gözlenmektedir. 2017 yılında büyüme görünümünün birçok olumsuz şokun bir arada yaşandığı 2016 yılına kıyasla daha olumlu olacağı tahmin edilmektedir. Turizm gelirlerinin göreceli olarak istikrara kavuşması, güven kanalının güçlenmesi, birikimli değer kaybının net ihracata olumlu etkisi ve Rusya ile ticari ilişkilerin normalleşme sürecine girmesi büyümeye olumlu katkı yapacaktır. Ayrıca, tüketim ve yatırım harcamalarını artırmaya yönelik alınan önlemler ve uygulanan teşvik paketleri, belirsizlik algısındaki zayıflama ve finansal koşulların sıkılığındaki iyileşme de büyümeyi destekleyecektir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetin yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanması beklenmektedir. 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.

Tüketici enflasyonu 2016 yılının Kasım ayından itibaren hızlı şekilde yükselerek Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki yukarı yönlü seyrinde Türk lirasındaki değer kaybı ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın etkisi belirgin şekilde hissedilmiştir. Türk lirasındaki hızlı değer kaybının etkileri başta enerji ve dayanıklı mallar olmak üzere endeks geneline yayılmıştır. Önceki Rapor'da öngörüldüğü üzere, işlenmemiş gıda, tütün ürünleri, giyim fiyatları ve geçici vergi indiriminden kaynaklanan baz etkileri nedeniyle 2017 yılında tüketici enflasyonu dalgalı bir seyir izleyecektir. Özellikle işlenmemiş gıdadan gelen baz etkisi ve döviz kurunun gecikmeli etkileriyle enflasyonun Nisan-Mayıs aylarında en yüksek seviyesine ulaşacağı, sonrasında ise enerji, alkol-tütün ürünleri ve gıda fiyatlarında 2016 yılındaki artışların yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak azalmasıyla birlikte tüketici enflasyonunun düşeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun enflasyondaki düşüş eğilimine destek vereceği değerlendirilmektedir.

Orta vadeli enflasyon tahminlerinde esas alınan görünümde toplam talep koşulları Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte, enflasyon üzerinde düşürücü yönde etkili olmaya devam etmektedir. Geçtiğimiz yıla dair milli gelir verilerinde yapılan yukarı yönlü revizyon ve kredilerdeki ivmelenme iktisadi faaliyetteki toparlanmanın tahmin edilenden daha güçlü olabileceğine işaret etmekle beraber, işsizlik oranlarındaki yüksek seyir, enflasyon üzerindeki talep kaynaklı risklerin dengeli olduğuna işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, uygulanmakta olan üretim ve istihdam teşvikleri ile kredi piyasasını canlandırıcı önlemlerin toplam talep koşulları üzerindeki etkisi yakından takip edilecektir.

Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. Gıda ürünleri ihracatındaki toparlanma ve döviz kuru yansımalarına bağlı olarak gıda enflasyonunun öngörülenden daha yüksek gerçekleşmesi olasılık dâhilindedir. Gıda enflasyonu varsayımları oluşturulurken, Gıda Komitesi'nin almakta olduğu tedbirlerin gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri büyük ölçüde dengeleyeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Yakın dönemde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. Bu nedenle, 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 fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

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

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

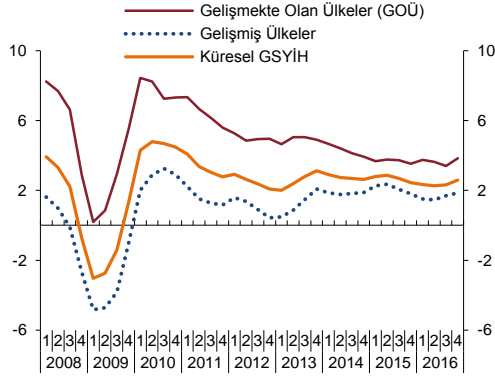
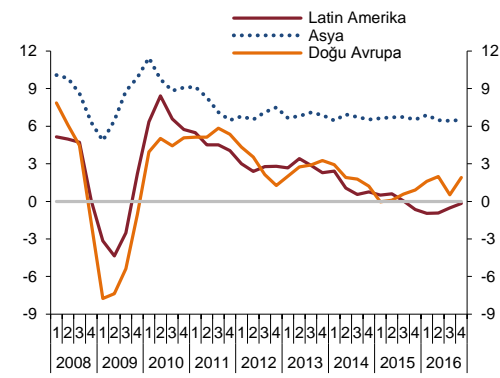
Küresel büyüme oranı, 2016 yılında yüzde 3'ün altında kalarak, küresel finansal krizden bu yana devam ettirdiği zayıf seyirini korumuştur. Bununla birlikte, tüketici ve reel kesim güven endekslerinde görülen iyimser seyir ve iktisadi faaliyetin, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, iyileşmeye başladığına dair göstergeler, küresel büyüme hızının, 2017 yılında ılımlı bir toparlanma sürecine gireceğine işaret etmektedir. İktisadi faaliyetin önümüzdeki dönemde daha olumlu bir seyir izleyeceğine dair güçlenen iyimser algıya karşın, ekonomi politikalarında artan belirsizlik nedeniyle, küresel büyüme için aşağı yönlü riskler halen mevcuttur. İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizlikler ve ABD'nin seçim sonrası ekonomi politikalarını nasıl şekillendireceğinin netlik kazanmamış olması küresel büyümenin önümüzdeki dönem seyirini etkileyecek belli başlı unsurlar olmaya devam etmektedir.

ABD seçimleri sonrası Fed'in daha sıkı bir para politikası izleyeceğine dair algının güçlenmiş olması neticesinde, gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli tahvil faizleri, 2016 yılının sonunda yükselmiş; 2017 yılı ilk çeyreğinde yatay bir seyir izlemiş; Mart ayındaki Fed toplantısı sonrasında düşüş göstermiştir. Bu çerçevede, ABD seçimlerinin hemen sonrasında gelişmekte olan ülkelere yüksek miktarda sermaye çıkışları gözlenmiş, ancak, Fed'in para politikasını sıkılaştırmaya devam ediyor olmasına karşın, önümüzdeki dönem para politikasına ilişkin belirsizliklerin azalmasıyla birlikte, yılın başından itibaren gelişmekte olan ülkelere tekrar portföy girişleri gözlenmeye başlanmıştır. Nitekim, 2017 yılının Mart ayında, beklentilerle uyumlu olarak yapılan Fed faiz artışı sonrasında gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri hızlanarak devam etmiştir.

2017 yılı için küresel büyümede öngörülen toparlanma sürecinde, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanması beklenen güçlü maliye politikalarının küresel talebi uyararak büyümenin itici güçlerinden birini oluşturacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, dış ticaret üzerindeki korumacılık eğilimlerinin artması, genişletici maliye politikalarının olumlu etkilerini kısıtlayarak küresel büyüme üzerinde bir risk oluşturabilecektir. Bu bağlamda, içinde bulunulan düşük büyüme durumundan çıkabilmesi için, makroekonomi politikalarının etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılması; yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile de desteklenmesi gerektiği düşünülmektedir.

### 2.1. Küresel Büyüme

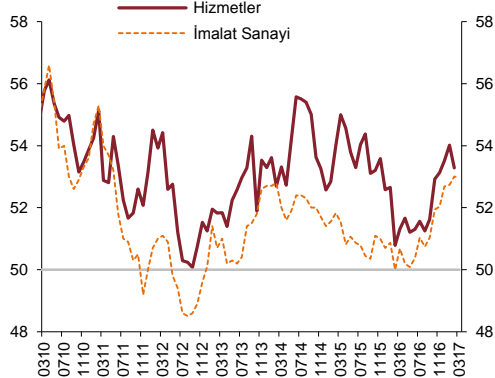
Küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu büyüme performansına bağlı olarak, 2016 yılının son çeyreğinde yıllık bazda artmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Bu dönemde, yıllık büyüme oranı, ABD ve Japonya'da yükselirken, Euro Bölgesi ile İngiltere'de bir önceki çeyreğe çok benzer bir görünüm sergilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Latin Amerika'da süregelen durgunluğun büyük ölçüde ivme kaybettiği; Doğu Avrupa ülkelerinde büyümenin yeniden hızlandığı ve Asya bölgesindeki büyüme görünümünün, önceki çeyreğe göre sınırlı da olsa olumluya döndüğü görülmektedir (Grafik 2.1.2).

**Grafik 2.1.1.**Küresel Büyüme Oranları\*  
(Yıllık Yüzde Değişim)\*Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg, TCMB.**Grafik 2.1.2.**Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları\*  
(Yıllık Yüzde Değişim)\* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Küresel iktisadi faaliyetlerdeki olumlu seyrin, 2017 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Nitekim, küresel imalat sanayii PMI verileri bu dönemde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.3). ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'ya ilişkin imalat sanayii PMI verileri, gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme performansının yılın ilk çeyreğinde artarak devam edeceğine işaret ederken, gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI verileri de benzer bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.4 ve Grafik 2.1.5).

**Grafik 2.1.3.**

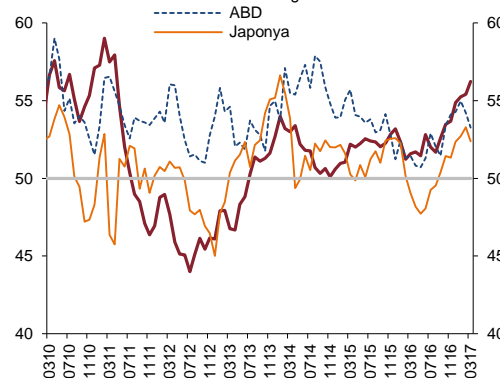
Küresel PMI Endeksi



Kaynak: Markit.

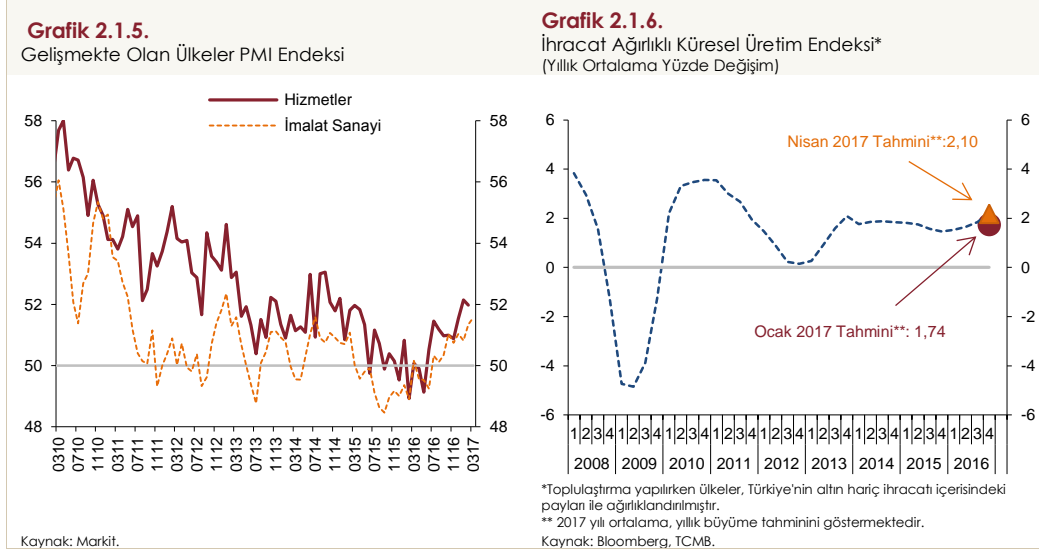
**Grafik 2.1.4.**

Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI Endeksi



Özetle, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde 2016 yılı son çeyrekte gözlenen iyileşmenin yılın ilk çeyreğinde devam etmesi ve küresel büyüme oranının önceki çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2017 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahmini, 2016 yıl sonunda yüzde 2,5 olarak gerçekleşen büyüme oranının 0,4 puan üzerine çıkmıştır. Küresel büyüme hızındaki bu yükselişin, 2018 yılında da devam edeceği tahmin edilmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, iyileşmesi beklenen küresel büyüme performansına paralel olarak, Nisan ayı tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2017 yılı büyüme oranı tahmini, hem bir önceki Enflasyon Raporu dönemi tahmininin üzerine

çıkış hem de 2016 yılına göre yükselmiştir (Grafik 2.1.6). Dolayısıyla, Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin dış talep görünümünün, 2016 yılına göre daha olumlu seyretmesi beklenmektedir.



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

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

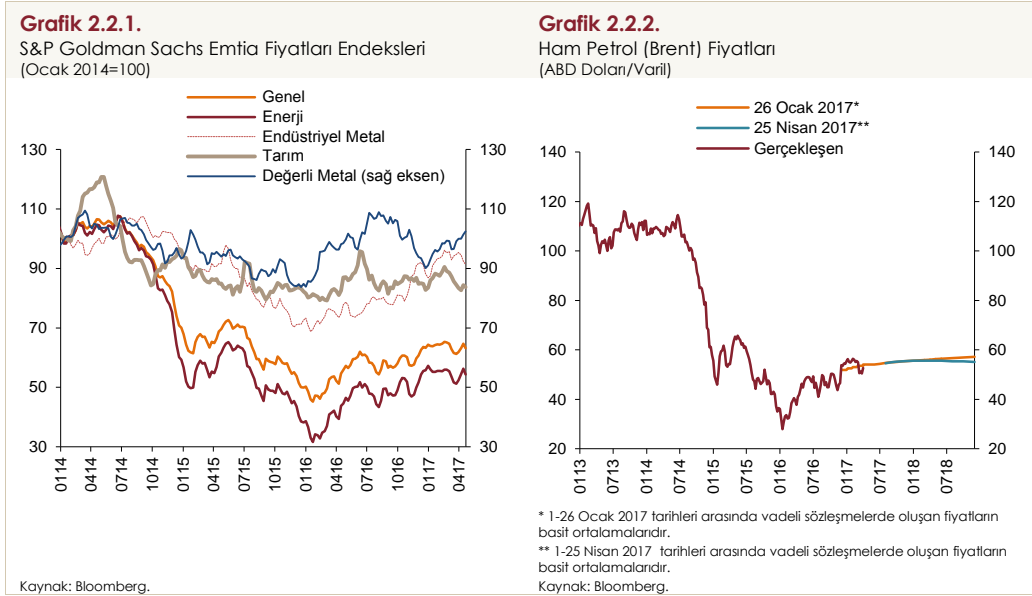
## 2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları genel endeksi, bir önceki yılın ilk çeyreğinde tarihi düşük seviyelerine geriledikten sonra artış eğilimine girmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde de yükselmeye devam eden emtia genel fiyat endeksi, bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 5,1 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde, endüstriyel metal, enerji ve tarım fiyat endeksleri, sırasıyla, ortalama yüzde 8,4, yüzde 4,9 ve yüzde 2 oranlarında yükselmiş; değerli metal fiyat endeksi yatay seyretmiştir (Grafik 2.2.1).

Küresel iktisadi faaliyetteki olumlu performans, Çin ekonomisinde gözlenen yeniden canlanma sinyalleri ve ABD ekonomisinde süregelen toparlanmaya paralel olarak inşaat sektörüne ilişkin talebin

güçleneceği beklentisi, endüstriyel metal fiyatlarındaki yükselişte belirleyici olmuştur. Enerji fiyat endeksindeki artış ise bir önceki çeyreğe kıyasla oldukça sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede, OPEC tarafından alınan arzı kısma kararının kısmi olarak uygulanabilmiş olması ve küresel talepte gözlenen canlanmaya karşın ABD kaya petrolü arzı ve stoklarındaki yükselişin etkili olduğu düşünülmektedir. 2017 yılının ilk çeyreğinde, hava koşullarının tahminlerden daha olumlu seyretmesi nedeniyle küresel tarım üretiminin beklenenden daha az sekteye uğradığı ve dolayısıyla tarımsal ürünlerdeki fiyat artışlarının da kısıtlı kaldığı görülmektedir.

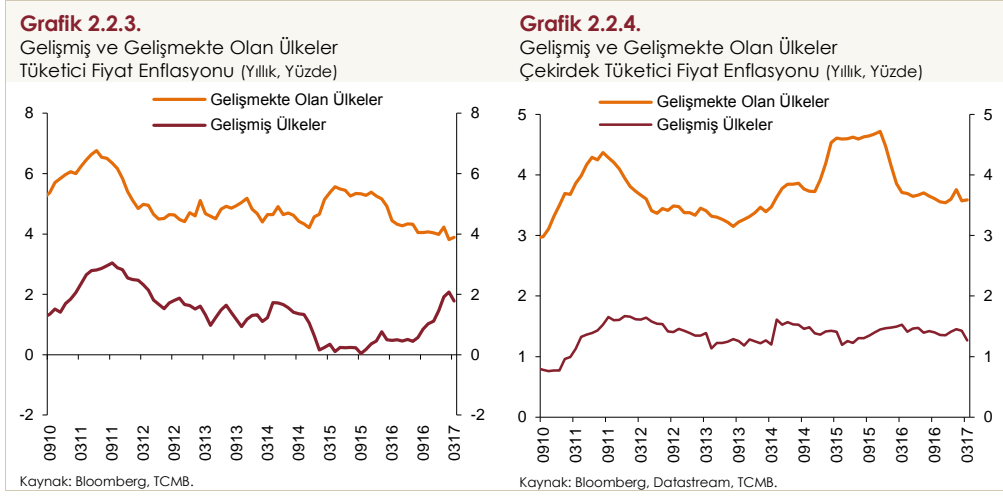
2017 yılı başında bir miktar yükselen altın fiyatları, ABD ekonomisinde gözlenen canlanma, Fed'in Mart ayı toplantısında faiz artışına gitmesi ve ABD dolarının değer kazanmasına bağlı olarak, Mart ayı başından itibaren gerilemiştir. Dolayısıyla, değerli metal endeksindeki artış sınırlı kalarak, 2017 yılının ilk çeyreğinde bir önceki döneme göre ortalama yüzde 0,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.1).



Önceki Enflasyon Raporu döneminde, ortalama 57,4 ABD dolarından işlem gören Aralık 2017 vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmesi, 25 Nisan itibarıyla ortalama 51,2 ABD dolarından işlem görmüştür. Aralık 2017 ve Aralık 2018 vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerinde ima edilen fiyatlardaki birbirine yakın ve yatay seyir, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2.2.2).

Yukarıda bahsi geçen gelişmeler çerçevesinde, geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde artarken gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.3). Söz konusu dönemde, çekirdek enflasyon oranları, gelişmiş ülke grubunda düşerken gelişmekte olan ülke grubunda sınırlı bir artış kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, bir önceki Rapor dönemine göre gelişmiş ülkeler grubunda yukarı yönlü güncellemeler gözlenirken, gelişmekte olan ülkeler grubunda ise aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır. 2018 yılsonuna ilişkin tahminler ise bir önceki Enflasyon Raporu döneminden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Tablo 2.2.1).





Gelişmiş ülkelerde tüketici enflasyonunun artması, petrol fiyatlarının geçtiğimiz yılın Ocak ayında en düşük seviyeleri görmesine bağlı olarak meydana gelen baz etkisinden kaynaklanmıştır. ABD doları, geçtiğimiz yılın Kasım ayındaki ABD seçimleri sonrasında uygulanması planlanan genişlemeci mali politikalara ilişkin beklentilere paralel olarak önce değer kazanmış, daha sonra bir miktar gerilemiştir. ABD dolarındaki değerlenmenin sınırlı kalması ABD enflasyonundaki düşüşü de kısıtlamıştır. Buna ek olarak, yakın dönemde enerji fiyatları kaynaklı olarak artan Euro Bölgesi enflasyon oranının istikrar kazanması ve yüzde 2'nin altında gerçekleşmesi; Japonya'da ise enflasyonun orta vadede hedefin altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Öte yandan, Brexit referandumunu sonrası İngiltere - AB ilişkilerine dair belirsizlikler nedeniyle zayıf ve oynak seyreden İngiliz sterlini İngiltere'de enflasyonist baskı yaratmaktadır. Bunun sonucu olarak, 2018 yılında İngiltere'de enflasyonun, hedef olan yüzde 2'nin üzerinde kalacağı, takip eden dönemde ise hedefe yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarındaki olası yükselişler ve Fed'in para politikası kararlarına ilişkin beklentilere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları olarak değerlendirilmektedir.

**Tablo 2.2.1.**  
2017 ve 2018 Yılı Sonu Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

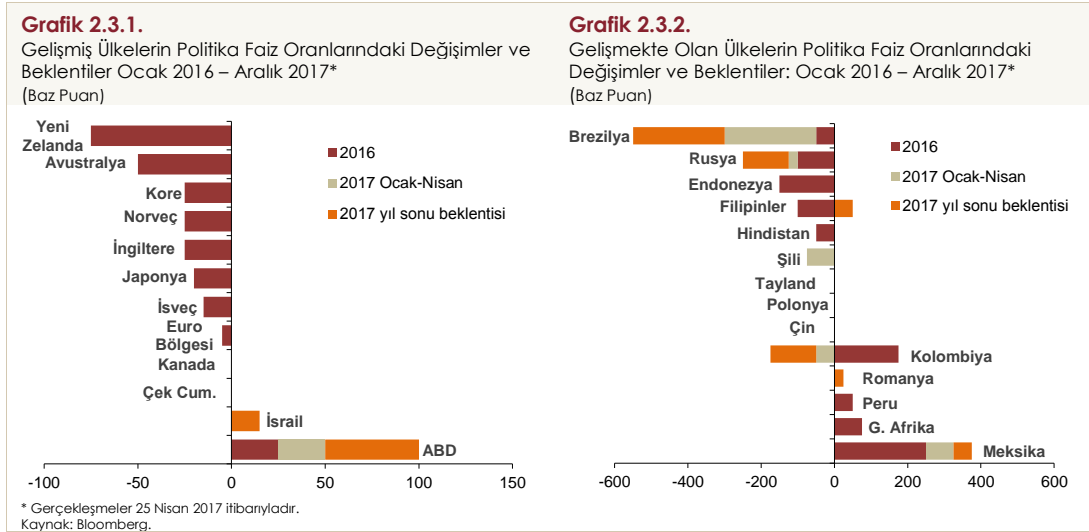
	Ocak		Nisan	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	3,0	2,8	3,1	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,4	2,3	2,5	2,3
Euro Bölgesi	1,4	1,4	1,6	1,4
Almanya	1,7	1,7	1,8	1,7
Fransa	1,2	1,4	1,3	1,4
İtalya	0,9	1,1	1,3	1,3
İspanya	1,6	1,4	2,2	1,5
Yunanistan	0,7	1,1	1,0	1,0
İngiltere	2,5	2,6	2,6	2,7
Japonya	0,6	0,9	0,7	1,0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

\* Yıllık yüzde değişim.  
Kaynak: Consensus Forecasts.

### 2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, 2017 yılı Mart ayı toplantısında, yılın ilk faiz artışını gerçekleştirmiş ve politika normalleşmesini sürdürmüştür. ABD ekonomisine ilişkin toparlanma sinyalleri güçlü şekilde devam ederken, Fed'in bu karar almasında genel fiyat seviyesindeki artış hızına ek olarak çekirdek enflasyon göstergelerindeki yükseliş de etkili olmuştur. Aralık ayında açıklanan FOMC üyeleri beklentilerinin medyan değeri 2017 yılı için üç faiz artışı öngörmekteydi. Söz konusu faiz artışı beklentilerinden bir tanesinin yılın ilk çeyreğinde gerçekleşmesi, yılın geri kalanında iki faiz artışı daha olacağına ilişkin piyasa beklentilerini güçlendirmiştir. Bununla birlikte, Fed dışındaki gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranlarının oldukça durağan olduğu gözlenmekte, beklentiler de söz konusu durağanlığın en azından yıl sonuna kadar korunacağına işaret etmektedir (Grafik 2.3.1).

Gelişmekte olan ülkelerde emtia ihracatçısı ülkelerin, makroekonomik görünüm ve para politikası açısından diğer ülkelerden farklılaştığı dikkat çekmektedir. Brezilya, Rusya ve Kolombiya merkez bankaları 2017 yılının Ocak - Nisan döneminde, iyileşen enflasyon görünümüne bağlı olarak politika faizlerinde indirmeye gitmiştir. Söz konusu merkez bankalarının, yılın kalan bölümünde de faiz indirmeleri beklenmektedir. Diğer taraftan, Meksika, Fed'in faiz artış sürecinden en çok etkilenen ülke olma özelliğini korumuş; Meksika Merkez Bankası yıl başından bu yana politika faizini 75 baz puan artırmıştır. Yılın kalan bölümünde, Banka'nın, 50 baz puan daha faiz artışı yapması beklenmektedir (Grafik 2.3.2).

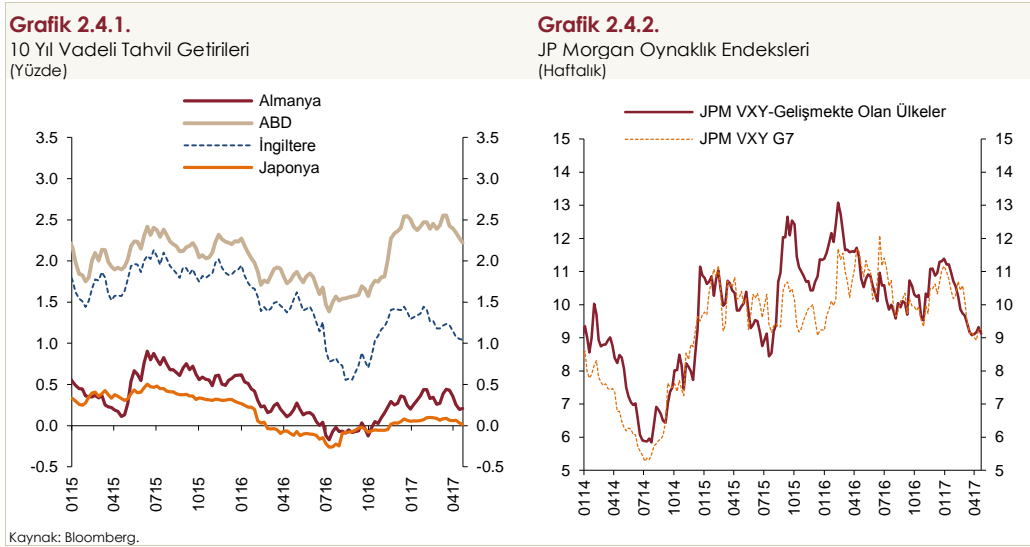


Para politikasının seyri açısından son döneme ilişkin en önemli gelişme, özellikle gelişmiş ülkelerde enflasyon oranında görülen hızlanma eğilimidir. Bir önceki Rapor döneminde de dikkat çekildiği üzere gerçekleşen ve beklenen enflasyonun 2016 yılına kıyasla arttığı dikkat çekmektedir. Bu artış, önemli ölçüde emtia fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanıyor olmakla birlikte, küresel tüketim talebi de belirgin olarak toparlanmaktadır. Çekirdek göstergelerin ABD dışında yatay seyrediyor olması, enflasyon eğiliminde kalıcı bir yükselişten bahsetmek için henüz erken olduğuna işaret etmektedir. Öte yandan, 2017 yılında, enflasyon oranlarının genel olarak hedefler civarında veya hedeflerin bir miktar altında gerçekleşmesi olasılığı yükselmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkeler para politikasının önümüzdeki yıllarda görece olarak sıkılaşması beklenmekle beraber, bu sıkılaşmanın özellikle ABD dışındaki ülkelerde temkinli ve yavaş bir eğilim izleyeceği değerlendirilmektedir.

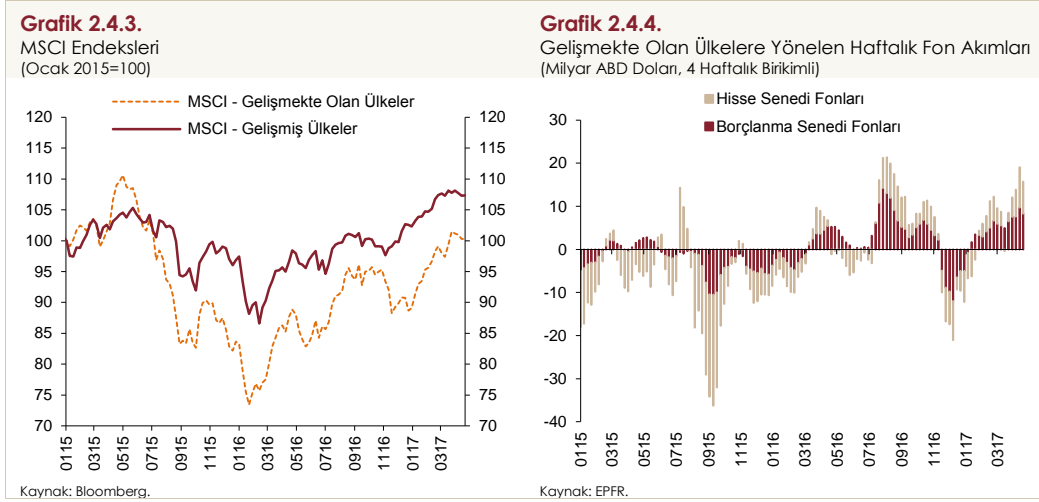
Para politikasında öngörülen söz konusu seyir açısından üç temel unsurdan bahsetmek mümkündür: İlk olarak, ABD'nin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlik halen büyük ölçüde devam etmektedir. Bu bağlamda, maliye ve dış ticaret politikalarının önümüzdeki dönemde nasıl şekilleneceğine ilişkin belirsizlik, her iki yönde de risk unsuru oluşturmaktadır. İkinci önemli unsur, Mart ayında başlayan Brexit sürecidir. Avrupa Birliği'nin kendi içerisindeki politik belirsizliklere ek olarak Brexit görüşmelerinin izleyeceği seyir, yatırım kararları ve kur değişimleri aracılığıyla, gerek Euro Bölgesi gerekse İngiltere ekonomilerinin performansını ve para politikalarını etkileyebilecektir. Son olarak, tahvil alım programları sırasında tarihsel düzeylerin oldukça ötesinde genişleyen Fed bilançosunun küçültülme süreci ABD'de ve dolayısıyla küresel ekonomide parasal sıkılaştırmanın derecesini ve hızını etkileyebilecek önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

#### 2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

2017 yılının ilk çeyreğinde, Fed faiz politikası küresel finansal piyasalar üzerinde etkili olmaya devam etmiştir. Geçtiğimiz yılın son çeyreğinde Fed'in 2017 yılına ilişkin daha sıkı bir para politikası uygulayacağı beklentisiyle uzun vadeli faizlerde hızlı bir yükseliş gözlenirken, 2017 yılının ilk çeyreğinde, seçim sonrası gözlenen ilk etkilerin normalleşmesiyle birlikte uzun vadeli faizlerdeki artış eğilimi önce yataylaşmış, Mart ayı toplantısı sonrasında da bir miktar aşağı dönmüştür (Grafik 2.4.1).



2017 yılı başından itibaren ABD seçimlerinin etkilerinin normalleşmesi ve küresel iktisadi faaliyetin toparlanacağına dair iyimser algının güçleniyor olması, yılın ilk çeyreğinde finansal piyasalardaki oynaklığı azaltıcı yönde etki yapmıştır (Grafik 2.4.2). Küresel finansal piyasalarda yakalanan iyimser havanın etkisiyle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke borsa endekslerinde yükselişler gözlenmiştir (Grafik 2.4.3).



Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının önemli belirleyicilerinden biri Fed'in sıkılaştırma politikasının seyridir. ABD seçimleri sonrasında Fed'in para politikasındaki sıkılaştırmanın daha hızlı olabileceğine ilişkin algının güçlenmesi neticesinde, 2016 yılı Kasım ve Aralık aylarında, gelişmekte olan ülkelere yüksek miktarda portföy çıkışları gerçekleşmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde ise, Fed'in daha ılımlı bir sıkılaştırma politikası uygulayacağına ilişkin beklentilerin güçlenmesine ve gelişmekte olan ülkelerin olumlu büyüme görünümüne bağlı olarak, bahsi geçen ülkelerin gerek borçlanma gerekse hisse senedi piyasalarında yeniden portföy girişleri gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen portföy girişlerinin bölgesel dağılımı incelendiğinde, başta Latin Amerika olmak üzere, tüm bölgelere portföy girişi olduğu görülmektedir (Tablo 2.4.1). Borçlanma senedi piyasalarına girişler büyük ölçüde Latin Amerika ve Avrupa kaynaklı gerçekleşirken; hisse senedi piyasalarına girişler ise Asya kaynaklıdır.

**Tablo 2.4.1.**  
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu  
(Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

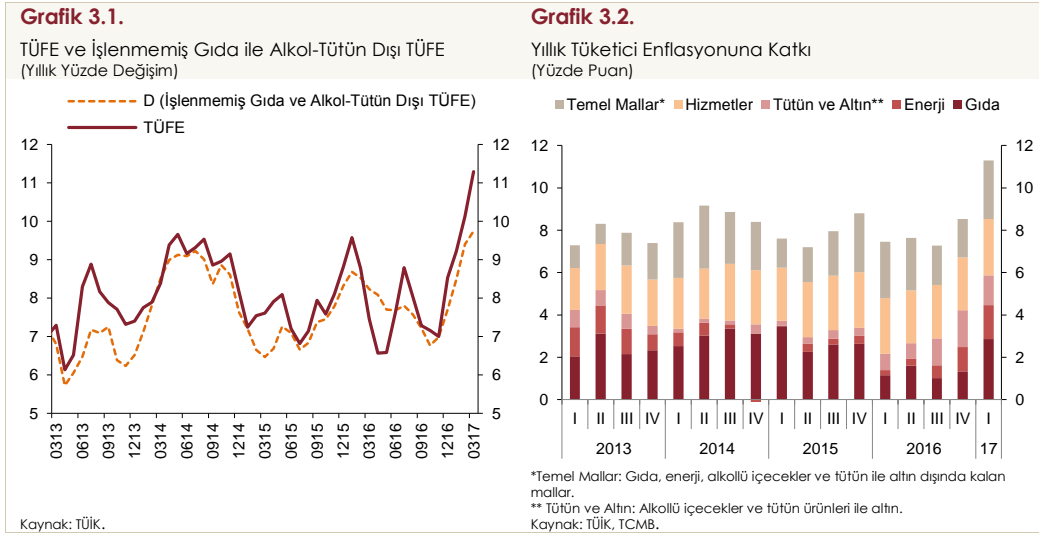
		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8.6	1.9	-10.5	-8.1	2.2	-2.4	-0.2
	Ç2	-8.0	1.4	-9.4	-6.9	0.4	-2.0	0.4
	Ç3	-45.3	-16.5	-28.8	-23.8	-6.5	-10.8	-4.1
	Ç4	-22.3	-12.7	-9.6	-11.1	-3.0	-6.4	-1.9
2016	Ç1	-4.5	-1.2	-1.6	-2.5	-1.4	-0.3	-0.3
	Ç2	-1.4	7.3	-8.7	-4.5	0.7	1.9	0.6
	Ç3	42.4	26.1	16.3	17.9	7.5	12.4	4.7
	Ç4	-17.4	-9.3	-8.1	-12.6	-0.8	-2.7	-1.3
2017	Ç1	32.7	19.9	12.8	8.2	7.7	12.4	4.3

Kaynak: EPFR.

### 3. Enflasyon Gelişmeleri

2017 yılının ilk çeyreğinde, tüketici enflasyonu 2016 yıl sonuna kıyasla 2,76 puan artarak yüzde 11,29 olmuştur (Grafik 3.1). Bu gelişmede Türk lirasındaki değer kaybı ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın etkisi görülmüştür. Aynı dönemde, D endeksinin<sup>1</sup> yıllık enflasyonu 2,05 puan yükselerek yüzde 9,75'e ulaşmıştır. Tüketici enflasyonundaki yükselişin D endeksine kıyasla daha yüksek olması, büyük ölçüde işlenmemiş gıda grubundan gelen baz etkisinden kaynaklanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde, Türk lirasındaki değer kaybının etkilerinin endeks geneline yayıldığı gözlenmiştir.<sup>2</sup> Gıda fiyatları, Aralık ayından itibaren, olumsuz hava koşulları, Türk lirasındaki değer kaybı ve meyve-sebze ihracatındaki toparlanmayla önemli bir artış göstermiştir. Olumsuz arz koşulları özellikle taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde belirleyici olurken, döviz kuru ve ithalat fiyat etkileri daha çok diğer gıda ürünlerinde hissedilmiştir. Enerji fiyatları, döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki artışa ek olarak yönetilen su fiyatlarındaki belirgin yükselişle birlikte, ilk çeyrekte yüksek bir oranda artmıştır. Temel mal grubu enflasyonu ise belirli ürünlerdeki vergi indirimlerine karşın, grup geneline yayılan kur etkileriyle belirgin olarak yükselmiştir. Hizmet enflasyonu, bu dönemde, akaryakıt fiyatlarındaki artışın gecikmeli yansımalarının görüldüğü ulaştırma hizmetlerinin yanısıra döviz kuruna duyarlı hizmetler olan sağlık, bakım-onarım vb. hizmetler kanalıyla artış göstermiştir. Bu görünüm altında, çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. Alt grupların yıllık enflasyona katkısı incelendiğinde, ilk çeyrekte gıda, temel mal, enerji ve hizmet gruplarının katkısı, sırasıyla, 1,5, 0,9, 0,5 ve 0,2 puan yükselirken; alkol, tütün ve altının katkısı 0,3 puan azalmıştır (Grafik 3.2). Dolayısıyla, bu dönemde, hem çekirdek göstergelerde hem de tüketici enflasyonunda genele yayılan bir artış kaydedilmiştir.



Özetle, yılın ilk çeyreği, Türk lirasındaki değer kaybı ve emtia fiyatlarındaki artışların gecikmeli etkisiyle üretici fiyatları kaynaklı baskıların önemli ölçüde belirginleştiği, çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğilimlerinin yükseldiği ve talep koşullarındaki görece iyileşmenin yanında beklentilerdeki yükselişle birlikte fiyat artırma eğiliminin güçlendiği bir dönem olmuştur. Enflasyon

<sup>1</sup> İşlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı TÜFE.

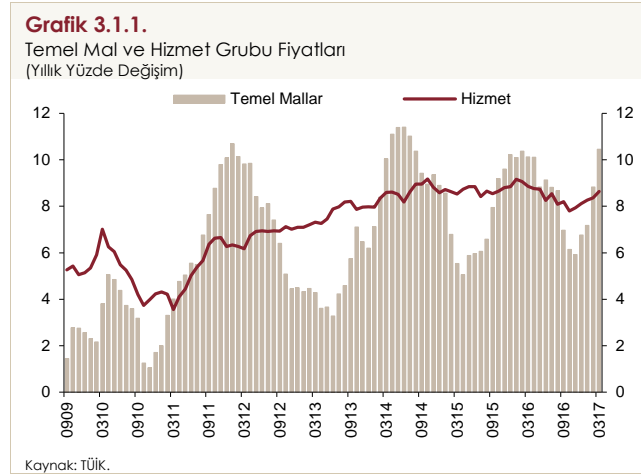
<sup>2</sup> Döviz kuru gelişmeleri, enflasyon dinamikleri üzerinde en belirleyici unsurlardan biridir. Döviz kuru ve enflasyonun diğer temel belirleyicilerine ilişkin tarihsel bir analiz Kutu 3.1'de yer almaktadır.

görünümündeki bozulma, önümüzdeki döneme ilişkin ek riskler barındırmaktadır. Ayrıca, uluslararası belirsizliklere bağlı olarak döviz kurlarında gözlenen oynaklık enflasyon üzerinde diğer risk unsurudur. Son olarak, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın hızına bağlı olarak, enflasyon üzerinde talep kaynaklı aşağı yönlü risklerin de bulunduğu not edilmelidir.

### 3.1. Temel Enflasyon Görünümü

Temel mal grubu yıllık enflasyonu, yılın ilk çeyreğinde 3,69 puan artarak yüzde 10,46 olmuştur (Tablo 3.1.1 ve Grafik 3.1.1). Bu doğrultuda, tüketici enflasyonundaki yükselişe gıdadan sonra en belirgin katkı temel mal grubundan gelmiştir. Bu dönemde, Türk lirasında gözlenen değer kaybının yansımalarıyla alt gruplar geneline yayılan yüksek oranlı fiyat artışları izlenmiştir.

2016 yılının ikinci yarısında yurt içi talepteki yavaşlamanın da etkisiyle önemli oranda gerileyen giyim enflasyonu, birinci çeyrekte 4,63 puanlık artışla yüzde 8,54'e yükselmiştir.<sup>3</sup> Türk lirasındaki zayıf seyre bağlı olarak son beş aylık dönemde tekstil ürünleri imalat sanayi fiyatlarında gerçekleşen yaklaşık yüzde 16 oranındaki artış, giyim grubuna yönelik maliyet yönlü baskıların güçlü seyrettiğine işaret etmiştir. Bu dönemde, geçici vergi indirimlerine karşın dayanıklı mal grubu enflasyonu da önemli ölçüde yükselmiştir. Giyim ve dayanıklı dışı temel mallar (diğer temel mallar) grubunda ise fiyatlar, gerek kur etkileri gerekse bazı ürünlerdeki gümrük vergisi artışları neticesinde, yüksek artış göstermiştir (Tablo 3.1.1).



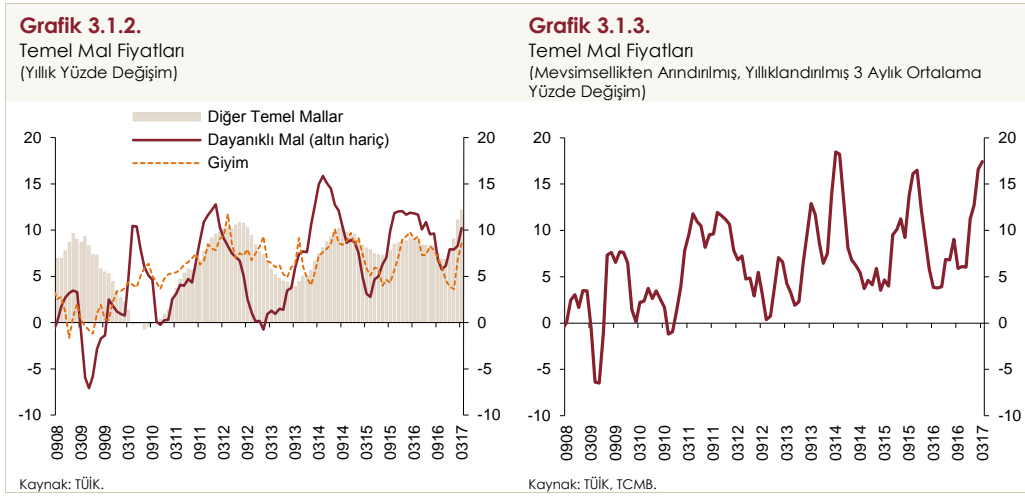
Dayanıklı tüketim malları fiyatları, ilk çeyrekte, tarihsel ortalamalarına kıyasla yüksek bir oranda artmış ve bu grupta yıllık enflasyon 2,27 puan yükselerek yüzde 10,21 olmuştur (Grafik 3.1.2). Bu grupta fiyatlar, çeyreklik bazda otomobil (yüzde 10,99) ile diğer elektrikli ve elektriksiz aletler (yüzde 5,66) grupları öncülüğünde yükselmiştir. Otomobil fiyatları, gerek döviz kuru gerekse Kasım ayı sonunda yapılan ÖTV artışının etkisi ile son beş aylık dönemde yüzde 14,57 oranında artarak öne çıkmıştır. 2016 model yıllı stokların erimesi ve 2017 model yıllı otomobillerin satışı ile bu kalemdaki fiyat artışlarının yavaşlamakla birlikte devam etme riski bulunmaktadır. Bunun yanında, Türk lirasındaki keskin değer kaybına bağlı olarak, geçici vergi indirimlerinin mobilya ve beyaz eşya fiyatlarına yansımalarının görece sınırlı kaldığı izlenmiştir.<sup>4</sup> Nitekim ilk çeyrekte mobilya fiyatları yüzde 2,54 oranında gerilerken, beyaz eşya

<sup>3</sup> Giyim ve ayakkabı ürünlerinin endekse dahil edilmesinde 2017 yılından itibaren sabit ağırlık kullanımına geçilmiştir. Bu değişimin yıl içinde giyim enflasyonunda neden olacağı dalgalanmalara ilişkin bir değerlendirme Kutu 3.2'de yer almaktadır.

<sup>4</sup> 3 Şubat 2017 tarihli 2017/9759 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile 30 Nisan 2017 tarihine kadar geçici olarak mobilya sektöründe KDV oranı yüzde 18'den yüzde 8'e düşürülürken beyaz eşya ve bazı ev aletleri için ÖTV oranı yüzde 6,7'den sıfıra indirilmiş, daha sonra bu uygulama Eylül ayı sonuna kadar uzatılmıştır.

fiyatları yüzde 0,38 oranında artmıştır. Diğer taraftan, ilk çeyrek itibarıyla bu iki grupta yıllık enflasyon sıfıra yakın seyretmiştir.

Ayrıca, yılın ilk çeyreğinde diğer temel mallar grubunda da fiyatlar kur geçişkenliği ile kayda değer bir artış göstermiştir. Söz konusu gelişimde konutun bakım ve onarımına yönelik malzemeler, ulaştırma araçlarının yedek parçaları, ilaç ve ev ile ilgili malzemelerdeki fiyat artışları öne çıkmıştır. Bunun yanında, Ocak ayı başında bazı kişisel bakım ürünlerine ek gümrük vergisi getirilmesi de grup fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Böylelikle diğer temel mallar grubunda yıllık enflasyon yüzde 12,19 ile endeks tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.2).



Özetle, mobilya ve beyaz eşyadaki geçici vergi indirimleri tarafından kısmen sınırlansa da, Türk lirasındaki birikimli değer kaybına bağlı olarak temel mal grubu ana eğiliminde yılın ilk çeyreğinde sert bir yükseliş gözlenmiştir (Grafik 3.1.3).

**Tablo 3.1.1.**

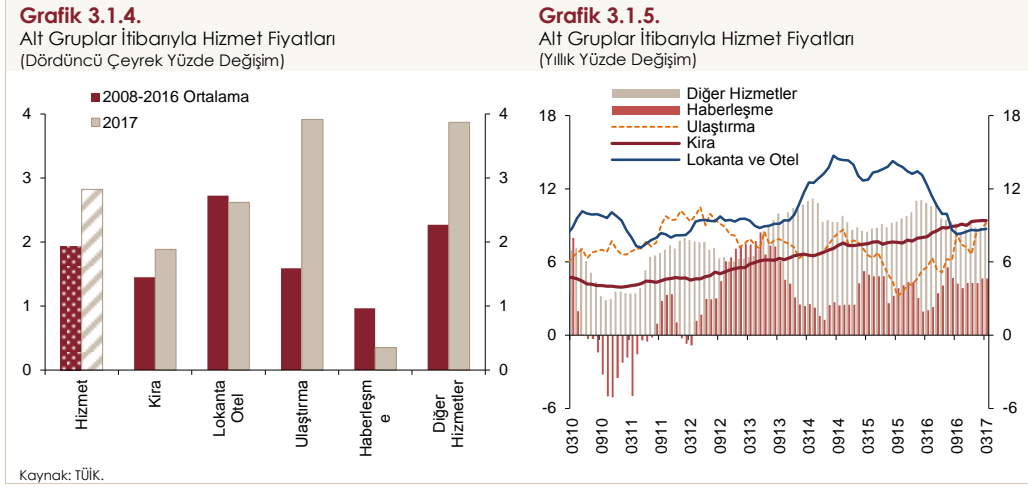
Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2016					2017	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	Yıllık
<b>TÜFE</b>	<b>1,75</b>	<b>1,84</b>	<b>1,05</b>	<b>3,64</b>	<b>8,53</b>	<b>4,34</b>	<b>11,29</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>1,50</b>	<b>1,85</b>	<b>0,32</b>	<b>4,83</b>	<b>8,72</b>	<b>5,01</b>	<b>12,47</b>
<b>Enerji</b>	<b>0,85</b>	<b>1,94</b>	<b>1,46</b>	<b>4,18</b>	<b>8,67</b>	<b>4,11</b>	<b>12,19</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>2,65</b>	<b>-1,97</b>	<b>0,46</b>	<b>4,51</b>	<b>5,65</b>	<b>9,34</b>	<b>12,53</b>
İşlenmemiş Gıda	2,49	-5,29	-0,48	8,19	4,52	15,98	18,28
İşlenmiş Gıda	2,80	1,00	1,25	1,46	6,67	3,39	7,28
<b>Temel Mallar</b>	<b>-1,18</b>	<b>5,63</b>	<b>-2,54</b>	<b>4,95</b>	<b>6,77</b>	<b>2,23</b>	<b>10,46</b>
Giyim ve Ayakkabı	-12,42	20,44	-12,06	12,02	3,92	-8,52	8,54
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	3,70	0,57	0,74	2,73	7,93	5,89	10,21
Mobilya	5,72	1,03	0,98	0,38	8,27	-2,54	-0,19
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	1,38	-1,04	-0,46	1,87	1,73	3,88	4,24
Otomobil	4,95	1,28	1,45	4,71	12,91	10,99	19,40
Diğer Dayanıklı Mallar	0,87	2,40	1,11	2,02	6,55	5,78	11,74
Diğer Temel Mallar	2,06	1,48	1,44	2,49	7,68	6,34	12,19
<b>Alkol-Tütün ve Altın</b>	<b>11,13</b>	<b>0,35</b>	<b>10,20</b>	<b>6,80</b>	<b>31,25</b>	<b>4,05</b>	<b>22,89</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>2,32</b>	<b>1,83</b>	<b>2,71</b>	<b>1,03</b>	<b>8,11</b>	<b>2,83</b>	<b>8,64</b>
Kira	1,80	2,48	2,49	2,23	9,30	1,89	9,40
Lokanta ve Oteller	2,53	1,46	2,73	1,64	8,62	2,62	8,71
Ulaştırma	1,47	1,61	4,48	-1,01	6,63	3,91	9,20
Haberleşme	0,00	1,87	1,69	0,67	4,29	0,35	4,66
Diğer Hizmetler	3,65	1,84	2,47	0,91	9,15	3,87	9,38

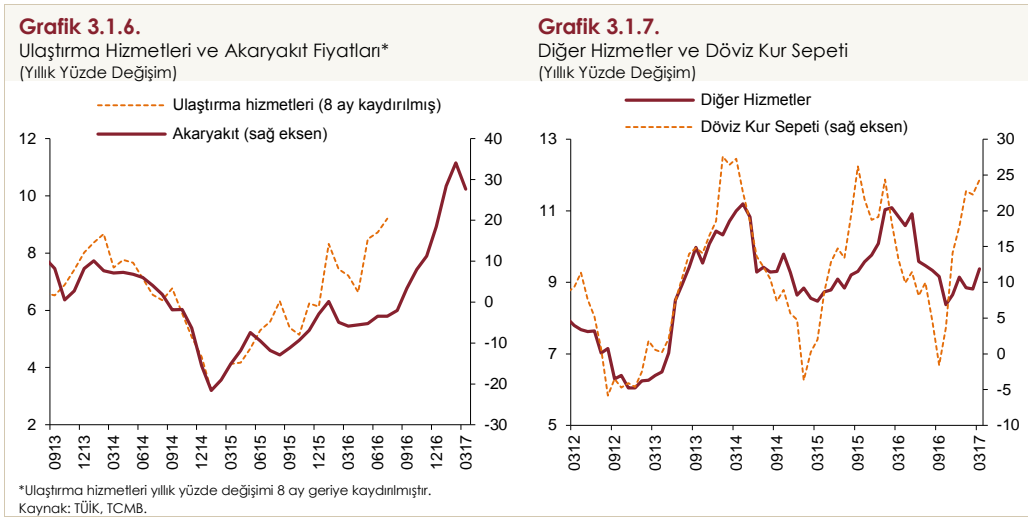
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 2,83 ile geçmiş dönem ortalamasının üzerinde artmış, grup yıllık enflasyonu yüzde 8,64'e yükselmiştir (Grafik 3.1.1 ve Grafik 3.1.4). Geçmiş dönem

ortalamalarıyla kıyaslandığında ulaştırma, diğer hizmetler ve kira gruplarındaki yüksek artışlar öne çıkmıştır. Yıllık enflasyon haberleşme dışındaki alt gruplarda yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 3.1.5).



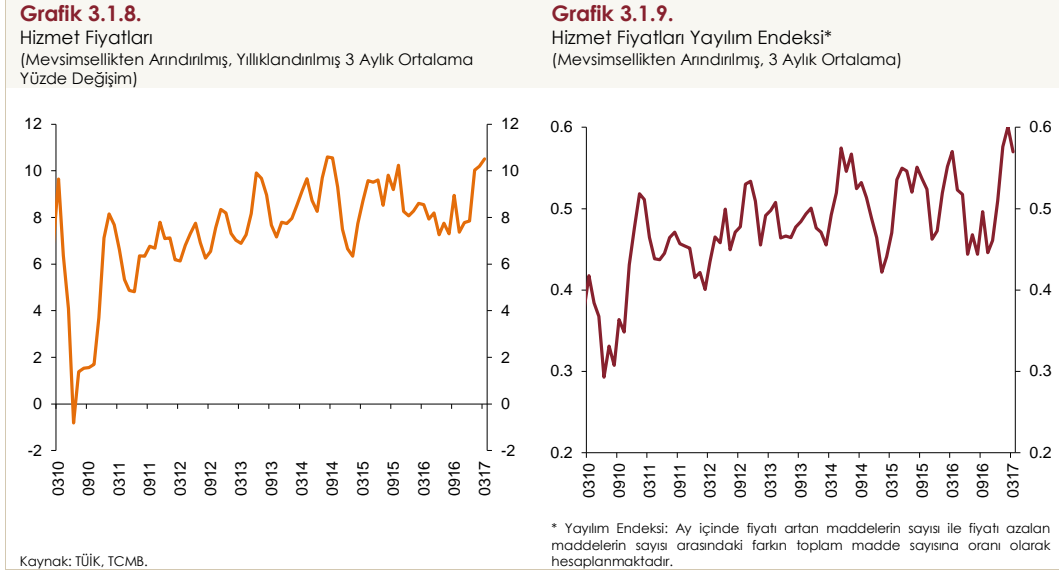
Lokanta ve otel grubu fiyatları yemek ve konaklama hizmetleri olmak üzere iki alt başlık altında incelendiğinde, gıda fiyatlarındaki olumsuz görünüme paralel olarak yemek hizmetleri yıllık enflasyonunun bu dönemde yüzde 9,75'e yükseldiği gözlenmiştir. Konaklama hizmetlerinde ise yıllık enflasyon turizm sektöründeki zayıf talep koşullarına bağlı olarak yüzde 0,60 ile düşük seyretmiştir. Bu dönemde, ulaştırma hizmetleri enflasyonu akaryakıt fiyatlarındaki artışın gecikmeli yansımalarıyla belirgin bir yükseliş göstermiştir (Grafik 3.1.6). Diğer hizmetler grubunda ise enflasyon, yüzde 9,38'e ulaşarak yüksek seviyesini korumuştur. Bu grupta, kur gelişmelerine bağlı olarak paket tur, bakım-onarım ve sağlık hizmetleri fiyatlarındaki yükseliş öne çıkarken genel enflasyondaki artışla eğitim hizmetleri enflasyonu da yükselmiştir (Grafik 3.1.7). Öte yandan, hizmet enflasyonunun yüksek seyrinde öne çıkan bir diğer unsur olan kira enflasyonu, bölgesel bazda ayırmaya devam etmiş; uzun zamandır artış eğiliminde olan İstanbul'a ilişkin kira yıllık enflasyonu, ilk çeyrekte yatay bir görünüm sergilemiştir.



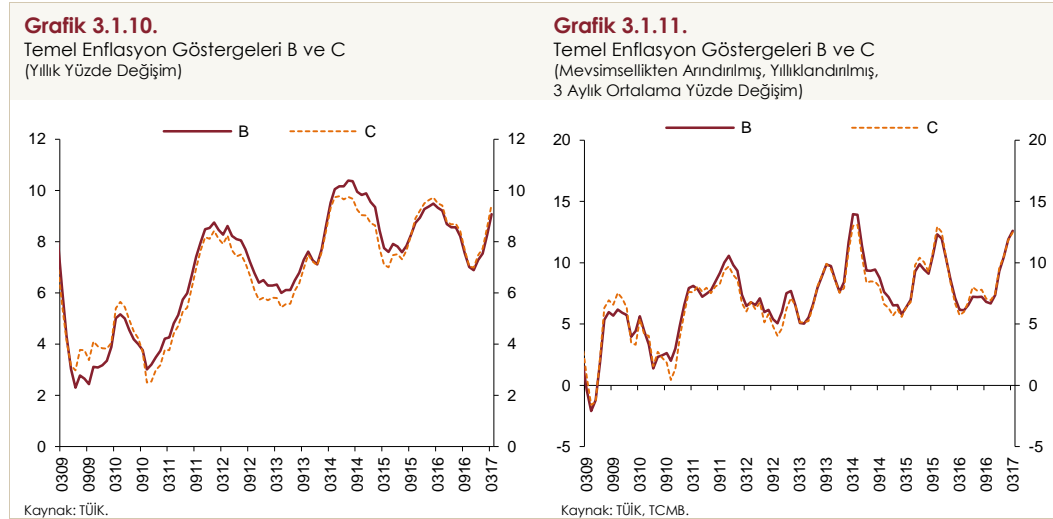
Bu gelişmeler doğrultusunda, hizmet enflasyonunun ana eğilimine ilişkin göstergelerde yılın ilk çeyreğinde artış gözlenmiştir. Hem mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama verilerle takip edilen



enflasyon eğiliminde hem de yayılım endeksinin ima ettiği fiyat artırma eğiliminde yükseliş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.8 ve Grafik 3.1.9). Bu dönemde, Türk lirasındaki birikimli değer kaybı, döviz kuruna duyarlı hizmet kalemlerinde enflasyonu olumsuz etkilerken; genel enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki seyrin de etkisiyle, hizmet yıllık enflasyonu yüksek seviyesini korumuştur.



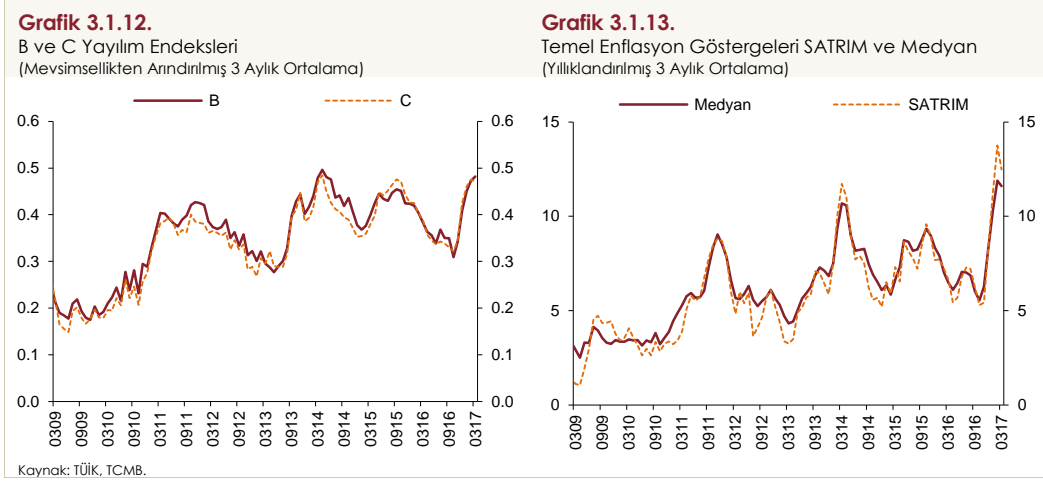
Temel enflasyon göstergelerinden B ve C'nin yıllık enflasyonları, döviz kuru gelişmelerinin temel mal ve hizmet enflasyonuna olan yansımalarıyla bir önceki çeyreğe kıyasla önemli bir oranda yükselerek, sırasıyla, yüzde 9,07 ve 9,46 olmuştur (Grafik 3.1.10).<sup>5</sup> Çekirdek göstergelerin ana eğiliminde 2016 yılı Aralık ayında başlayan yükseliş eğilimi ise yılın ilk çeyreğinde güçlenerek devam etmiştir (Grafik 3.1.11).



Bu dönemde, çekirdek göstergelere ilişkin yayılım endekslerine göre fiyat artırma eğilimi, bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir oranda yükselmiştir (Grafik 3.1.12). Benzer bir hareket, TCMB

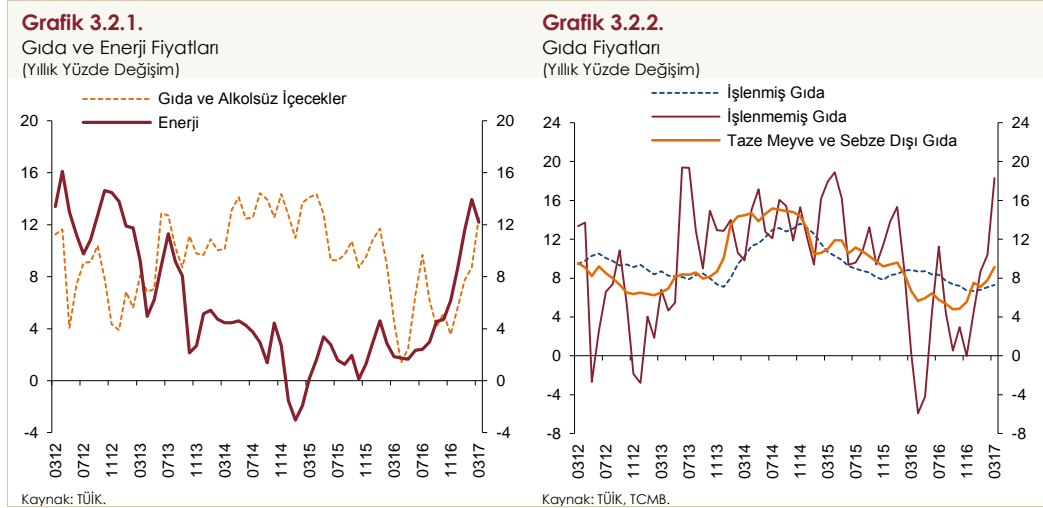
<sup>5</sup> TÜİK tarafından yayımlanmaya başlayan özel kapsamlı göstergelerden B ve C endeksleri, 2017 yılı öncesinde yayımlanan H ve I endekslerinin devamıdır.

bünyesinde takip edilen SATRIM ve Medyan gibi alternatif temel enflasyon göstergelerinde de gözlenmiştir (Grafik 3.1.13). Eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler bir arada incelendiğinde, enflasyonun ana eğilimindeki yukarı yönlü seyrin bu çeyrekte devam ettiği izlenmiştir.



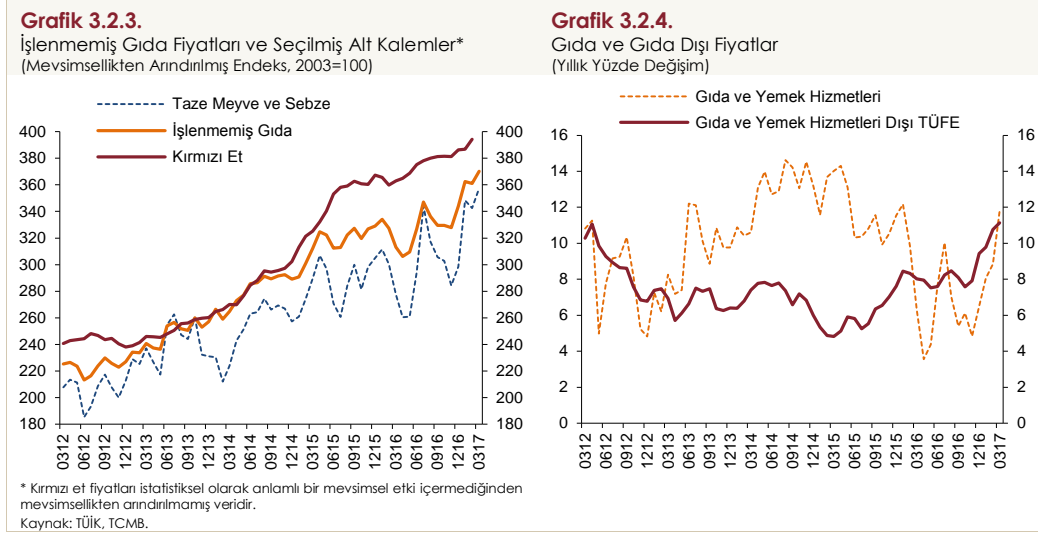
### 3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

Gıda yıllık enflasyonu, birinci çeyrekte 6,88 puan yükselerek yüzde 12,53 olmuş ve Ocak Enflasyon Raporu'nda varsayılan patikanın bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1). Gıda enflasyonundaki bu yükselişte, bir önceki yıldaki düşük baz etkisine ek olarak, Ocak ayında olumsuz hava koşulları sonucunda özellikle Mersin civarında seralarda oluşan zararın, Türk lirasındaki değer kaybının ve meyve-sebze ihracatında son dönemde yaşanan toparlanmanın etkileri hissedilmiştir.



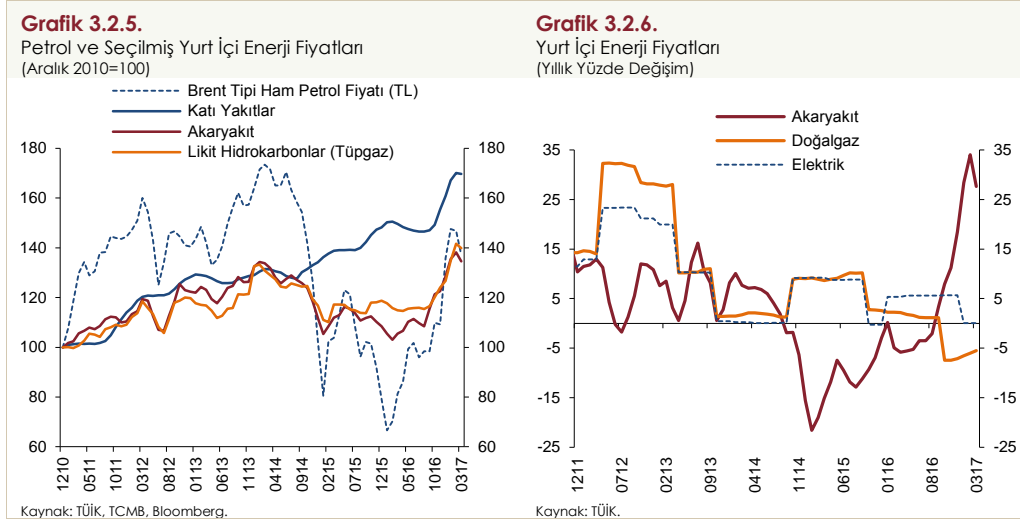
2016 yılında olumlu bir görünüm çizen işlenmemiş gıda yıllık enflasyonu, 2017 yılının birinci çeyreğinde 13,77 puan yükselerek yüzde 18,28'e ulaşmıştır. Bu görünümde, taze meyve ve sebze grubu fiyatlarında gözlenen artışla birlikte özellikle sebze grubunda bir önceki yılın aynı dönemindeki düşük baz etkisi belirleyici olmuştur. Mevsimsellikten arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatlarına bakıldığında, Ocak ayında büyük ölçüde olumsuz hava koşullarının etkisiyle sebze grubu kaynaklı belirgin bir yükseliş, Şubat ayında sınırlı düşüş, Mart ayında ise tekrar sebze ve taze meyve grubu kaynaklı bir yükseliş gözlenmiştir.

Bunun sonucunda, taze meyve ve sebze gruplarının yıllık enflasyonları, sırasıyla, yüzde 27,86 ve 29,46 olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, kırmızı et grubunda yıllık enflasyon yüzde 9,62'ye ulaşmıştır.



İşlenmiş gıda grubunda yıllık enflasyon, ilk çeyrekte 0,61 puan yükselerek yüzde 7,28'e ulaşmıştır (Grafik 3.2.2). Bu grupta, çeyrek boyunca alt gruplar geneline yayılan güçlü fiyat artışları izlenmiştir. Özellikle, katı ve sıvı yağlarda gözlenen yüzde 6,71 oranındaki fiyat artışı dikkat çekmiştir. Yılın ilk çeyreği, işlenmiş gıda grubunda son dönemde yaşanan kur gelişmelerinin etkilerinin belirgin biçimde izlendiği bir dönem olmuştur. Bu dönemde, gıda ve yemek hizmetleri grubunun yıllık enflasyonu 5,30 puan artışla yüzde 11,79'a yükselmiş; gıda ve yemek hizmetleri hariç tüketici enflasyonu ise 1,71 puanlık artışla yüzde 11,14 olmuştur (Grafik 3.2.4). Gıda grubu ve gıda ile ilişkili diğer gruplarda enflasyonun hedefle uyumlu seviyelere gerilemesinin büyük önem arz ettiği, bu konuda Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi'nin alacağı tedbirlerin katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 4,11 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bir önceki çeyrek sonunda 54 ABD dolarına yükselen Brent tipi ham petrolün varil fiyatı, ilk iki ay boyunca bu yüksek seyrini koruduktan sonra, Mart ayında 52 ABD dolarına gerilemiştir. Ancak, hem çeyreklik ortalama petrol fiyatının yükselmiş olması hem de Türk lirasındaki yüksek değer kaybı nedeniyle tüpgaz ve akaryakıt fiyatlarında ilk çeyrekte, sırasıyla, yüzde 10,32 ve 4,69 oranlarında artış gözlenmiştir (Grafik 3.2.5). Bu dönemde, katı yakıt fiyatları ise yüzde 5,53 oranında yükselmiştir. Bu çeyrekte, yönetilen fiyatlardan elektrikte bir değişim gözlenmezken, doğal gaz fiyatları yüzde 1,95 ve belediyelerce belirlenen şebeke suyu fiyatları yüzde 6,73 oranında artmıştır (Grafik 3.2.6). Sonuç olarak, yıllık enerji enflasyonu 3,52 puan yükselerek yüzde 12,19 seviyesinde gerçekleşmiş; böylece grup fiyatlarının tüketici enflasyonuna katkısı son bir yıllık dönemde 1,35 puan artış göstermiştir (Grafik 3.2).



### 3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları

Yurt içi üretici fiyatları, 2017 yılının birinci çeyreğinde, imalat sanayi öncülüğünde yüzde 6,38 oranında artmıştır. Yıllık enflasyon ise bir önceki çeyreğe göre 6,15 puan artışla yüzde 16,09'a yükselmiştir (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.1). Bu dönemde, döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak üretici fiyatlarında alt gruplar geneline yayılan belirgin fiyat artışları dikkat çekmiştir.

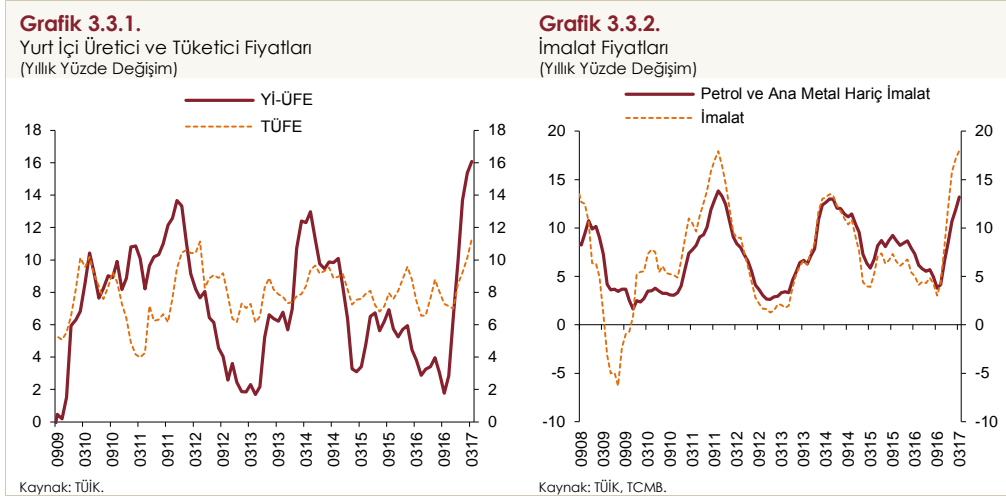
**Tablo 3.3.1.**

Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler  
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

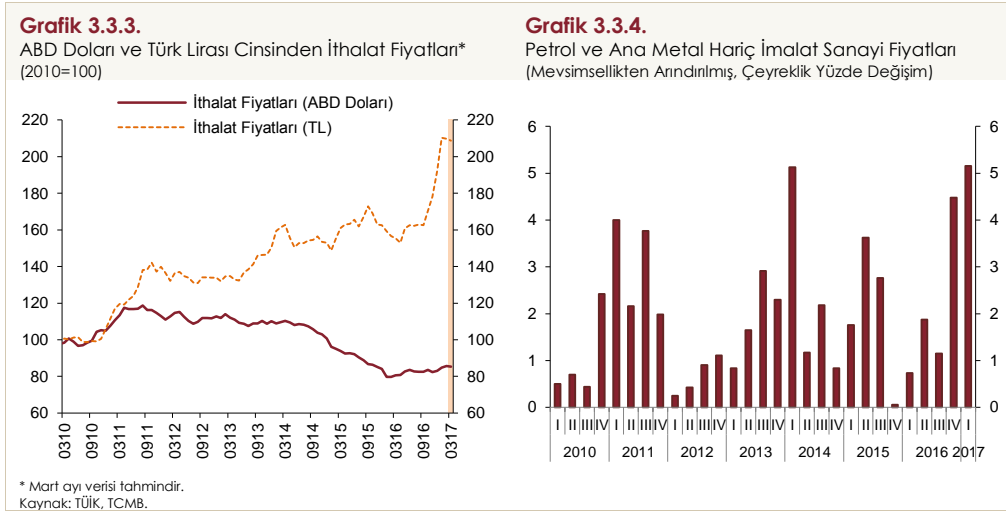
	2016					2017	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	Yıllık
<b>Yİ-ÜFE</b>	<b>0,75</b>	<b>2,43</b>	<b>0,58</b>	<b>5,92</b>	<b>9,94</b>	<b>6,38</b>	<b>16,09</b>
Madencilik	-1,36	6,49	-0,17	3,01	8,01	9,53	19,94
İmalat	1,33	2,75	0,84	6,73	12,07	6,70	18,01
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	1,56	2,14	0,87	5,92	10,83	6,68	16,42
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,66	1,49	1,16	3,92	8,46	6,10	13,21
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	-4,99	-2,96	-2,20	-2,17	-11,79	0,64	-6,56
Su Temini	3,27	1,52	0,27	1,98	7,21	6,40	10,46
<b>Ana Sanayi Gruplarına göre Yİ-ÜFE</b>							
Ara Mali	1,19	2,59	0,43	9,17	13,83	8,21	21,73
Dayanıklı Tüketim Malları	4,76	2,56	2,15	1,82	11,75	6,49	13,59
Dayanıklı Tüketim Malları (Mücevherat hariç)	3,31	0,97	0,59	2,14	7,17	6,17	10,13
Dayanısız Tüketim Malları	1,55	1,81	0,88	2,04	6,41	4,58	9,59
Sermaye Mali	1,59	1,03	1,61	4,82	9,32	5,96	14,01
Enerji	-4,86	4,46	-1,31	6,57	4,53	4,00	14,26

Kaynak: TÜİK, TCMB.

İmalat sanayi fiyatları çeyreklik bazda yüzde 6,7 oranında artmış, grup yıllık enflasyonu 5,94 puan artışla yüzde 18,01'e yükselmiştir (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.2). Benzer şekilde, bu dönemde petrol ve ana metal hariç imalat sanayi enflasyonunda da önemli bir artış gözlenmiştir (Grafik 3.3.2). Bu dönemde, ithalat fiyatları ABD doları bazında yükselirken, döviz kurundaki gelişmelere bağlı olarak Türk lirası bazında kayda değer bir artış göstermiştir (Grafik 3.3.3).



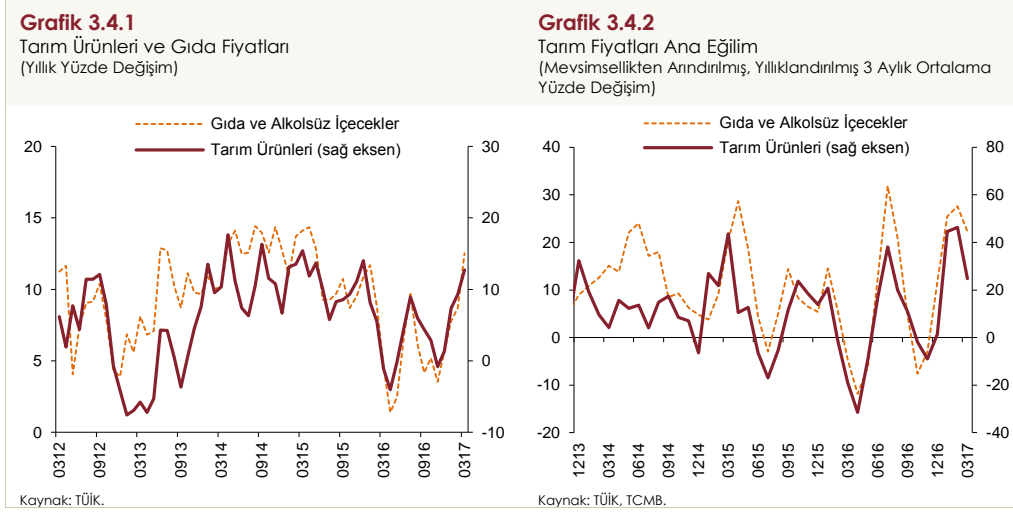
Ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde, bu çeyrekte tüm alt gruplarda güçlü fiyat artışları gözlenmiştir (Tablo 3.3.1). Ara malı fiyatlarında değerli ana metaller, demir-çelik ve tekstilde kullanılan iplik ve elyaflardaki artışlar belirleyici olmuştur. Dayanıklı tüketim malı fiyatları mobilya kaynaklı artış gösterirken; dayanıksız tüketim malı fiyatları tekstil ürünleri, giyim eşyası, et ürünleri ve katı-sıvı yağ fiyatlarına bağlı olarak yükselmiştir. Sermaye malı fiyatları motorlu kara taşıtları ve metal yapı; enerji fiyatları ise rafine edilmiş petrol ürünleri kaynaklı artış göstermiştir. Bu gelişmelerle birlikte, üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayisinde enflasyon eğilimi bu dönemde artmaya devam etmiştir (Grafik 3.3.4). Sonuç olarak, yılın ilk çeyreğinde, tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskılar oldukça güçlü seyretmiştir.



### 3.4. Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları

Tarım ürünleri üretici fiyatları ilk çeyrekte yüzde 6,96 oranında artmış ve bu grupta yıllık enflasyon 11,37 puanlık artışla yüzde 12,70 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.4.1). Bu dönemde tarım enflasyonunda görülen artışta sebze başta olmak üzere meyve ve sebze ürünleri belirleyici olmuştur. Baklagiller grubunda yıllık enflasyon bu çeyrekte de yukarı yönlü seyrini sürdürerek yüzde 33,1'e ulaşmıştır. Bu dönemde, tahıl fiyatlarında da artışlar gözlenmiştir. Buğday fiyatları, Ocak ve Şubat aylarında önemli

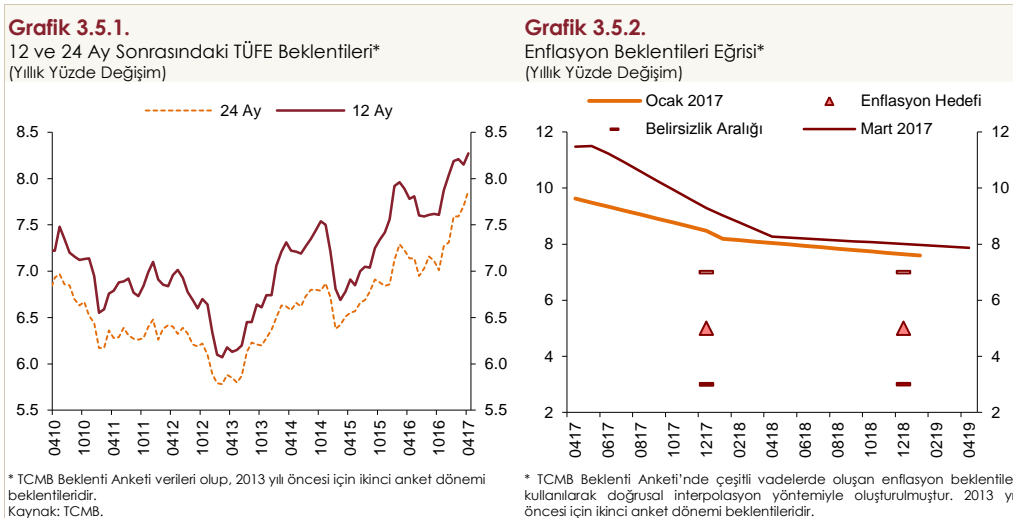
artışlar göstermiş, Mart ayında ise yataya yakın seyretmiştir. Canlı hayvan fiyatlarındaki güçlü artış eğilimi ise devam etmiştir.



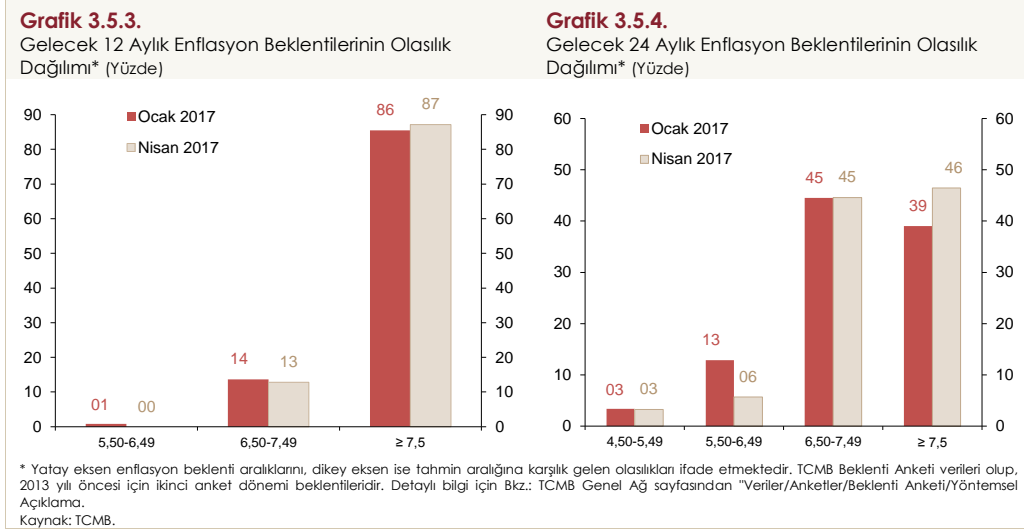
Mevsimsellikten arındırılmış verilerle üç aylık ortalamalara göre incelendiğinde, tarım ürünleri üretici fiyatları ana eğiliminde bir önceki çeyreğe kıyasla kayda değer bir yükseliş gözlenmiştir. Benzer bir hareket gıda tüketici fiyatlarında da izlenmiştir (Grafik 3.4.2). Dolayısıyla, tarım üretici fiyatları bu dönemde gıda tüketici enflasyonundaki yükselişte önemli bir rol oynamıştır.

### 3.5. Beklentiler

2016 yılının üçüncü çeyreğinde yatay bir seyir izleyen orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın son çeyreğinde Türk lirasında gözlenen değer kaybına bağlı olarak yükselmiştir. 2017 yılının birinci çeyreğinde ise enflasyon görünümündeki yukarı yönlü seyre bağlı olarak beklentilerdeki bozulma eğilimi devam etmiştir (Grafik 3.5.1). Nisan ayı itibarıyla 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentiler, sırasıyla, yüzde 8,27 ve yüzde 7,87 seviyelerine ulaşarak enflasyon hedefinin önemli ölçüde üzerinde seyretmiştir (Grafik 3.5.1 ve Grafik 3.5.2). Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, kısa vadeli beklentilerin bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin şekilde yukarı güncellendiği, daha uzun vadeli beklentilerdeki yükselişin ise daha sınırlı olduğu görülmektedir (Grafik 3.5.2).



Orta vadeli enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları da Ocak ayına kıyasla beklentilerdeki bozulmayı teyit etmektedir (Grafik 3.5.3 ve Grafik 3.5.4). Özellikle, Nisan ayı itibarıyla 24 ay sonrası için enflasyonun yüzde 5,5 ile 6,49 arasında gerçekleşmesine atfedilen olasılık azalırken, yüzde 7,5 ve üzerinde gerçekleşmesine atfedilen olasılıkta artış gözlenmiştir. 24 ay sonrasında enflasyonun yüzde 6,5'in üzerinde gerçekleşmesine atfedilen olasılığın yüzde 91'e yükselmesi, enflasyon görünümündeki bozulmada beklentilerin de etkili olduğuna işaret etmiştir (Grafik 3.5.4).



Kutu  
3.1

## Enflasyon Dinamiklerindeki Değişim

Enflasyon hedeflemesi uygulanan 2006-2016 yılları arasında tüketici enflasyonu ortalama yüzde 8,2 ile hedeflerin üzerinde kalmıştır. Son üç yılda ise enflasyon oranı ortalama yüzde 8,5 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu yüksek seyrin temel belirleyicilerinin incelenmesi fiyat istikrarına ulaşabilmek için gereken politika stratejisi açısından önem taşımaktadır. Bu kutuda, hedefleme dönemindeki enflasyon gelişmelerinde hangi unsurların öne çıktığı hususu ve temel belirleyiciler itibarıyla enflasyon dinamiklerindeki değişim tartışılmaktadır.<sup>6 7</sup>

Yıllar itibarıyla enflasyonun sürükleyicilerindeki değişimi izleyebilmek için zamanla değişen parametrelerle indirgenmiş formda bir Phillips denklemi tahmin edilmiştir. Bağımlı değişken olarak TÜFE'den işlenmemiş gıda, alkol-tütün ve vergilerin ayıklanmasıyla elde edilen İGTD-TÜFE çeyreklik enflasyon oranı kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler ise ABD doları cinsinden ithalat fiyatı, döviz kuru (ABD doları/TL), çıktı açığı ve reel birim ücret gibi temel belirleyicileri içermektedir.<sup>8</sup>

**Önsel Bir Bakış: Sabit Parametre Phillips Denklemi Tahminleri**

Zamanla değişen parametre modeli tahminlerine geçmeden önce enflasyonun genel yapısına dair fikir sahibi olunabilmesi için en küçük kareler yöntemiyle elde edilen sabit parametrelili denklem sonuçları Tablo 1'de sunulmaktadır. Farklı örneklem altlarında sunulan tahminler, katsayıların zaman içinde nasıl bir değişime uğradığı konusunda da bir ön bilgi sağlamaktadır.

**Tablo 1. Farklı Örneklem İtibarıyla Sabit Parametrelili Denklem Tahminleri**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Örneklem:	2006Ç2-2016Ç4	2006Ç2-2014Ç4	2006Ç2-2012Ç4	2006Ç2-2016Ç4
$c$	0,90***	0,86***	0,85***	0,88***
$\pi_{t-1}$	<b>0,28***</b>	<b>0,30***</b>	<b>0,34***</b>	0,27***
$[gap_t + gap_{t-1}]/2$	0,09***	0,09***	0,10***	0,08***
$\Delta e_t$	0,08***	0,09***	0,08***	0,08***
$\Delta e_{t-1}$	0,02**	0,02**	0,02	0,03***
$\Delta e_{t-2}$	0,03***	0,03***	0,02**	0,04***
$\pi_t^m$	0,11***	0,11***	0,10***	0,13***
$[\Delta ruw_{t-3} + \Delta ruw_{t-4}]/2$	0,11***	0,11**	0,14***	
$D_{07:04}$	1,99***	2,00***	2,10***	1,91***
$\Delta ruw_{t-3}$				0,06**
$\pi_t^m * Dum11$				<b>-0,05**</b>
$R^2$	0,88	0,89	0,94	0,90
Düzeltilmiş $R^2$	0,85	0,85	0,91	0,86
LM(4)	0,36	0,37	0,74	0,36
BPG Değişen Varyans	0,94	0,99	0,71	0,96

\*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 güven düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. Bağımlı değişken, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile vergiler hariç TÜFE'nin (İGTD-TÜFE) mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik halinin logaritması alındıktan sonraki birinci farkıdır. Değişen varyans ve otokorelasyon tutarlı standart hatalar ve kovaryanslar kullanılmıştır. BPG (Breusch-Pagan-Godfrey) değişen varyans ve LM (Lagrange Multiplier) otokorelasyon testleri için p-değerleri raporlanmıştır.

<sup>6</sup> Kutudaki değerlendirmeler Kara, Öğünç ve Sankaya (2017) çalışmasına dayanmaktadır.

<sup>7</sup> 2016 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda yayımlanan Kutu 3.1. Son On Yılda Enflasyon Dinamikleri: Tarihsel Bir Muhasebe" çalışması milli gelir verilerinde yapılan güncelleme nedeniyle yenilenmiştir.

<sup>8</sup> Tahmin edilen denklem ve diğer teknik detaylara sadelik adına Kutu'da yer verilmemiştir, detaylar için bkz. Kara ve diğerleri (2017).



İlk sütunda yer alan (1) numaralı denklem enflasyondaki varyasyonun yüzde 88 gibi önemli bir kısmını açıklamaktadır. Aynı modelin daha kısa örneklem için tahmin edildiği (2) ve (3) numaralı denklemler katsayıların zaman içinde değişebileceğine işaret etmektedir. Örneğin, 2006-2012 dönemine kıyasla enflasyon ataletinin ( $\pi_{t-1}$ ) zaman içinde zayıfladığı görülmektedir. Bu üç denkleme göre çıktı açığı, ücret ve döviz kuru geçişkenliğinde ise belirgin bir değişim gözlenmemektedir.

Katsayılar da gözlenebilecek değişim (4) numaralı denklemle de teyit edilmektedir. Burada (1) numaralı denkleme, ithalat fiyatı katsayısının 2011 yılı sonrasında 1 değerini alan bir kukla değişken ile etkileşimli hali eklenmiştir. Yüzde 5 düzeyinde anlamlı bulunan yeni değişken ( $\pi^m * Dum11$ ), ithalat fiyatlarının enflasyona etkisinin son yıllarda belirgin bir düşüş kaydettiğine işaret etmektedir. Bu bulgu, 2014 yılının ortalarından itibaren uluslararası petrol fiyatlarında gözlenen düşüşün tüketici enflasyonuna yansımalarının tarihsel ortalamalara kıyasla daha sınırlı kaldığı gözlemiyle uyumludur.

#### Zamanla Değişen Parametre Modeli Tahminleri

Yukarıdaki bulgular ışığında, İGTD-TÜFE denkleminin, zamanla değişen parametre modeli kullanılarak tahmin edilmesiyle, temel esnekliklerin zaman içindeki değişimini kesikli yerine sürekli bir yapıda takip etmek mümkün olacaktır. Phillips denkleminin açıklayıcı değişkenlerine ilişkin katsayı tahminleri Grafik 1'de sunulmaktadır.

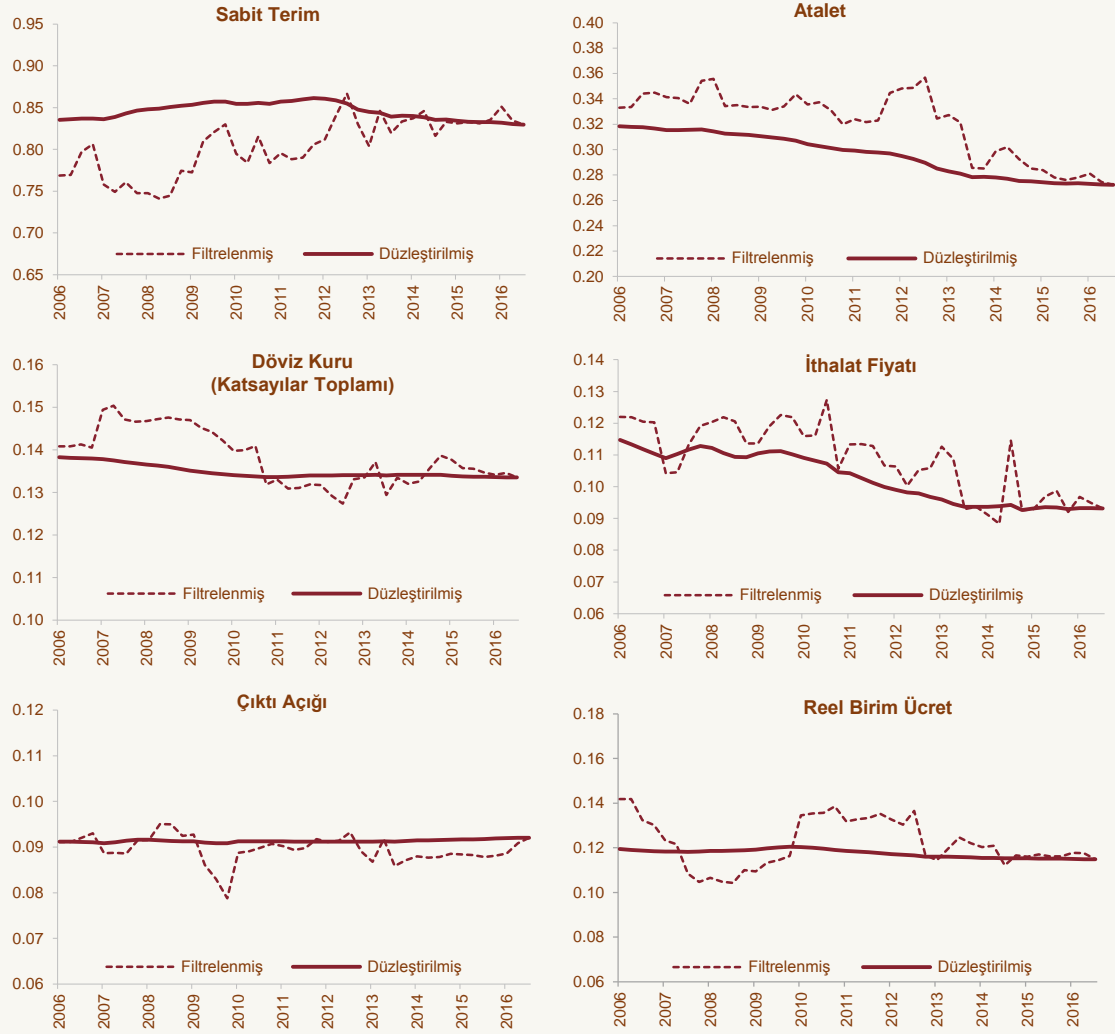
- **Sabit terim:** İndirgenmiş formda bir Phillips denklemindeki sabit terimin yorumlanması diğer açıklayıcı değişkenler kadar net olmasa da, bu terim uzun dönem enflasyon beklentilerinden de etkilenen "trend enflasyon" ve modelde içerilmeyen diğer unsurların bir bileşimi olarak düşünülebilir.<sup>9</sup> Filtrelenmiş katsayı tahminlerine göre sabit terimin zaman içinde kademeli olarak yükselmesi, enflasyon beklentilerindeki bozulmayla birlikte trend enflasyon oranında artışa dair bir sinyal olarak değerlendirilebilir. Öte yandan, tahmin edilen katsayının 0,85 civarında seyretmesi, diğer belirleyiciler sabitken enflasyondaki ataletle birlikte yıllık enflasyonun yaklaşık yüzde 4 oranında gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Bu rakam, ortalama tüketici enflasyonunun yansına karşılık gelmekte, enflasyonun kalan yarısı ise ithal ve yerli maliyetler ile talep koşulları gibi temel makroekonomik unsurlara göre değişebilmektedir.
- **Enflasyon ataleti:** Denklemde enflasyonun bir gecikmeli değeri olarak ifade edilen atalet terimi için tahmin edilen filtrelenmiş katsayıda, özellikle 2013 yılının ortasından itibaren aşağı yönlü bir hareket gözlenmektedir. Bu hareketin, Fed'in para politikasında sıkılaştırma sinyallerinin başlangıcıyla birlikte Türk lirasındaki değer kaybı eğiliminin güçlendiği dönemle örtüşmesi dikkat çekmektedir.

**Döviz kuru:** Enflasyon üzerindeki döviz kuru etkilerini gösteren katsayıların toplamı, kısa dönemde geçişkenliğin yüzde 13 civarında olduğuna; enflasyondaki ataletle birlikte bu etkinin uzun dönemde yüzde 18'e kadar ulaşabildiğine işaret etmektedir.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Yeni Keynesyen Phillips Eğrisi'nin geleneksel versiyonunun türetilmesi, durağan durumda sıfır enflasyon etrafında bir log-doğrusallaştırma varsayımına dayanmaktadır. Bununla birlikte, Cogley ve Sbordone (2008) tarafından da belirtildiği üzere, durağan durumda sıfır olmayan bir enflasyona izin vermek mümkündür ve bu durum modele "trend enflasyon" kavramını getirmektedir. Burada kullanılan model, yapısal olmayıp indirgenmiş bir formdur, bu nedenle sabit terimin trend enflasyona tam olarak karşılık gelmeyebileceği not edilmelidir.

<sup>10</sup> Uzun dönem etkiler ilgili katsayı veya katsayı toplamının [1-atalet katsayısı]'na bölünmesiyle elde edilmiştir.

Grafik 1. Zamanla Değişen Parametre Tahminleri



**İthalat fiyatı:** Tahminler ithalat fiyat geçişkenliğinde zaman içinde belirgin bir düşüş olduğu yönündedir. Örneklemin başında ithalat fiyat etkisi yüzde 12 civarında (uzun dönemde yüzde 17) seyrederken, 2016 sonu itibarıyla yüzde 9 (uzun dönemde yüzde 13) olarak tahmin edilmiştir. Geçişkenlik 2011 yılından itibaren aşağı yönlü bir eğilim sergilemiş; son üç yılda ise görece istikrarlı seyretmiştir. İthalat fiyat geçişkenliğinde zaman içinde gözlenen zayıflamada, kamu tarafından yönetilen elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki ayarlamaların uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüşe birebir eşlik etmemiş olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Örneğin, 2012 yılının Ekim ayından sonra iki yıl boyunca elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yeni bir ayarlama yapılmamış, 2014 yılından itibaren petrol fiyatlarında gözlenen düşüşlerin ise fiyatlara yansımaları oldukça sınırlı kalmıştır.

- **Çıktı açığı ve reel birim ücret:** Talep koşulları ve işgücü maliyetlerini yansıtan iki göstergenin enflasyona etkisinin zaman içinde görece istikrarlı seyrettiği görülmektedir. Cari üretimin potansiyel düzeyinden yüzde farkı olarak tanımlanan çıktı açığının bir yıl boyunca 1 puan daha yüksek seyretmesi, uzun dönemde enflasyonda 0,5 puanlık artışa neden olmaktadır. Reel birim ücretteki yüzde 1 oranındaki çeyreklik artış ise uzun dönemde enflasyona 0,16 puanlık yük getirmektedir.

#### Tarihsel Muhasebe: Tüketici Enflasyonuna Dair Bir Ayırıştırma Analizi

Tablo 2’de, zamanla değişen parametre modeli tahminleri kullanılarak, açıklayıcı değişkenlerin yıllık tüketici enflasyonuna katkıları sunulmaktadır. Bu dönemde, temel makroekonomik unsurlar arasında, enflasyona en belirgin katkı ortalama 1,3 puan ile işlenmemiş gıda fiyatları ve döviz kurundan (ABD doları/TL) gelmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarından gelen katkının büyüklüğünün yıldan yıla büyük dalgalanmalar gösterebildiği ve enflasyon belirsizliğini artıran ana unsurlardan biri olduğu görülmektedir.

**Tablo 2. Tüketici Enflasyonuna Ortalama Katkılar\* (Yüzde Puan)**

	Sabit Terim	İşlenmemiş Gıda	Döviz Kuru	İthalat Fiyatı	Çıktı Açığı	Reel Birim Ücret	Vergi	Diğer	TÜFE
2006	3,8	1,7	1,3	1,7	1,7	-0,4	0,0	-0,2	9,7
2007	4,0	1,5	-2,5	1,7	2,0	-0,7	0,7	1,9	8,4
2008	3,9	1,1	1,2	1,5	1,5	-0,3	0,1	1,1	10,1
2009	4,0	2,4	2,1	-2,0	-2,9	1,4	0,5	0,9	6,5
2010	4,1	1,1	-0,3	1,1	-2,0	0,5	1,8	0,1	6,4
2011	4,0	1,9	2,3	1,6	0,1	-0,1	1,1	-0,3	10,5
2012	4,3	-0,3	0,9	-0,4	0,1	-0,2	0,8	1,1	6,2
2013	4,3	1,4	1,3	-0,3	0,7	0,5	0,9	-1,3	7,4
2014	4,1	1,4	1,9	-0,7	0,6	0,0	0,9	0,0	8,2
2015	4,1	1,6	4,0	-2,2	0,6	0,6	0,3	-0,1	8,8
2016	4,0	0,5	1,6	-0,5	0,0	0,6	1,4	0,8	8,5
<b>Ortalama</b>	<b>4,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>8,2</b>

\* Tüketici enflasyonuna olan katkıların tahmin edilen modele bağlı olduğu, model tanımlaması ve örneklem büyüklüğüne göre farklılık gösterebileceği not edilmelidir. 2016 yılı tahminleri, yıl başındaki vergi ayarlamalarını ve 0,16 puan düzeyindeki elektrik fiyatı artışını içermektedir. "Diğer" terimi alkol-tütün ürünlerinin vergi ayarlamaları dışındaki katkısı ile denklemin tahmin hatalarını ve 2007 yılı son çeyreği için kullanılan kukla değişkenin etkisini içermektedir.

Tahminlere göre döviz kuru ortalama 1,3 puanlık katkı ile tüketici enflasyonu üzerinde maliyet baskısı yaratan önemli bir unsurdur. Döviz kurunun enflasyon üzerindeki en yüksek katkısı 4 puan ile 2015’te kaydedilmiştir. İthalat fiyatları, son on yıllık dönem dikkate alındığında, enflasyona ortalamada sınırlı bir katkı (0,1 puan) yaparken, özellikle petrol fiyatlarındaki dalgalanmanın etkisiyle yıldan yıla önemli değişimler göstermiştir.

Küresel büyüme ve risk iştahının 2013 yılından itibaren zayıflaması emtia fiyatları kanalıyla enflasyonu olumlu etkilerken, sermaye akımları ve kur kanalıyla ters yönde etki yapmıştır. 2013-2016 döneminde döviz kurunun yıllık enflasyona katkısının ortalama 2,2 puana ulaşması dikkat çekmektedir. Bu çerçevede, bu dönemde döviz kuru gelişmelerinin enflasyonu artırıcı etkisi, yurt dışı fiyatların olumlu katkısından daha güçlü olmuştur (Tablo 2).

Türkiye'de enflasyonun bir diğer önemli belirleyicisi, kamu mali dengesinin tesisi çerçevesinde yapılan vergi ayarlamalarıdır. Vergi ayarlamaları, incelenen dönemde, enflasyona ortalama 0,8 puanlık katkı yaparken en yüksek katkılar 2010 ve 2016 yıllarında 1,8 ve 1,4 puan olarak gerçekleşmiştir. Çıktı açığının da enflasyon sürecine katkısı, yıllar itibarıyla değişmekle birlikte, tanım gereği etkilerin döngüsel olarak birbirini büyük ölçüde götürmesi nedeniyle, ortalama 0,2 puan ile sınırlı kalmıştır. Özellikle 2013 yılından itibaren nominal ücretlerin hızlanması ve verimlilik artışının zayıf kalması nedeniyle, üretim açığı ve reel birim ücretler tarafından gelen enflasyonist baskılar artmıştır. 2016 yılında çıktı açığı ekonomideki ılımlı seyri teyit ederken, reel birim ücretlerden son iki yılda enflasyona ortalama 0,6 puan katkı gelmiştir (Tablo 2).

Son olarak, enflasyonun temel makroekonomik değişkenler tarafından açıklanamayan kısmının (sabit terim etkisi) yaklaşık 4 puan civarında olduğu tahmin edilmektedir. İndirgenmiş formdaki Phillips eğrisinde zamanla değişen sabit terimin yorumu diğer unsurlar kadar net değildir. Bu terimin, uzun vadeli enflasyon beklentileri veya trend enflasyon kavramlarıyla bağlantılı olabileceği değerlendirilmektedir.

### Genel Değerlendirme

Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin uygulandığı son on yıllık dönemde fiyat istikrarına yönelik tam bir iyileşme sağlanamamış, bu dönemde enflasyon ortalama yüzde 8,2 etrafında dalgalanmıştır. Son dönem dikkate alındığında, enflasyon üzerinde belirleyici olan gıda ve vergi ayarlamalarının yanı sıra, döviz kuru ve ücretlerin artan katkısı da dikkat çekmiştir. Zamanla değişen parametre modeliyle tahmin edilen Phillips eğrisinin katsayıları, ithalat fiyat geçişkenliğinin son yıllarda azaldığına, döviz kuru geçişkenliğinin ise görece olarak daha istikrarlı seyrettiğine işaret etmektedir. Öte yandan, enflasyonun temel makroekonomik değişkenler ile açıklanamayan kısmının oldukça yüksek olması, uzun vadeli enflasyon beklentilerine bağlı fiyatlama davranışlarının ve modelde içerilmeyen diğer yapısal unsurların enflasyon dinamiğindeki olası rolüne dair ipucu vermektedir. Bu gözlemler, önümüzdeki dönemde fiyat istikrarı açısından etkin bir beklenti yönetiminin yanı sıra konjonktürel ve yapısal politikaların bir arada ele alındığı bütüncül bir yaklaşımın önemine işaret etmektedir.

### Kaynakça

- Cogley, T. ve A.M. Sbordone, 2008, Trend Inflation, Indexation, and Inflation Persistence in the New Keynesian Phillips Curve, *American Economic Review*, 98(5): 2101-26.
- Kara, H., F. Öğünç ve Ç. Sankaya, 2017, Inflation Dynamics in Turkey: A Historical Accounting, TCMB Ekonomi Notları, Yayım aşamasında.
- Yellen, J.L., 2015, Inflation Dynamics and Monetary Policy, 24 Eylül 2015 tarihinde The Philip Gamble Memorial Lecture'da yapılan konuşma.

Kutu  
3.2

## Giyim ve Ayakkabı Grubunun Ağırlık Yapısındaki Değişim

Giyim ve ayakkabı ürünleri, tüketicilerin ihtiyaçları doğrultusunda, mevsime göre piyasaya arz edilmektedir. Örneğin, kaban çoğunlukla sonbahar ve kış aylarında talep görürken, tişört daha çok ilkbahar ve yaz aylarında talep görmektedir. Bu çerçevede, mevsimsel nitelik taşıyan bu ürünlerin fiyat endeksine dâhil edilmesi, her dönem piyasada bulunan mal ve hizmetlere göre farklılık göstermektedir. 2017 yılına kadar, TÜFE hesaplamalarında, giyim ve ayakkabı ürünleri için değişken ağırlık kullanılmış ve bu doğrultuda ürünlerin endeks içinde aldıkları göreceli pay aydan aya değişmiştir. Ancak, yapılan yöntem değişikliği ile birlikte, bu yılın başından itibaren, giyim ve ayakkabı ürünleri fiyatlarının TÜFE'ye dâhil edilmesinde sabit ağırlık yöntemine geçilmiştir. Bu değişiklikle birlikte, endekste yer alan ürünlerin göreceli ağırlıklar yıl içinde değişmeyecektir.

Giyim grubu fiyatlarındaki mevsimsellik, taze meyve ve sebzeye kıyasla daha düzenli bir yapı sergilemektedir. Dolayısıyla, giyim grubu yıllık enflasyonunda mevsimlik ürünlerden kaynaklı baz etkilerine çok sık rastlanmamaktadır. Ancak, yöntem farklılığı gereği, değişken ve sabit ağırlıkla hesaplanan giyim ve ayakkabı fiyat endeksleri aynı mevsimsel yapıyı (aynı aylık değişim oranlarını) taşımamaktadır. Dolayısıyla, 2018 yılından itibaren yıllık enflasyon oranları üzerinde bir baz etkisi görülmeyecek olsa da, 2017 yılı boyunca giyim ve ayakkabı grubu yıllık enflasyonunda yöntem değişikliğinden kaynaklanan belirgin baz etkileri gözlenecektir.

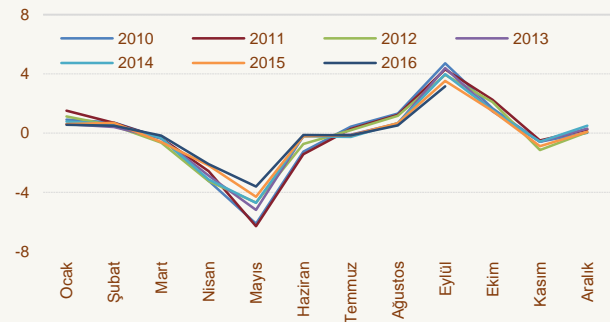
Bu çerçevede, ortaya çıkabilecek baz etkilerinin büyüklüğünü anlamak açısından geçmiş yıllardaki aylık enflasyonların da sabit ağırlıkla hesaplanması ve aynı dönemde değişken ağırlıkla hesaplanan aylık enflasyonla arasındaki farkın takip edilmesi faydalı olacaktır. Grafik 1'de, 2010-2016 dönemi için iki yöntemle hesaplanan aylık enflasyon oranları arasındaki fark gösterilmektedir.

Görüldüğü üzere yöntem değişikliği, değişken ağırlığa kıyasla daha farklı bir mevsimsel yapı sunmaktadır. Sabit ağırlık yöntemiyle, değişken ağırlığa kıyasla özellikle Nisan-Mayıs aylarında daha düşük, Ağustos-Eylül-Ekim aylarında ise daha yüksek bir enflasyon hesaplanmaktadır.

Bu doğrultuda, 2017 yılında, giyim ve ayakkabı grubu yıllık enflasyonu üzerinde Nisan-Mayıs aylarında aşağı yönlü, Eylül-Ekim aylarında ise yukarı yönlü bir baz etkisi

gözlenecektir. Giyim ve ayakkabı grubunun endeks içindeki payı ve baz etkilerinin büyüklüğü dikkate alındığında, söz konusu etki, tüketici enflasyonu üzerinde yaklaşık yarım puanlık geçici hareketler oluşturabilecektir. Önümüzdeki dönemde yıllık enflasyon verilerinde giyim grubu kaynaklı oluşabilecek bu tip geçici hareketlerin dikkate alınması, ana eğilime dair sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek açısından önem arz edecektir. 2018 yılından itibaren ise, yöntem değişikliğinden kaynaklanan baz etkilerinin ortadan kalkacağı not edilmelidir.

**Grafik 1.** Aylık Giyim Enflasyonları Arasındaki Fark:  
Sabit Ağırlık – Değişken Ağırlık (Yüzde Puan)



Kaynak: TCMB.



## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

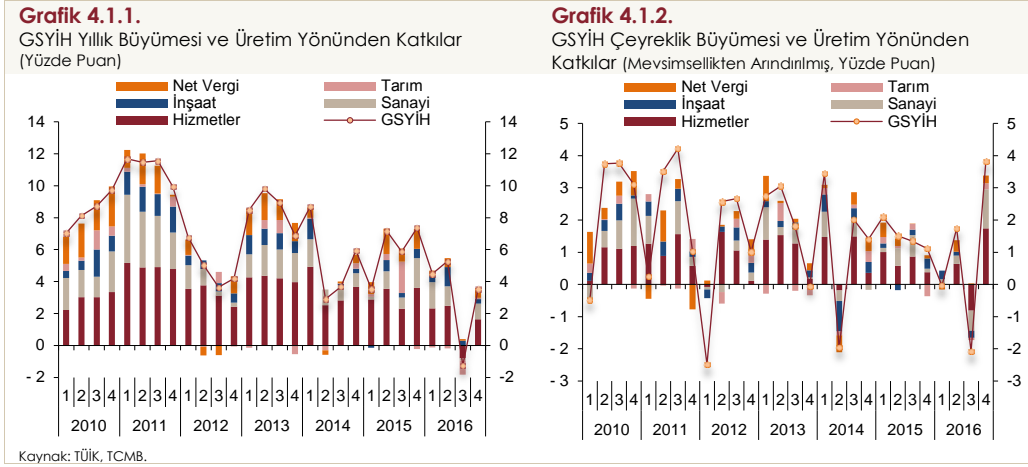
İktisadi faaliyet, yılın son çeyreğinde, Ocak Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümle uyumlu bir toparlanma sergilemiştir. Bu dönemde, toparlanma, iş günü kayıplarının telafisi dışında ılımlı bir seviyede gerçekleşmiştir. Özel tüketim harcamaları, alınan tedbir ve teşvikler çerçevesinde, yatırım harcamalarına kıyasla daha güçlü bir artış göstermiştir. Yılın son çeyreğinde, hem turizmin ihracattaki payının azalmasına hem de güçlü seyreden mal ihracatına bağlı olarak, net ihracat, çeyreklik büyümeyi artırıcı yönde katkı yapmıştır. Bununla beraber, turizm gelirlerindeki düşüşün, belirsizlik algısındaki artışın ve finansal koşullardaki sıkışmanın etkisiyle, 2016 yılı genelinde büyüme geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmıştır.

Mevcut göstergeler, iktisadi faaliyetin, 2017 yılı ilk çeyreğinde, bir önceki döneme kıyasla yavaşlamakla birlikte ılımlı seyrini koruduğuna işaret etmektedir. Bu dönemde, mobilya ve beyaz eşya gibi teşviklere konu olan sektörlerin yurt içi talebi desteklediği görülmektedir. Öte yandan, ilk çeyrekte yüksek seyreden belirsizlik, işgücü piyasasındaki zayıf seyir ve başta perakende olmak üzere hizmet sektörlerindeki güçsüz görünüm, bu dönemde, iç talebin ivme kaybedebileceğine işaret etmektedir. Yılın ilk çeyreğinde, ihracatta, bölgeler ve sektörler geneline yayılan artışlar gözlenmektedir. Avrupa Birliği'ne yapılan ihracatta bu dönemde belirgin bir yükseliş kaydedilmiştir. Yılın ilk çeyreğinde, ithalatın, yurt içi talep görünümü ve döviz kuru gelişmelerine bağlı olarak ihracata kıyasla ılımlı bir artış sergileyeceği, böylece net ihracatın büyümeye olumlu katkısının süreceği tahmin edilmektedir.

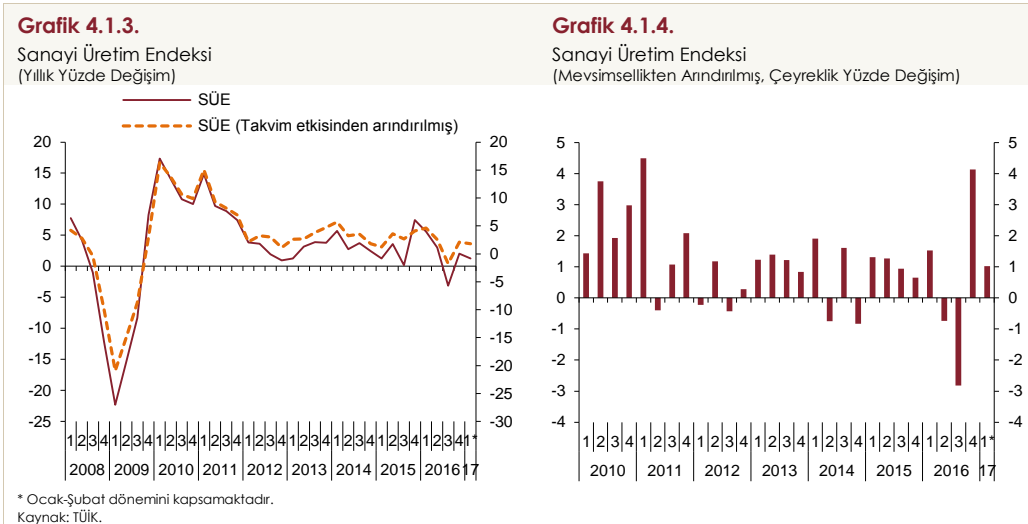
Turizm görünümünde henüz kayda değer bir iyileşme sinyali bulunmamaktadır. Öte yandan, reel kurdaki seyir, küresel büyüme görünümündeki iyileşmeye ve pazar çeşitlendirme esnekliğine bağlı olarak, mal ihracatının, 2017 yılında güçlü seyredeceği tahmin edilmektedir. İhracatın yanı sıra alınan destekleyici tedbir ve teşviklerin katkısıyla iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanmanın yıl genelinde devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, 2017 yılında, büyümenin, önceki yıla kıyasla daha olumlu bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir. Son olarak, emtia fiyatlarının cari açık üzerindeki olumlu etkisinin, önümüzdeki dönemlerde kademeli olarak azalacağı öngörülmektedir.

### 4.1. Arz Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, 2016 yılı son çeyreğinde, yıllık yüzde 3,5; mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,8 oranında artmıştır. 2016 yıl genelinde GSYİH büyümesi yüzde 2,9 olarak gerçekleşmiştir. Son çeyrekteki yıllık ve dönemlik bazdaki artışın hizmetler ve sanayi sektörlerince sürüklendiği, net vergi kaleminin de büyümeye pozitif katkı yaptığı görülmektedir (Grafik 4.1.1 ve Grafik 4.1.2). Öte yandan, bu dönemde, tarım ve inşaat sektörlerinin yıllık ve çeyreklik büyümeye katkılarını sınırlı bir düzeyde gerçekleştirmiştir.

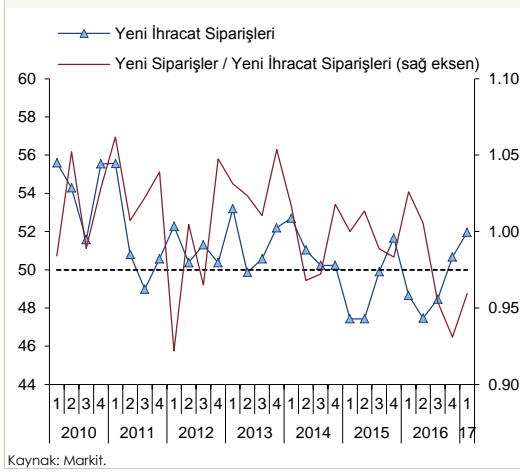


2017 yılı Ocak ve Şubat aylarına ait sanayi üretimi gerçekleştirmeleri, yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyette ılımlı bir artışa işaret etmektedir (Grafik 4.1.3 ve Grafik 4.1.4). Bu dönemde, taşıt başta olmak üzere ihracata yönelik üretim yapan sektörlerin performansı olumludur. Mobilya ve beyaz eşya gibi vergi teşviklerine konu olan sektörlerin de sanayi üretimindeki artışa destek verdiği görülmektedir. Bunlara ek olarak, patent koruması olmayan ilaçların yerli üretimini öngören düzenlemenin, 2017 yılı genelinde, temel eczacılığın üretimine olumlu katkı vereceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, bahsedilenlerin dışında kalan sektörlerin, yılın ilk çeyreğinde, sanayi üretimindeki artışı sınırlayabileceği tahmin edilmektedir.

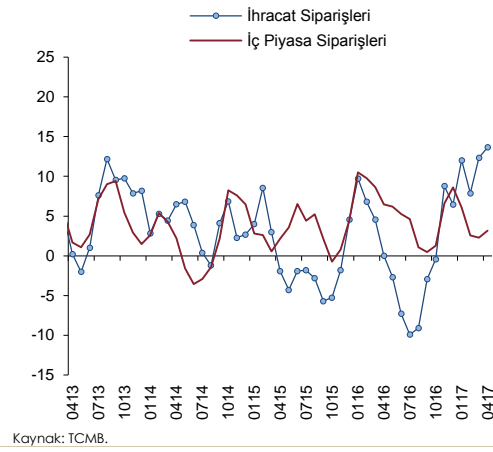


Anket göstergeleri, yılın ilk çeyreğinde ekonomik aktivitenin ılımlı seyrini teyit ederken, diğer sektörlerle kıyasla ihracatçı sektörlerdeki güçlü toparlanmanın sürdüğüne dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.5 ve Grafik 4.1.6). İhracat pazarlarındaki genişlemenin, pazar çeşitlendirme esnekliğinin ve yakın döneme kadar Türk lirasında gözlenen değer kaybı eğiliminin ihracat siparişlerindeki artışta etkili olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, ilk çeyrekte yüksek seyreden belirsizlik, işgücü piyasasındaki zayıf seyrin ve başta perakende olmak üzere hizmet sektörlerindeki güçsüz görünüm, iç talep için aşağı yönlü riskler olarak öne çıkmaktadır. İYA verileri ikinci çeyreğin ilk ayında imalat sanayi sipariş miktarında ilk çeyrek ortalamalarının üzerinde bir seviyeye ulaşıldığına işaret etmektedir (Grafik 4.1.6).



**Grafik 4.1.5.**PMI Sipariş Göstergeleri  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

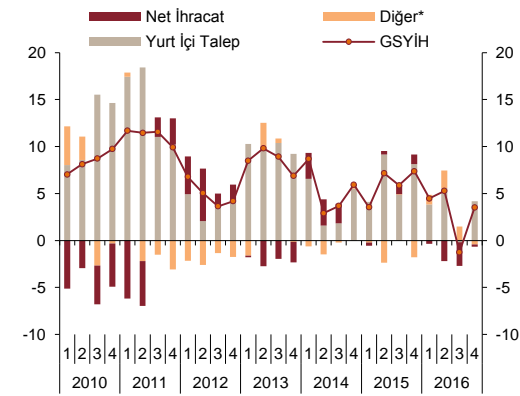
Kaynak: Markit.

**Grafik 4.1.6.**İYA Son Üç Ay Toplam Sipariş Miktarı  
(Arttı-Azaldı, Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama)

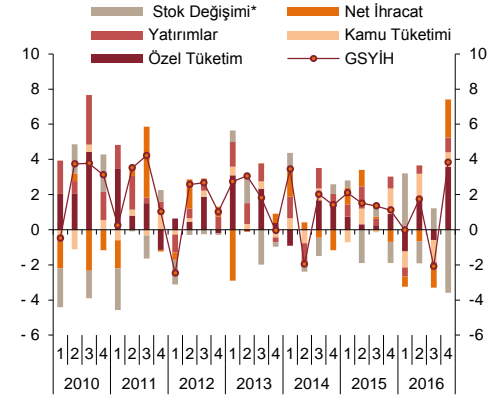
Kaynak: TCMB.

## 4.2. Talep Gelişmeleri

2016 yılı son çeyreğine ilişkin GSYİH verileri harcama tarafından incelendiğinde, nihai yurt içi talebin yıllık büyümeye yaptığı katkının bir önceki çeyreğe göre arttığı; net ihracatın büyümeye olan negatif katkısının ise sınırlı kaldığı gözlenmektedir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle bakıldığında, son çeyrekte iktisadi faaliyette gözlenen toparlanmaya hem nihai yurt içi talebin hem de net ihracatın destek verdiği gözlenmektedir. Nihai yurt içi talepteki yıllık ve dönemlik bazdaki artışta ise özel tüketim öne çıkarken, yatırımlardaki yükseliş de etkili olmuştur (Grafik 4.2.2).

**Grafik 4.2.1.**Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları  
(Yüzde Puan)

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

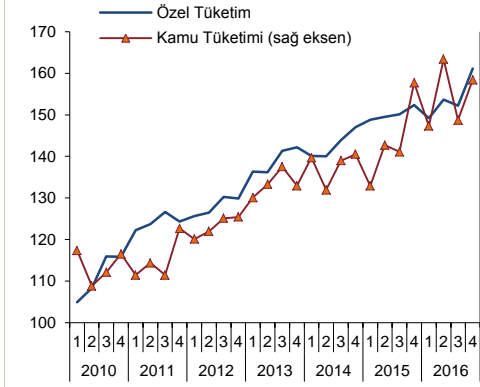
**Grafik 4.2.2.**Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde Puan)

\* TCMB tarafından hesaplanmıştır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

2016 yılı üçüncü çeyreğinde yurt içi belirsizliklerdeki artış ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkisiyle gerileyen özel tüketim harcamaları, son çeyrekte makro ihtiyati tedbirlerdeki kısmi gevşemeye, otomobilde öne çekilen talebe ve konut ile ilişkili bazı sektörlerdeki olumlu seyre bağlı olarak dönemlik bazda artmıştır (Grafik 4.2.3). Bu dönemde, makine-teçhizat yatırımlarındaki toparlanma sınırlı kalırken inşaat yatırımlarında yıl genelinde gözlenen olumlu seyir son çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 4.2.4).

**Grafik 4.2.3.**

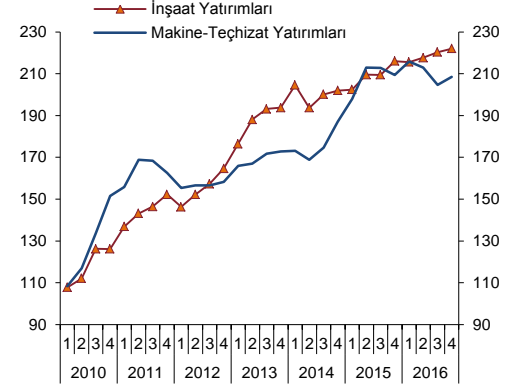
Özel Tüketim ve Kamu Tüketimi  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TÜİK.

**Grafik 4.2.4.**

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

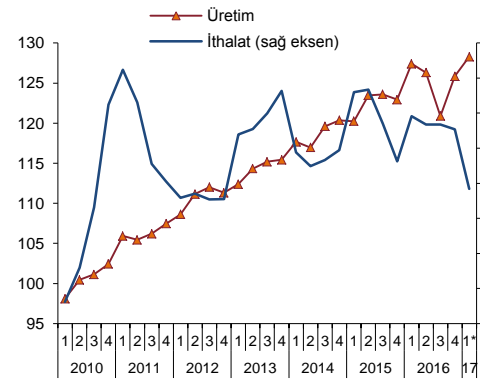


Kaynak: TÜİK.

2017 yılının ilk çeyreğinde özel tüketim harcamalarının ılımlı seyretmesi beklenmektedir. Tüketim malları üretimi, Ocak-Şubat dönemi itibarıyla önceki çeyrek seviyesinin üzerindedir. Öte yandan, tüketim malları ithalatındaki azalış eğilimi, 2017 yılı ilk çeyreğinde de sürmektedir (Grafik 4.2.5). Mevcut veriler, beyaz eşya satışlarının güçlendiğine işaret etmektedir. Şubat ayı başında yürürlüğe giren ve Eylül ayı sonuna kadar geçerli olacak vergi indirimleri nedeniyle beyaz eşya ve mobilya satışlarındaki olumlu eğilimin devam edebileceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, ilk çeyrekte, otomobil satışlarında belirgin bir gerileme gözlenmektedir (Grafik 4.2.6). Söz konusu gelişmede, bu dönemde gözlenebilecek satışların bir kısmının, ÖTV oranlarındaki artış ve Türk lirasındaki değer kaybına bağlı olarak 2016 yılı son çeyreğine çekilmesinin etkili olduğu düşünülmektedir. Buna ek olarak, hizmet ve perakende ticaret sektöründe son çeyreğe kıyasla belirgin bir iyileşme olmaması, özel tüketim talebinin sektörel yayılımının yılın ilk çeyreğinde sınırlı kalabileceğine işaret etmektedir. Ancak, Nisan ayında söz konusu sektörlerde gözlenen iyileşme, yılın ikinci çeyreğinde özel tüketim harcamalarına dair daha olumlu bir görünüm çizmektedir (Grafik 4.2.7).

**Grafik 4.2.5.**

Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)

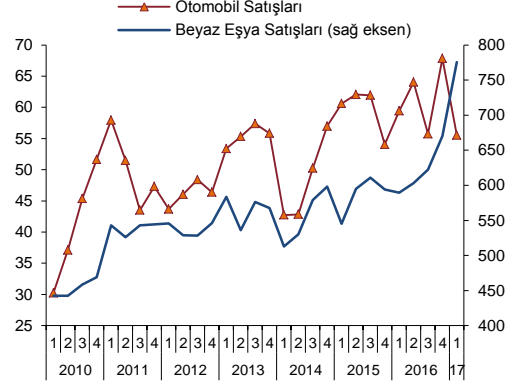


\* Ocak-Şubat dönemini kapsamaktadır.

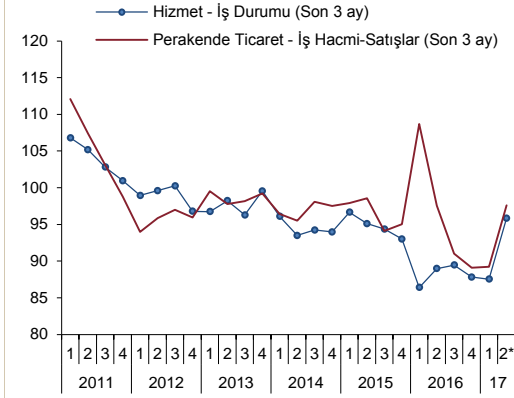
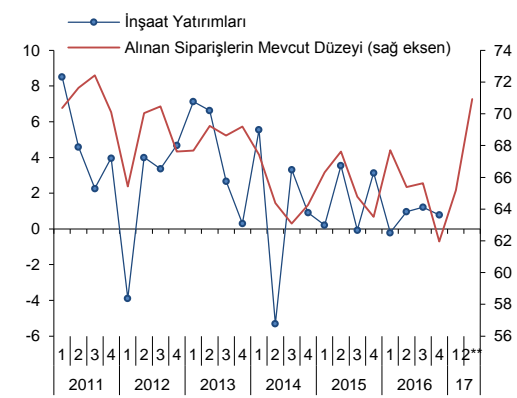
Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 4.2.6.**

Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Bin Adet)



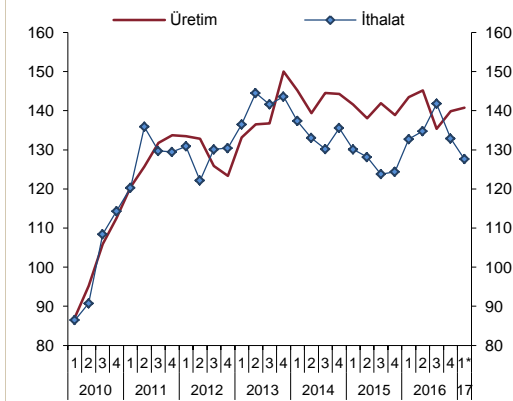
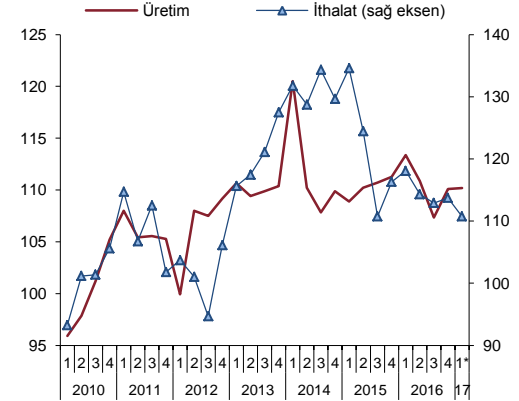
Kaynak: TÜRKİBESD, ODD, TCMB.

**Grafik 4.2.7.**Hizmet ve Perakende Sektör Güven Endeksleri  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)\*Nisan ayı verisidir.  
Kaynak: TÜİK**Grafik 4.2.8.**İnşaat Sektörü Güven Endeksi ve İnşaat Yatırımları\*  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

\* İnşaat yatırımları çeyreklik yüzde değişimdir. Alınan siparişlerin mevcut düzeyi ise inşaat sektörü güven endeksi alt kalemlerinden biridir.

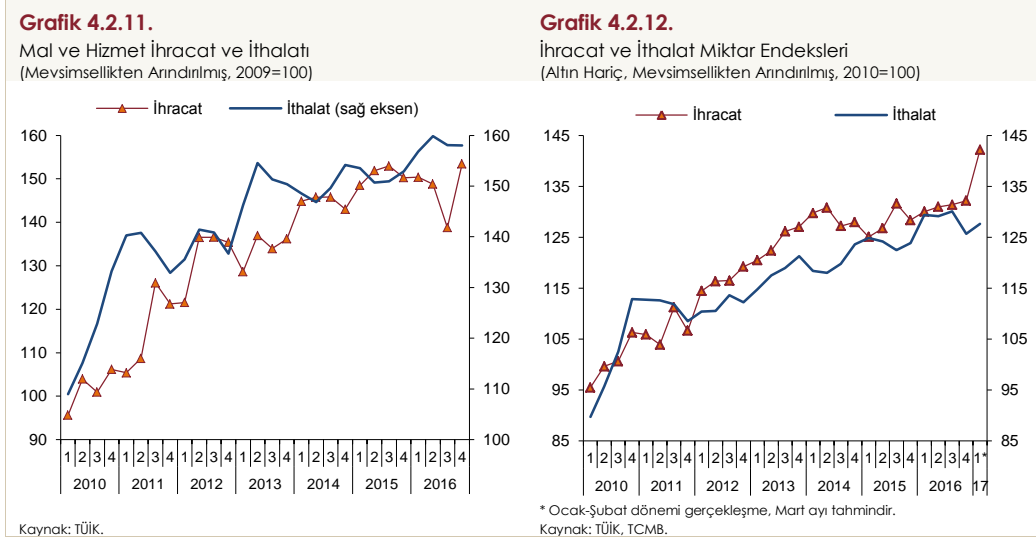
\*\* Nisan ayı verisidir.  
Kaynak: TÜİK

Mevcut göstergeler, yılın ilk çeyreğinde, yatırımlarda kuvvetli bir toparlanma sinyali vermemektedir. Ocak-Şubat döneminde makine-teçhizat üretimi sınırlı bir artış gösterirken, ithalatı geçen yılın son çeyrek değerinin altında kalmıştır (Grafik 4.2.9). Bu dönemde, inşaata ilişkin göstergelerden metalik olmayan mineral maddelerin üretimi önceki çeyrek seviyesini korurken, ithalatı gerilemiştir. Öte yandan, inşaat sektörü mevcut sipariş düzeyinde gözlenen toparlanma konut sektörüne ilişkin teşviklerle beraber değerlendirildiğinde, birinci çeyrekte inşaat yatırımlarının hız kazanabileceği öngörülmektedir (Grafik 4.2.8 ve Grafik 4.2.10).

**Grafik 4.2.9.**Makine-Teçhizat Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)\* Ocak-Şubat dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 4.2.10.**Mineral Maddeler Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)\* Ocak-Şubat dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

2016 yılı son çeyreğinde, turizmin ihracattaki payının azalmasına ve mal ihracatındaki güçlü artışa bağlı olarak, toplam mal ve hizmet ihracatı artmış; ithalatı ise dönemlik bazda yatay seyretmiştir (Grafik 4.2.11). Böylece, son çeyrekte net ihracat, çeyreklik büyümeye yüksek bir katkı yapmıştır. Yakın dönem verileri, ihracattaki kuvvetli artış eğiliminin sektörler ve bölgeler geneline yayılarak sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.2.12). Bununla birlikte, mevcut veriler, yurt içi talepteki ılımlı seyre bağlı olarak

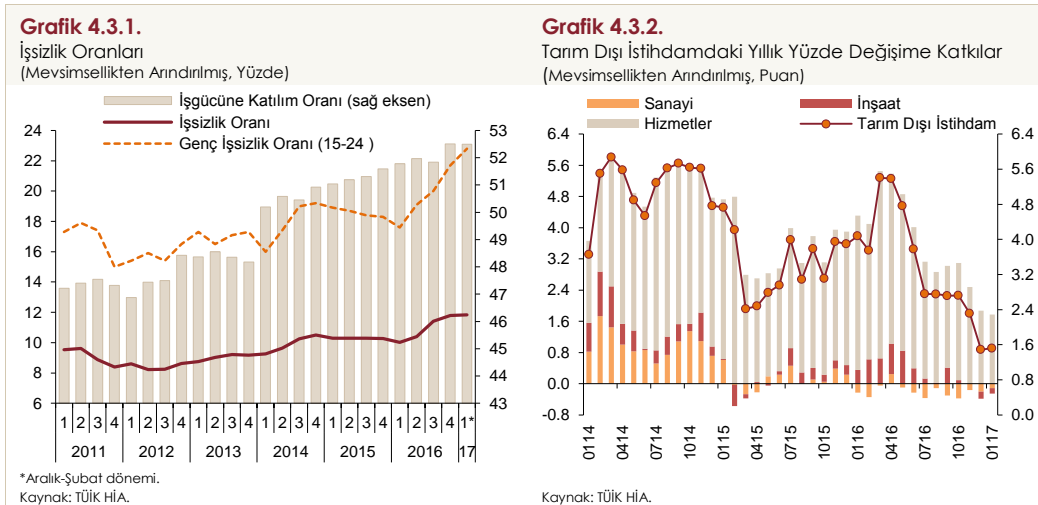
ithalatta sınırlı bir yükselişe işaret etmektedir. Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde, net ihracatın dönemlik büyümeye pozitif katkısının süreceği tahmin edilmektedir.



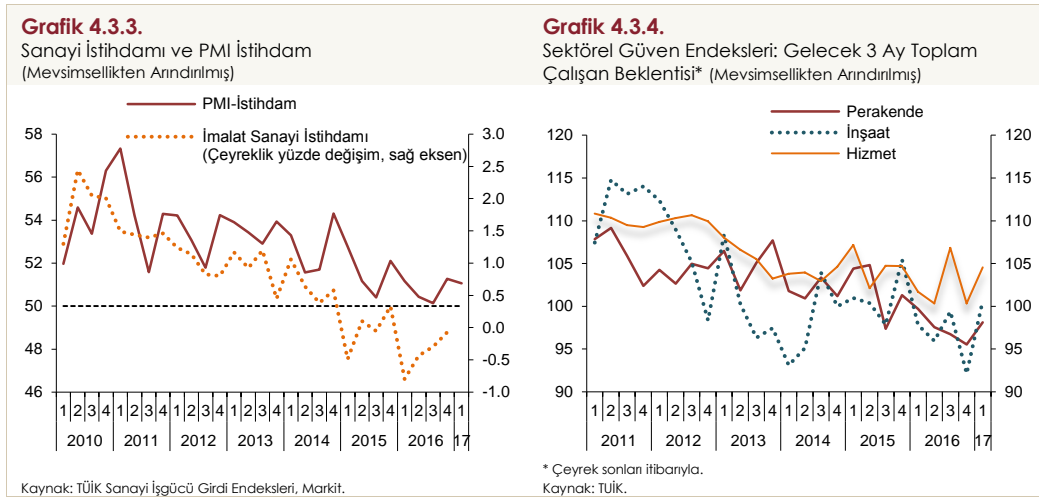
Özetle, 2016 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet hem yurt içi talep hem de net ihracat kaynaklı olarak toparlanmıştır. 2017 yılı ilk çeyreğine ilişkin göstergeler, iktisadi faaliyetin bir önceki döneme kıyasla yavaşlamakla birlikte ılımlı seyrini koruduğunu; yurt içi talepteki ivme kaybına karşılık net ihracatın dönemlik büyümeye destek verdiğini göstermektedir. Bununla beraber, ilk çeyrekte yüksek seyreden belirsizlik ile işgücü piyasası ve başta perakende olmak üzere hizmet sektörlerindeki zayıf seyrin, iç talep görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu değerlendirilmektedir.

### 4.3. Emek Piyasası

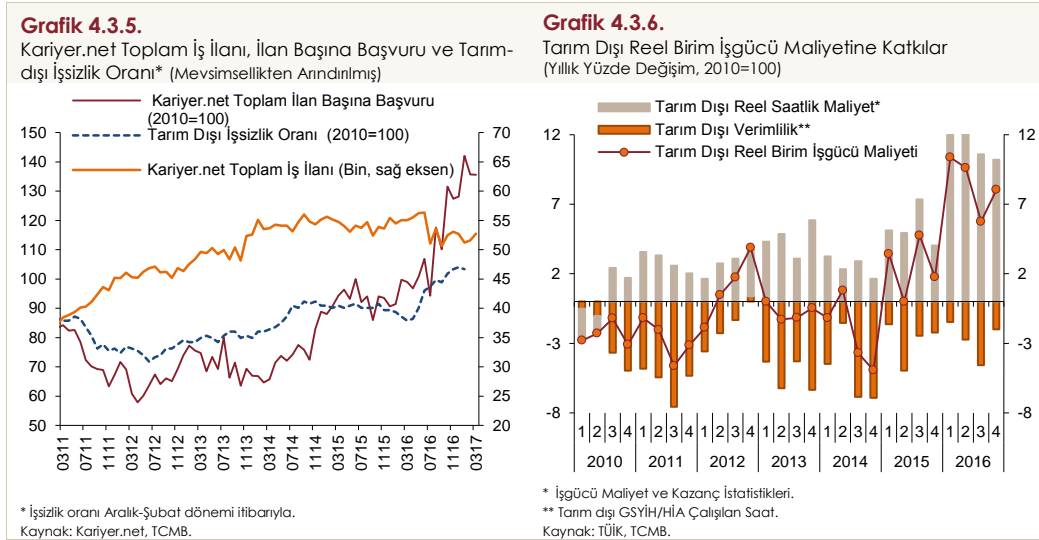
2016 yılında, iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak yeni iş imkânları azalmış, iş kayıpları artmış ve işsizlik belirgin oranda yükselmiştir. Yılın son çeyreğinde, tarım dışı istihdamdaki artış işgücüne katılımdaki yükselişi karşılamakta yetersiz kalmış ve toplam işsizlik oranı önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan artarak yüzde 11,8'e yükselmiştir (Grafik 4.3.1). İktisadi faaliyette yılın ikinci yarısında gözlenen seyir paralel olarak sanayi ve inşaat sektörleri istihdamında üçüncü çeyrekte daralma, son çeyrekte ise kısmi bir toparlanma yaşanmıştır (Grafik 4.3.2).



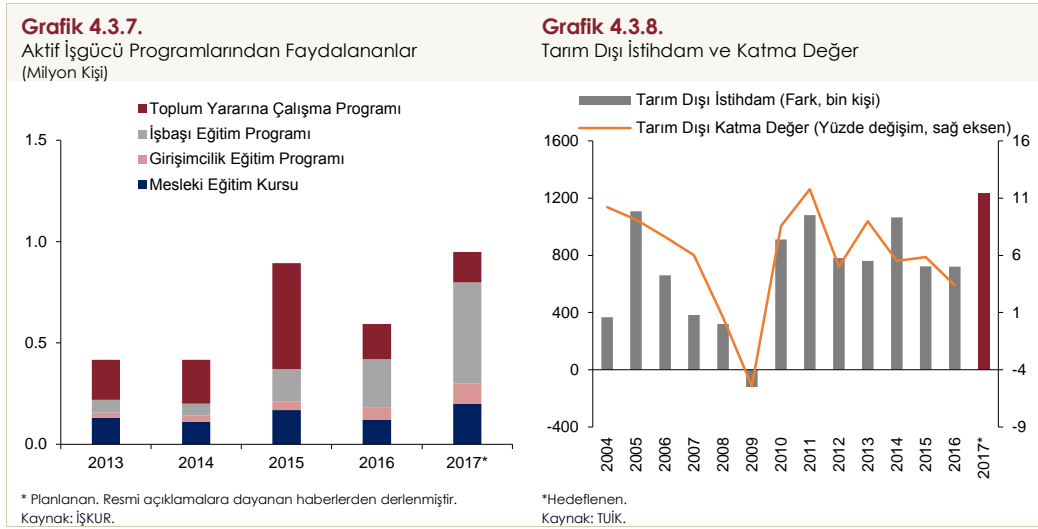
2016 Aralık-2017 Şubat dönemine ilişkin veriler, 2017 yılı ilk çeyreğinde, işgücü piyasasının zayıf seyrini koruduğuna işaret etmektedir. Bu dönemde, istihdam artışı düşük oranlarda gerçekleşirken toplam işsizlik son çeyreğe göre değişmemiş, genç işsizlik oranı ise artmaya devam etmiştir. Ancak, öncü göstergeler, Mart ayındaki görünümün ilk iki aya kıyasla daha olumlu olabileceğini göstermektedir. İmalat sanayi istihdamı için bir gösterge niteliği taşıyan PMI istihdam değeri, Ocak ayında geriledikten sonra Mart ayında yüksek bir oranda artarak çeyrek ortalamasını yukarı çekmiştir (Grafik 4.3.3). Benzer şekilde, Ocak ve Şubat aylarında zayıf seyreden hizmet, perakende ve inşaat sektörlerine yönelik gelecek üç ay istihdam beklentisi Mart ayında belirgin bir artış kaydetmiştir (Grafik 4.3.4). Söz konusu göstergeler istihdamdaki kötüleşme eğiliminin ilk çeyreğin sonuna doğru duraklamış olabileceğine işaret etmektedir.



Kariyer.net internet sitesi tarafından sağlanan verilere göre, yeni iş imkânlarının durumunu yansıtan toplam iş ilanları, 2016 yılı ikinci yarısında gerilediği düşük seviyede seyretmektedir. Bununla birlikte, bu göstergede de Mart ayında sınırlı bir artış göze çarpmaktadır (Grafik 4.3.5). Öte yandan, işsizlik oranı ile yakın hareket eden ilan başına başvuru sayısının seyri yukarı yönlüdür. Bu çerçevede, öncü göstergeler, yılın ilk çeyreği için işsizlik oranlarının yüksek seviyesini koruduğuna işaret etmektedir.



İşgücü piyasası gerçekleştirmelerinin arz yönlü etkileri ele alındığında, işsizlikteki yükselişin özellikle asgari ücretin üzerinde kazanan çalışanlar için ücret artışlarını sınırlandırdığı değerlendirilmektedir. Öte yandan, 2016 yılı asgari ücret ayarlamasının etkisiyle işgücü maliyetleri enflasyona ek yük getiren bir unsur olmuştur. Verimlilik artışının sınırlı olduğu bu dönemde, ücretlerdeki artış büyük oranda birim işgücü maliyetlerine yansımıştır (Grafik 4.3.6). Bununla birlikte, asgari ücret artışının işverene getirdiği yükün bir bölümünün devlet tarafından karşılanması, hem istihdam hem maliyetler üzerindeki olumsuz etkileri bir miktar sınırlandırmıştır. 2017 yılında asgari ücrete yüzde 8 oranında artış yapılmıştır. 2016 yılındaki asgari ücret artışı sonrası işverene getirilen devlet desteğinin 2017 yılında da sürmesi işverene maliyet artışını sınırlandırmaya devam edecektir.



2016 yılında, aktif işgücü programları istihdamı desteklemeye devam etmiştir. Uygulama kapsamında ağırlık, geçici bir nitelik taşıyan toplum yararına çalışma programlarından, işbaşı eğitim programlarına kaydırılmıştır. 2017 yılında aktif işgücü programlarının 2016 yılına göre artarak devam etmesi hedeflenmektedir (Grafik 4.3.7). 2017 yılı genelinde, işbaşı eğitim dâhil 2 milyon istihdam hedefleyen artı istihdam seferberliği başlatılmıştır.<sup>1</sup> Programlar kapsamında 2017 yılı genelinde hedeflenen 2 milyonluk istihdam artışı geçen yılın ortalamasına göre yaklaşık 1 milyon 200 bin kişi gibi yüksek bir istihdam artışına karşılık gelmektedir (Grafik 4.3.8).

Özetle, 2017 yılının ilk aylarında, istihdam düşük bir oranda artmaya devam etmiş ve toplam işsizlik 2016 yılı son çeyreğine kıyasla değişmemiştir. Öncü göstergeler, ilk çeyreğin sonuna doğru istihdam görünümünde bir miktar toparlanmaya işaret etmektedir. İstihdam ve işsizlik oranlarındaki mevcut eğilimler, önümüzdeki dönemde özel tüketim talebini sınırlayabilecek bir görünüm arz etmektedir. Firmalara verilen kredi desteklerinin ve artı istihdam programı kapsamında sağlanabilecek istihdam artışının, özel tüketimi ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini destekleyebileceği değerlendirilmektedir.

<sup>1</sup> Artı İstihdam Programı'yla katma değeri yüksek sektörlerde istihdam artıran işverenlere teşvik verilecektir. Öncelikle üniversitelerden yeni mezun olanları istihdam eden işverenlerin yararlanması amaçlanan bu teşvik kapsamında mevcut çalışan sayısına ilave olarak işe alınacaklar için aylık net asgari ücretin birinci yıl yansı, ikinci yıl ise yüzde 25'i devlet tarafından karşılanacaktır. Ayrıca, 9 Şubat 2017 tarih ve 687 sayılı Kararname ile 1 Şubat 2017 tarihinden itibaren özel işverenlerin sağlayacakları ilave istihdam için asgari ücret üzerinden sigorta primi, gelir vergisi stopajı ve damga vergisi desteği sağlanacaktır.

#### 4.4. 2017 Görünümü

Yurt içi talebi destekleyici teşviklerin yanı sıra, ihracat görünümünde öngörülen iyileşmeye bağlı olarak, 2017 yılı genelinde iktisadi faaliyetin ılımlı ve kademeli bir toparlanma eğilimi sergileyeceği öngörülmektedir. Özellikle, yurt içi belirsizliklerin hafiflemesiyle birlikte, söz konusu eğilimin, yılın ikinci yarısında güçleneceği tahmin edilmektedir. Makro ihtiyati tedbirlerdeki kısmi gevşemeye bağlı olarak, tüketici kredilerindeki seyrin ve istihdama ilişkin teşviklerin, 2017 yılında özel tüketim harcamalarını destekleyeceği öngörülmektedir. Öte yandan, 2017 yılında, ücretlerin özel tüketim harcamalarına yaptığı katkının önceki yıla kıyasla azalabileceği düşünülmektedir. Yatırım harcamalarının ise kamu yatırımlarında planlanan artış ve uygulanan teşvikler çerçevesinde, 2016 yılına kıyasla daha kuvvetli olabileceği tahmin edilmektedir.

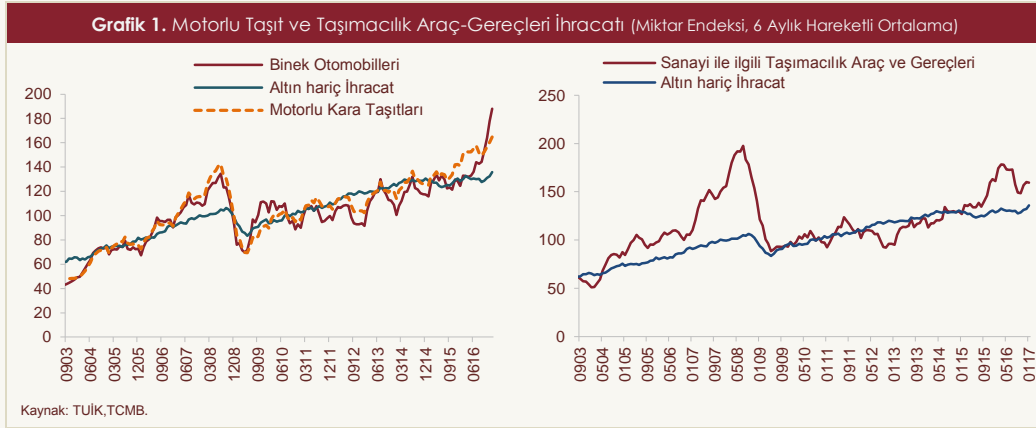
2017 yılında, mal ihracatının büyümeye katkısının artacağı öngörülmektedir. İhracatı destekleyecek unsurlar olarak ihracat ağırlıklı küresel büyüme görünümünde geçen yıla kıyasla gözlenen iyileşme, petrol fiyatlarındaki yükselişin petrol ihracatçısı dış ticaret ortaklarımıza yapabileceği pozitif gelir etkisi, reel kurun seyri, ihracat teşvikleri ve pazar çeşitlendirme esnekliği ön plana çıkmaktadır. Bununla birlikte, turizm görünümünde 2016 yılına kıyasla kayda değer bir iyileşme sinyali bulunmaması, hizmet ihracatının büyümeye katkısını sınırlayabilecek bir faktördür.

Özetle, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın gerek yurt içi gerekse yurt dışı talebin katkısıyla, 2017 yılı boyunca kademeli bir şekilde güçlenerek sürmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, 2017 yılında, büyümenin önceki yıla kıyasla daha olumlu bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir. Son olarak, emtia fiyatlarının cari açık üzerindeki olumlu etkisinin önümüzdeki dönemlerde kademeli olarak azalacağı öngörülmektedir.

Kutu  
4.1

## Türkiye'nin Otomotiv İhracatındaki İvmelenme ve AB İhracat Talebi

Türkiye'de ve dünyada otomotiv sektörü sanayiye yüksek katma değer ve istihdam sağlayan, ihracat kanalıyla döviz geliri kazandıran ve diğer sektörlerle olan güçlü ileri-geri bağlantıları ile büyümeyi sürükleyen önemli bir sektördür. Özellikle, 2008 küresel krizinden sonra, dünya otomotiv üretiminin gelişmiş ülkelere kayması süreci hızlanmış ve gelişmekte olan ülkelerin dünya üretiminden aldığı pay hızlı bir şekilde artmıştır. Nitekim Çin, Hindistan ve Türkiye 2015 yılında yıllık üretimini 2000 yılına göre, sırasıyla, 12, 5 ve 3 katına artırmıştır (Pişkin, 2017). Üretimdeki artış ile beraber, 2016 yılında Türkiye'de otomotiv ihracatı yüzde 13,4 oranında yükselmiş ve sektör yaklaşık 2 milyar ABD doları dış ticaret fazlası vermiştir.<sup>2</sup> Otomotiv ihracatı, küresel krizden bu yana toplam ihracat büyümesine paralel bir eğilim sergilerken, 2016 yılı başından itibaren toplam ihracattan olumlu yönde ayrılmıştır (Grafik 1). Söz konusu ayrışma, genelleşen yayılmakla birlikte binek otomobillerde daha belirgindir. Bu çerçevede, kutuda otomotiv ihracatında son dönemde yaşanan ivmelenme en büyük ihracat pazarı olan AB talebi perspektifinden mercek altına alınacaktır.



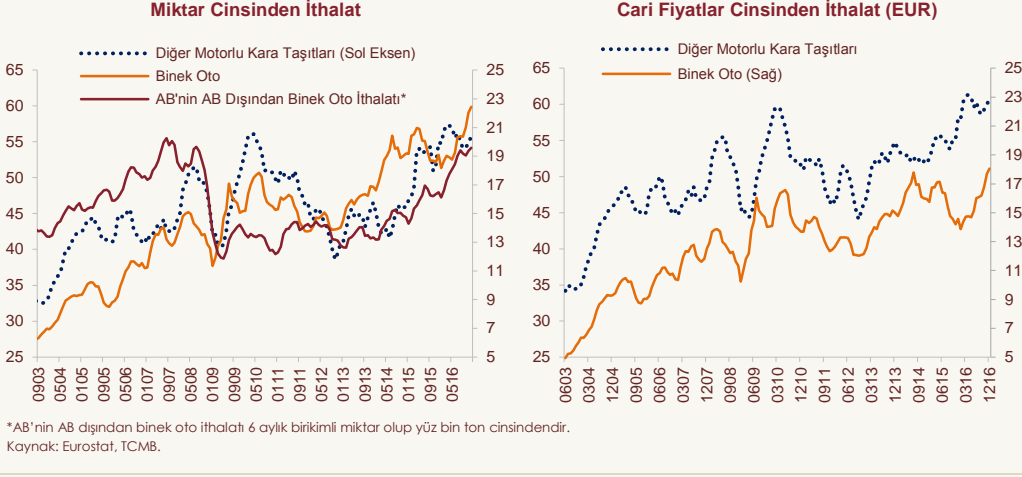
Grafik 2, AB'nin AB dışı ülkelere gerçekleştirdiği motorlu kara taşıtları ithalatı içinde Türkiye'nin pazar payının zaman içerisindeki değişimini göstermektedir. AB'nin AB dışından yaptığı binek oto ve diğer motorlu kara taşıtları<sup>3</sup> toplam ithalatı içinde, Türkiye'nin pazar payının genel olarak artış eğiliminde olduğu gözlenmektedir. İthalat miktarı kg olarak değerlendirildiğinde, 2003-2016 döneminde binek oto ithalatında Türkiye'nin pazar payı yaklaşık 3,8 katına çıkmıştır. Bu oran, diğer motorlu kara taşıtlarında yaklaşık 1,8 kat olarak gerçekleşmiştir.

2016 yılının Ocak ayında yüzde 18 olan Türkiye'nin binek oto pazar payı 4 puanlık artışla Aralık ayında yüzde 22 seviyesine yükselmiştir. AB dışından binek oto ithalatının miktar olarak da hızlı arttığı söz konusu dönemde Türkiye'nin pazar payını artırması önemli bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Özellikle binek otomobillerde dikkat çeken bu artışın arkasında yatan en önemli etkenin, otomotiv üreticilerinin yeni modellerini ihraç etmeye başlamaları olduğu düşünülmektedir. Diğer motorlu kara taşıtlarında ise 2016 yılının başında yüzde 55 olan pazar payı, 2016 sonunda 1 puanlık artışla yüzde 56 olarak gerçekleşmiştir.

<sup>2</sup> Türk Gümrük Tarife Cetveli (GTİP) kapsamındaki 87 no'lu dış ticaret verileri baz alınarak hazırlanmıştır. Otomotiv aksam ve parçaları kalemini de kapsamaktadır.

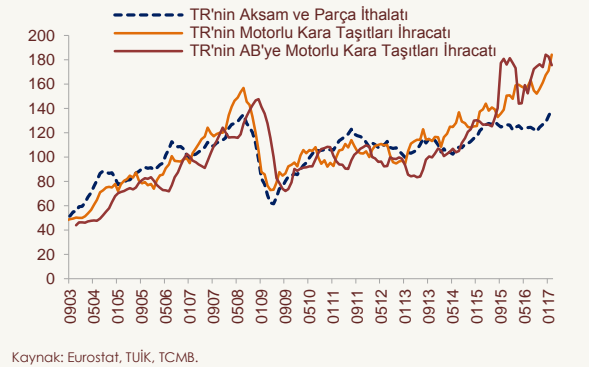
<sup>3</sup> Diğer motorlu kara taşıtları, traktörler, 10 veya daha fazla kişi taşımaya mahsus (sürücü dahil) motorlu taşıtlar, eşya taşımaya mahsus motorlu taşıtlar ve özel amaçlı motorlu taşıtlar (kurtarıcılar, vinçli, iffaiye, beton kanştırıcılığı, yol süpürme, zift vb taşıtlar) içermektedir.



**Grafik 2. AB'nin AB Dışı Motorlu Kara Taşıtı İthalatı İçerisinde Türkiye'nin Payı (Yüzde, 6 Aylık Hareketli Ortalama)**

Diğer taraftan, Türkiye'nin 2016 yılı itibarıyla miktar cinsinden hesaplanan binek otodaki pazar payı, cari fiyatlarla hesaplanan pazar payından daha büyüktür. Bu durum, AB'ye binek oto ihraç eden diğer ülkelere kıyasla Türkiye'nin kg başına ortalama fiyatının daha düşük olduğuna işaret etmektedir. Diğer motorlu kara taşıtlarında ise binek otodakinin tam tersi bir görünüm göze çarpmaktadır. Diğer bir deyişle, Türkiye'nin bu kalemden cari fiyatlarla hesaplanan pazar payı, miktar cinsinden hesaplanan pazar payından daha yüksektir. AB'ye diğer motorlu kara taşıtları ihraç eden AB dışı ülkelerin kg başına ortalama fiyatının, Türkiye'nin kg başına ortalama fiyatından daha düşük olduğu gözlenmektedir.

Motorlu kara taşıtları üretimindeki yüksek ithal girdi kullanımı (Saygılı ve diğerleri, 2010) dikkate alındığında Türkiye'nin motorlu kara taşıtları ihracatında son dönemde gözlenen güçlü artışın, aksam ve parça ithalatında bir artışı beraberinde getirmesi beklenebilir. Ancak, 2015 yılının başından bu yana aksam ve parça ithalatı durağan seyrederken, motorlu kara taşıtları ihracatının genel olarak artış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 3). Bu görünüm, motorlu kara taşıtları üretiminde yerli girdi kullanımının ilgili dönemde artmış olabileceğine yönelik bir bulgu sunmaktadır. Öte yandan, son dönemde yeni çıkan modellerin sürüklediği ihracat artışının, aksam ve parça ithalatında bir artış eğilimi başlattığı gözlenmektedir. Yeterli fiziki ve beşeri sermaye birikiminin oluşmasıyla, yeni modeller için gerekli aksam ve parçaların bazılarının zamanla yurtiçinde üretilmeye başlanacağı ve bu doğrultuda, aksam ve parça ithalatındaki artış hızının ihracat artış hızının gerisinde kalabileceği tahmin edilmektedir.

**Grafik 3. Türkiye'nin Motorlu Taşıtı İhracatı ve Aksam-Parça İthalatı (Miktar, 2010=100, 6 Aylık Birikimli)**

Sonuç olarak, 2016 yılında otomotiv sektörü ihracatının yüksek oranlı artış göstermesi dış talep koşulları açısından olumlu bir yılın yaşandığını göstermektedir. Gerek temel ihracat pazarı olan AB'deki güçlü pazar büyümesi, gerekse yeni modellerin pazara sunulması bu artışın sürükleyicisi olmuştur. Diğer taraftan, genişleyen AB pazarı içinde Türkiye'nin pazar payının artması da büyüme ve cari işlemler dengesi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bu açıdan, 2017 yılında AB büyüme görünümünün 2016 yılına göre daha olumlu olması, AB pazarında elde edilen kazanımlar ile beraber düşünüldüğünde, otomotiv ihracatında son dönemde yaşanan ivmelenmenin bu yıl da devam edeceği konusunda işaret sunmaktadır.

#### **Kaynakça**

Pişkin, S., 2017, Türkiye Otomotiv Sanayii Rekabet Gücü ve Talep Dinamikleri Perspektifinde 2020 İç Pazar Beklentileri, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Ocak 2017 Otomotiv Sektör Raporu.

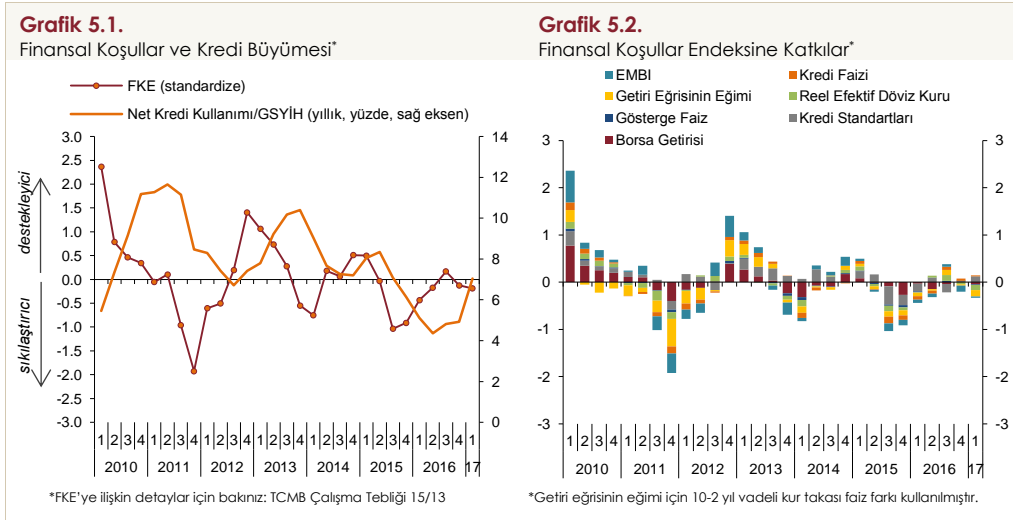
Saygılı, Ş., C. Cihan, C. Yalçın ve T. Hamsici, 2010, Türkiye İmalat Sanayinin İthalat Yapısı, TCMB Çalışma Tebliği No. 10/02.

## 5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

2017 yılının ilk çeyreğinde, ABD'nin seçim sonrası politikalarına ilişkin algıda normalleşme ve Mart ayı ile birlikte Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların düşüren faktörler olmuştur. Buna ek olarak, küresel büyümeye ilişkin olumlu beklentiler, gelişmekte olan ülkelere dair risk algılamalarının olumlu seyretmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda, son dönemde, gelişmekte olan ülkelerde yoğun portföy girişleri gözlenmiş, uzun vadeli faizler gerilemiş, borsa endeksleri ve yerel para birimleri değer kazanmıştır.

Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana küresel risk iştahının artmasına bağlı olarak Türkiye'de de portföy girişleri gözlenmiştir. Para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının etkisiyle getiri eğrisinin eğimi tersine dönmüş, Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrışarak geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi etmiştir. Diğer yandan, finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi koşulları toparlanmaya devam etmektedir. 2017 yılının ilk çeyreğinde, tüketici kredilerinde ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerdeki canlı seyrin etkisiyle toplam kredi büyümesi geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkmıştır. Ayrıca, işletmelere yönelik kamu kredi destekleri sayesinde bankaların KOBİ'lere uyguladığı standartlar bir miktar gevşemiştir.

Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir yansıması olarak düşünülebilecek Finansal Koşullar Endeksi, 2017 yılının ilk çeyreğinde sınırlı miktarda sıkılaştırıcı yönde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1). İlk çeyrekte, kredi koşulları (kredi faizi ve kredi standartları) endekse destekleyici yönde katkı verirken, getiri eğrisinin eğimi, reel efektif döviz kuru, borsa getirisi, gösterge faiz ve EMBI endeksi sıkılaştırıcı yönde etkilemiştir (Grafik 5.2).

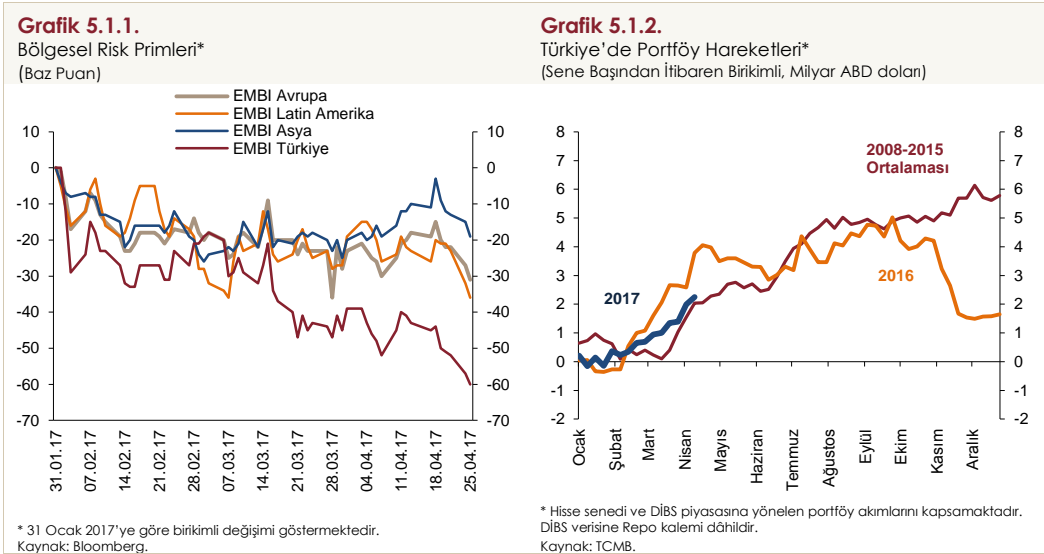


TCMB, enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici duruşunu korumaktadır. 2017 yılı Nisan ayı PPK toplantısında, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiştir. Parasal sıkılaştırma ilave Türk lirası ve döviz likiditesi önlemleri ile de desteklenmektedir (Kutu 5.1).

## 5.1. Finansal Piyasalarda Görelî Performans

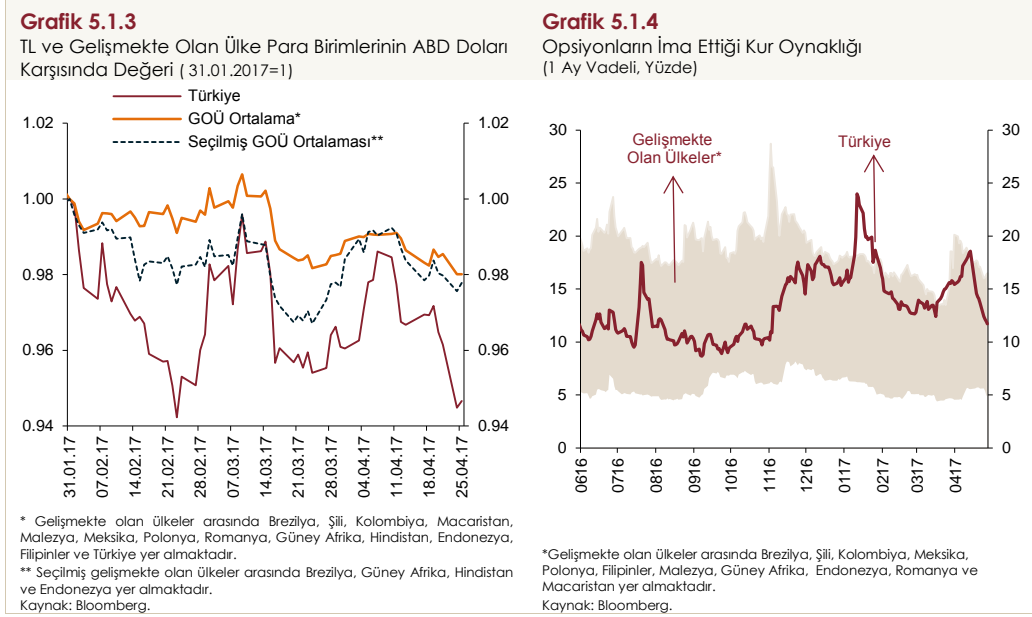
### Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Son dönemde, küresel büyümedeki toparlanma sinyalleri ve Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması, gelişmekte olan ülkelere dair risk algılamalarını olumlu yönde etkilemiş; uluslararası portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, Türkiye'nin risk primi diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). Türkiye'ye yönelen portföy akımları ise, sene başından bu yana birikimli olarak, geçmiş yıllar ortalamasına yakın seyretmiştir (Grafik 5.1.2). Türkiye'ye portföy girişleri yılın ilk iki ayında hisse senedi piyasası kaynaklı olurken, Mart ve Nisan ayları ile birlikte DİBS piyasasında da girişler gözlenmeye başlamıştır.



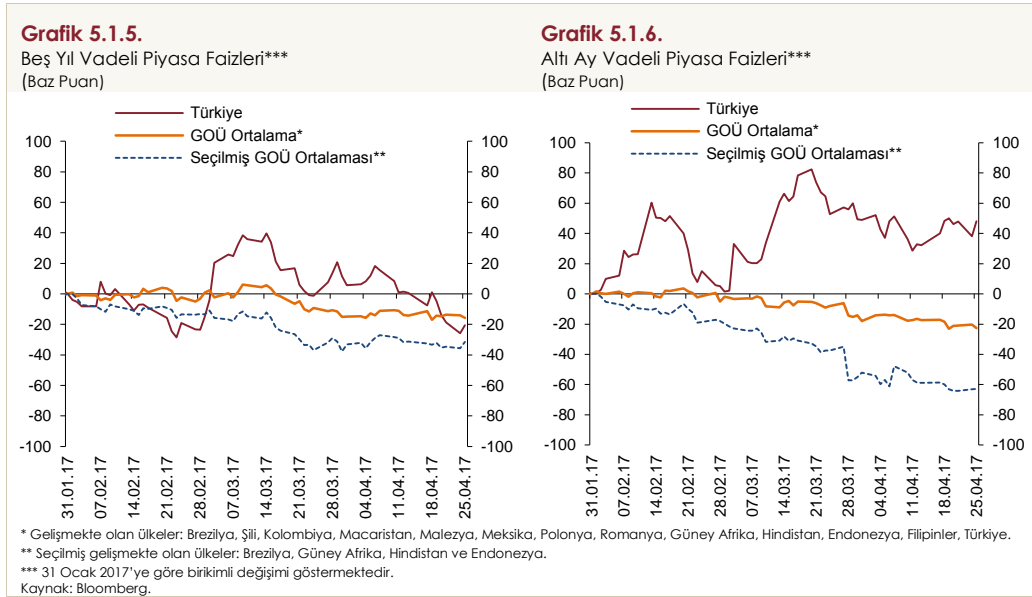
### Döviz Kurları

Gelişmekte olan ülke para birimleri, geçtiğimiz Rapor dönemine göre ABD doları karşısında sınırlı düzeyde değer kazanmıştır (Grafik 5.1.3). Türk lirası ise Ocak ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle, geçmiş dönem kayıplarını büyük ölçüde geri alarak, benzer ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmıştır. Küresel risk iştahındaki artışa bağlı olarak, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklığında da düşüş eğilimi gözlenmiştir (Grafik 5.1.4). Ancak, yakın dönemde, Fed'in sene sonunda bilanço küçültmeye başlayabileceği sinyalleri, Güney Afrika'daki siyasi olaylar ve jeopolitik gelişmeler Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinin kur oynaklıklarında dalgalanmalar yaşanmasına neden olmuştur. Sonuç olarak, Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı, geçtiğimiz Rapor dönemine göre daha düşük düzeye gerilemiştir.



### Piyasa Faizleri

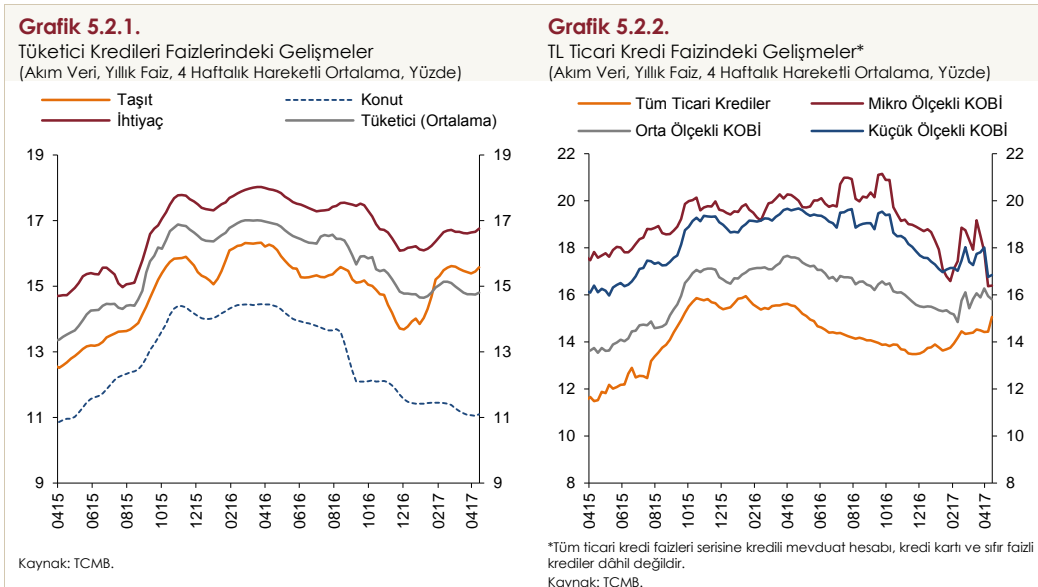
Ocak Ayı Enflasyon Raporu'ndan bu yana, gelişmekte olan ülkelerdeki piyasa faizleri üzerinde, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair beklentiler ile ülkelerin makroekonomik görünümleri temel belirleyiciler olmuştur. Olumlu seyreden küresel risk iştahının etkisiyle pek çok ülkede piyasa faizleri hem kısa hem de uzun vadelerde düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Türkiye'de ise, TCMB'nin parasal sıkılaştırma adımlarının etkisiyle, piyasa faizleri kısa vadelerde artış göstererek, diğer gelişmekte olan ülkelere yukarı yönlü ayrılmıştır.



## 5.2. Kredi Koşulları

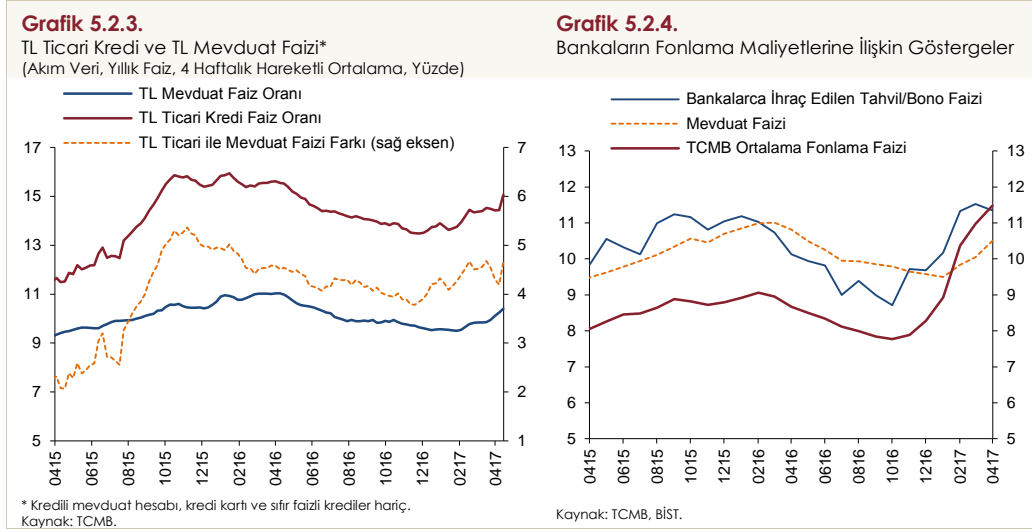
### Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

Tüketici kredisi ve ticari kredi faizlerinde bir süredir gözlenen düşüş eğilimi 2017 yılının başında durmuştur (Grafik 5.2.1 ve Grafik 5.2.2). 2017 yılının ilk çeyreğinde, gerek tüketici gerekse ticari kredi faizleri artmış; ancak söz konusu artış, TCMB ortalama fonlama maliyetindeki yükselişe kıyasla sınırlı düzeylerde kalmıştır. Bu durumun iktisadi faaliyete ilişkin görece olumlu beklentiler ve kamu kredi garantileri sayesinde bankaların kredi verme iştahının artmasından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana konut kredisi faizlerinde düşüş eğiliminin sürdüğü, taşıt ve ihtiyaç kredisi faizlerinde ise ılımlı artışlar olduğu gözlenmiştir. 14 Nisan 2017 itibarıyla, ortalama tüketici ve ticari kredi faizleri, sırasıyla, yüzde 14,8 ve yüzde 15,1 olarak gerçekleşmiştir.



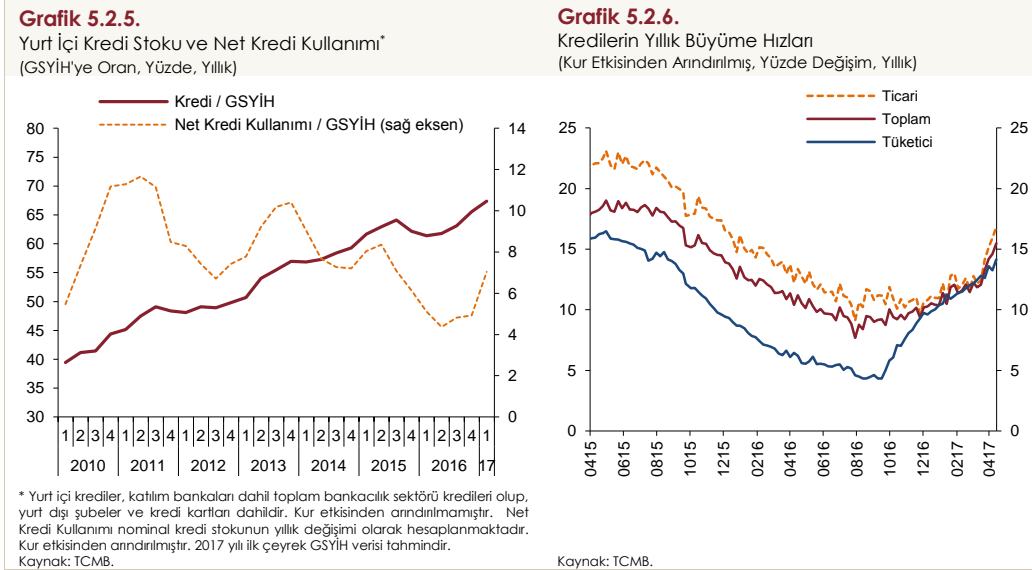
Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana ılımlı bir artış sergilemiştir. Benzer bir hareket ticari kredi faiz oranında da görülmüş, ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark sınırlı düzeyde artarak 14 Nisan 2017 itibarıyla 467 baz puan olmuştur (Grafik 5.2.3). Kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır.

2017 yılının ilk çeyreğinde, mevduat faizlerindeki artışın yanı sıra, bankaların mevduat dışı fonlama maliyetleri de yükselmiştir (Grafik 5.2.4). Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, mevduat faizleri 91 baz puan artarken, bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri 118 baz puan yükselmiştir.



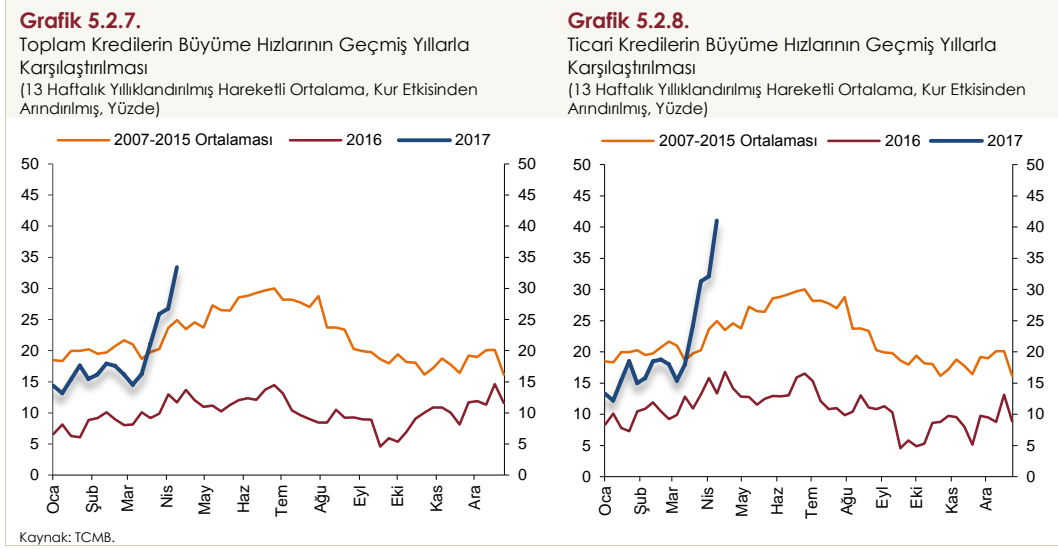
### Kredi Hacmi

2017 yılının ilk çeyreğinde, finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi büyümesindeki toparlanma eğilimi devam etmiştir. Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı, bir önceki çeyreğe göre artış kaydederek, 2017 yılının ilk çeyreğinde yüzde 7 seviyesine yükselmiştir (Grafik 5.2.5).

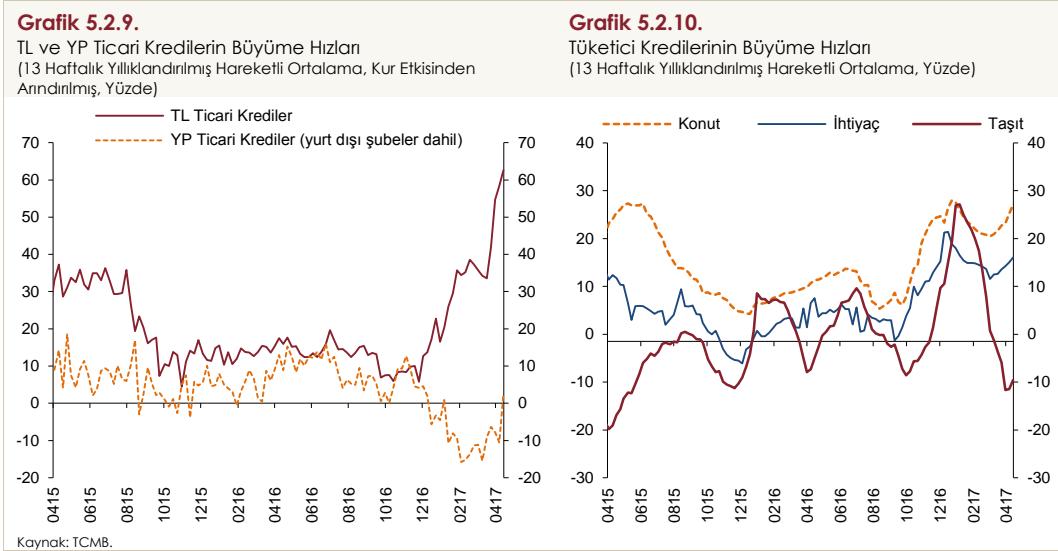


2017 yılının ilk çeyreğinde, finansal olmayan kesime kullanılan kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin yıllık değişimi yaklaşık yüzde 15,5 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.6). Kredilerin alt kalemlerinin yıllık büyümelerine bakıldığında, tüketici güvenindeki kısmi toparlanma, makro ihtiyati tedbir ve teşviklerin etkisiyle tüketici kredilerindeki artış eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Buna ek olarak, son dönemde, KOSGEB kredileri ve Kredi Garanti Fonu gibi ticari kredilere dair teşviklerin devreye girmesiyle ticari kredi büyümesi de artış kaydetmiştir. Bu çerçevede, 2016 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren artış eğiliminde olan toplam kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı, 2017 yılının Mart ayından bu

yana ticari krediler kaynaklı olarak ivme kazanmış ve geçmiş yıllar ortalamasının üstüne çıkarak 14 Nisan 2017 itibarıyla yüzde 33,4'e yükselmiştir (Grafik 5.2.7).



2017 yılının Mart ayında hızlanan ticari krediler büyüme oranı, tarihsel ortalamasına göre daha yüksek seviyelere gelmiştir (Grafik 5.2.8). Ticari kredilerdeki yükselişin, destekleyici maliye politikalarının da etkisiyle, Türk lirası cinsi ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranındaki güçlü artıştan kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bununla birlikte, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı, kur gelişmeleri, yabancı para fonlama maliyetlerindeki artış ve zayıf seyreden yatırım iştahı nedenleriyle sene başından itibaren sıfırın altında gerçekleşmiştir.



Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, 2017 yılının ilk çeyreğinde, konut ve ihtiyaç kredilerindeki güçlü seyrin devam ettiği görülmüştür (Grafik 5.2.10). Tüketici kredileri içerisinde en büyük paya sahip olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı, destekleyici makro ihtiyati politikalar ve maliye politikası teşvikleri sebebiyle geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde seyretmeye devam etmiş ve 14 Nisan 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 27,1 olmuştur. İhtiyaç kredileri büyümesi de bir miktar ivme

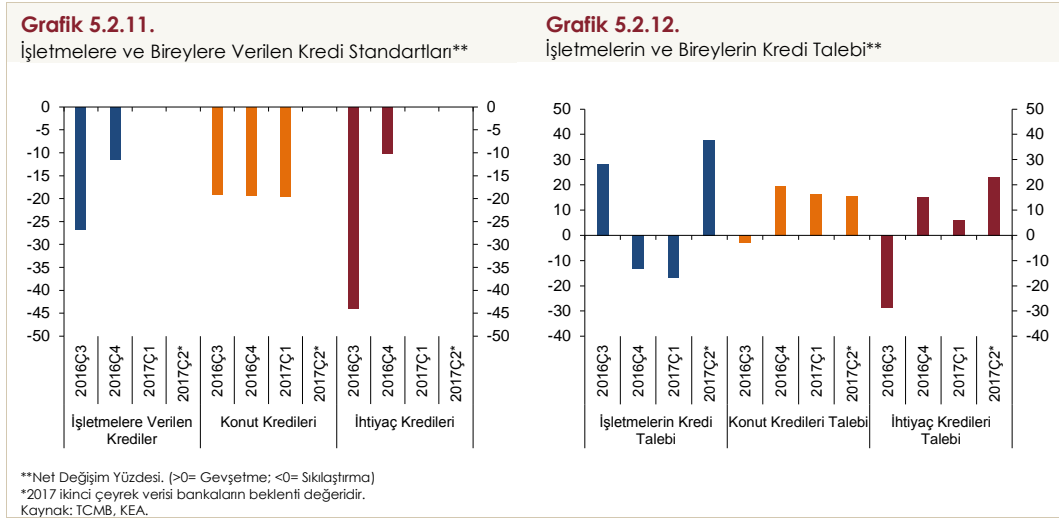


kaybetmekle birlikte son çeyrekte güçlü seyirini korumuş ve yıllıklandırılmış büyüme oranı yaklaşık yüzde 16 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, 2016 yılının son çeyreğinde ÖTV artışı öncesi talebin öne alınmasıyla artan taşıt kredileri büyümesi, yakın dönemde tekrar mevsimsel düzeylerine gerilemiş ve yıllıklandırılmış büyüme oranı 14 Nisan 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde -9,6 olmuştur.

### Kredi Standartları

2017 yılının ilk çeyreğinde, bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartlarda sıkılaşıma eğiliminin durduğu görülmektedir (Grafik 5.2.11). Ölçek bazında bakıldığında, KOBİ'lere verilen kredilerin standartlarının; vade ayırımında bakıldığında hem kısa hem uzun vadeli kredi standartlarının; para cinsi ayırımında bakıldığında ise TL cinsi kredi standartlarının gevşediği; büyük işletmelere verilen kredi standartlarında değişiklik olmazken, YP cinsi kredilerde bir miktar sıkılaşıma gerçekleştiği gözlenmiştir. Bankalara göre, kredi standartlarını sıkılaştırıcı yönde etkileyen en önemli faktör genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler olmakla birlikte söz konusu faktörün bir önceki çeyreğe göre sıkılaştırıcı yöndeki etkisi daha düşüktür. İşletmelere verilen kredilerin teminat koşullarının ise bu dönemde değişmediği gözlenmiştir.

Ankete katılan bankaların yanıtlarına göre, işletmelerin kredi talebinin yılın ilk çeyreğinde bir miktar düştüğü görülmektedir (Grafik 5.2.12). Ölçek ayırımında bakıldığında, KOBİ'lerin kredi talebinde artış görülmektedir. Vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında ise, kısa vadeli kredi ve TL cinsi kredi talebinde belirgin değişiklik gözlenmezken uzun vadeli kredi ve YP cinsi kredi talebinde ise düşüş görülmüştür. Kredi talebindeki daralmanın en önemli nedeni sabit yatırımlardaki zayıf seyir olmakla birlikte borcun yeniden yapılandırılması ihtiyacı kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmiştir. Bankaların 2017 yılı ikinci çeyreğe ilişkin beklentilerine göre işletmelere verilen kredilerin standartlarının değişmeyeceği öngörülmektedir. İşletmelerin kredi talebinde ise YP krediler hariç artış beklenmektedir.



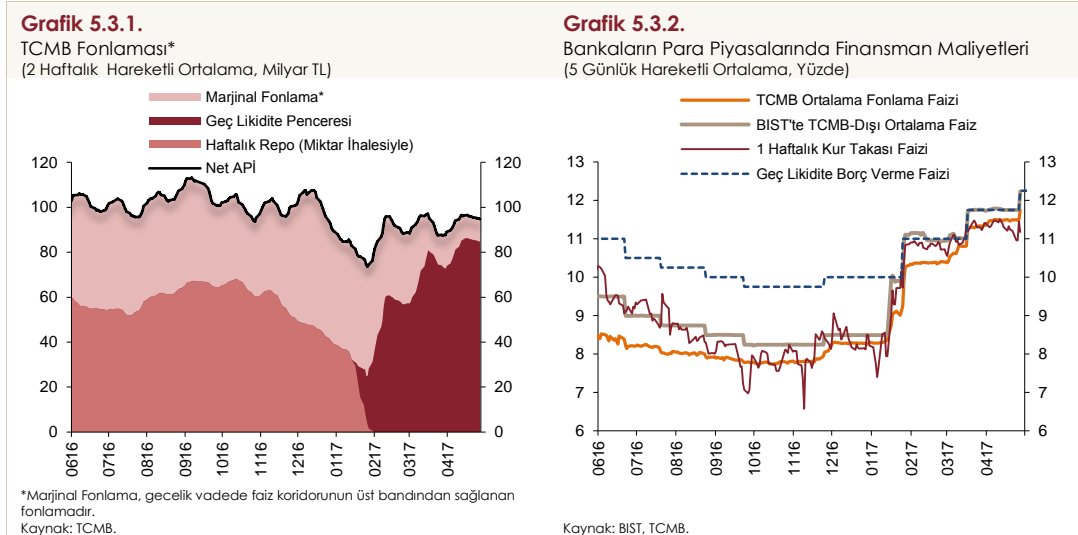
Kredi Eğilim Anketi'nde bireysel kredilere yönelik yanıtlar incelendiğinde, 2017 yılı ilk çeyreğinde konut kredilerine uygulanan kredi standartlarında sıkılaşıma görülürken ihtiyaç kredilerine uygulanan standartlarda değişiklik gözlenmemektedir (Grafik 5.2.11). Bireysel kredi talebi bakıldığında ise konut ve ihtiyaç kredisi talebinde artış gözlenmiştir (Grafik 5.2.12). Bankalara göre, tüketici güveni konut kredisi talebini azaltıcı yönde etkilerken, konut piyasasına ilişkin beklentiler söz konusu talebi artırıcı yönde

etkilemiştir. İhtiyaç kredilerinde, menkul kıymet alımları ve dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcama talebi artıran, tüketici güvenindeki bozulma ve krediler üzerindeki vergi ve benzeri yükler talebi azaltan faktörler olarak belirtilmiştir. Bankaların 2017 yılı ikinci çeyrek beklentilerine göre bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının değişmeyeceği; ancak, konut ve ihtiyaç kredilerinde talep artış olacağı öngörülmektedir.

### 5.3. Para Politikası Uygulamaları

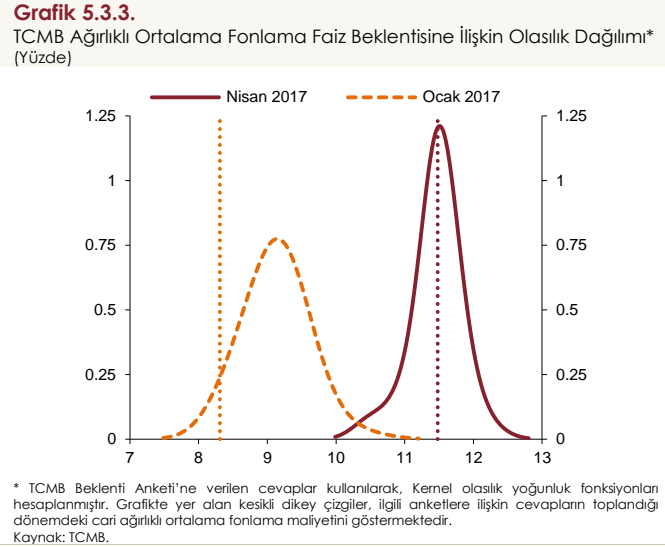
#### Piyasa Gelişmeleri

TCMB fonlaması, 2016 yılının genelinde ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleri ile yapılmıştır. Ancak, 2017 yılı başında döviz piyasasında yaşanan iktisadi temellerden kopuk hareketlilik üzerine TCMB tarafından güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmıştır. Buna göre, 12 Ocak 2017'den itibaren bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş, marjinal fonlama kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek artan bir kısmı Geç Likidite Penceresinden (GLP) sağlanmaya başlanmıştır (Grafik 5.3.1).

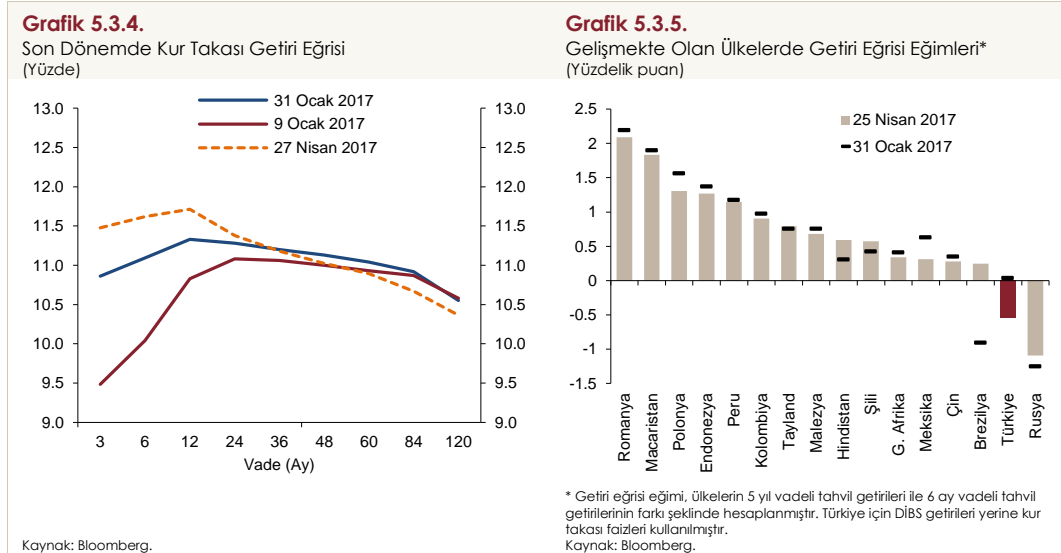


Bahis geçen likidite uygulamalarının yanı sıra, Ocak ayı PPK toplantısında marjinal fonlama ve GLP faiz oranlarının, Mart ayı PPK toplantısında da GLP faiz oranının artırılmasının etkisiyle, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi yükselmiştir. Güçlü parasal sıkılaştırma, BIST Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz ve bir hafta vadeli kur takası faizine de yansımıştır (Grafik 5.3.2).

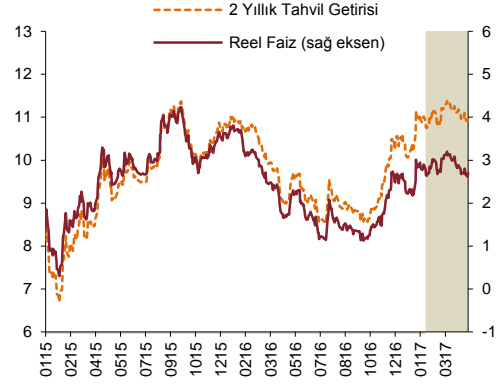
TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizine ilişkin beklenti dağılımı, Nisan ayında, Ocak ayına kıyasla daha düşük beklenti oynaklığı ima ederken, beklentinin orta noktası Nisan ayında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinde değişiklik olmasının beklenmediğine işaret etmektedir (Grafik 5.3.3).



Kısa vadeli kur takası getirileri bir önceki Rapor döneminden bu yana TCMB'nin sıkılaştırıcı para politikası uygulamalarının etkisiyle belirgin biçimde yükselirken, uzun vadeli kur takası getirilerinde herhangi bir değişiklik meydana gelmemiştir (Grafik 5.3.4). Bunun sonucunda, kur takası getiri eğrisi tersine dönmüştür. Tahvil getirilerinde de benzer bir hareket gözlenmiş, getiri eğrisinin eğimi azalmıştır. Böylece, Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında Rusya'nın ardından getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmuştur (Grafik 5.3.5).

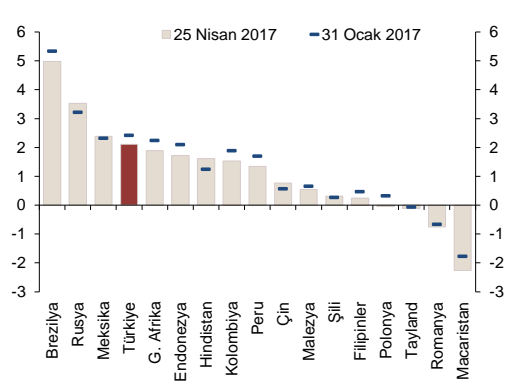


TCMB tarafından uygulanmakta olan sıkılaştırıcı likidite politikalarının etkisiyle, iki yıl vadeli tahvilin getirisinde de sınırlı artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.3.6). Söz konusu artışlarla birlikte enflasyon beklentilerinin de yükselmesi nedeniyle 2 yıllık reel faizlerdeki artış daha az olmuştur (Grafik 5.3.7).

**Grafik 5.3.6.**Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi\*  
(Yüzde)

\*2 yıllık devlet tahvilii getirilerinden, TCMB Beklenii Anketi'nden alınan önmüzdeki 2 yıla ilişkin TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik 5.3.7.**İki Yıllık Reel Faizler\*  
(Yüzde, 5 Nisan 2017 Tarihi İtibarıyla)

\*Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvilii getirilerinden, Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen önmüzdeki 2 yıla ilişkin enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

### Para Politikası Tepkisi

2017 yılı Ocak ayında döviz kurlarında gözlenen aşırı hareketlilik, enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskleri artırmıştır. TCMB, döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkisi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle, kısa vadede enflasyondaki belirgin yükselişin devam edebileceği öngörüsüyle enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar vermiştir. Bu çerçevede, 2017 yılı Ocak ayı PPK toplantısında marjinal fonlama oranı yüzde 8,5'ten yüzde 9,25'e, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde, borç verme faiz oranı yüzde 10'dan yüzde 11'e yükseltilmiştir.

2017 yılı Ocak ayı başında döviz kurunda yaşanan oynaklıkların ve ekonomik temellerden uzaklaşan fiyatlamaya hareketlerinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri alınmıştır. Bu çerçevede, TCMB, 12 Ocak 2017 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açmamıştır. Buna ek olarak, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitleri, 11 Ocak 2017 tarihinden itibaren kademeli olarak 22 milyar Türk lirasından 11 milyar Türk lirasına düşürülmüştür. 16 Ocak 2017 tarihinden itibaren gerekli görülen günlerde Borsa İstanbul bünyesindeki Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarında TCMB tarafından yapılan fonlama tutarı sınırlandırılmaya başlanmıştır.

Yukarıda bahsi geçen tedbirlere ilave olarak, 10 Ocak 2017 tarihinde yabancı para zorunlu karşılık oranları da tüm vade dilimlerinde 50 baz puan indirilmiştir. Ayrıca, TCMB, Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla, 17 Ocak 2017 tarihinde, Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasasını açmıştır. Döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlayacak bir diğer tedbir de 17 Şubat 2017 tarihinde reeskont kredilerinin geri ödenmesine yönelik alınan karar olmuştur. Buna göre 1 Ocak 2017 tarihinden önce kullanılan ve 31 Mayıs 2017 (dâhil) tarihine kadar vadesi dolacak olan ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinin, kredi vadesinde ödenmesi kaydıyla, geri ödemelerinin Türk lirası olarak da yapılabilmesine imkân tanınmıştır. Bu işlemlerde, TCMB tarafından 2 Ocak 2017 tarihinde ilan edilen döviz alış kurlarının esas alınacağı duyurulmuştur.

Ocak ayında para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesi ile finansal göstergelerde iyileşme gözlenmiştir. Ayrıca, TCMB fonlama faizindeki yükselişe karşın kredi faizleri ılımlı seyretmekte, büyüme görünümündeki kısmi toparlanma, makro ihtiyati düzenlemeler ve kamu teşviklerinin etkisiyle kredi büyümesindeki canlanma devam etmektedir. Mart ayı itibarıyla, iktisadi faaliyette gözlenen ılımlı eğilime rağmen Türk lirasındaki birikimli değer kaybına bağlı olarak ortaya çıkan maliyet baskıları enflasyonda belirgin bir yükselişe yol açmıştır. Döviz kurlarındaki oynaklık, maliyet kanalıyla olduğu kadar beklenti ve fiyatlama davranışı kanalıyla da enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmuştur. İlaveeten, döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli yansımalarının yanı sıra özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak, kısa vadede, enflasyondaki yükselişin devam edeceği öngörülmüştür. Bu gelişmeler sonucunda, Mart ayı PPK toplantısında, GLP borç verme faiz oranı yüzde 11'den yüzde 11,75'e yükseltilmiştir.

Son aylarda yaşanan maliyet yönlü gelişmeler ve gıda fiyatlarındaki oynaklık enflasyonun hızlı bir yükseliş göstermesine neden olmuştur. Yakın dönemde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. Bu nedenle, Nisan ayında, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiş; GLP borç verme faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 12,25'e yükseltilirken diğer TCMB faizleri sabit tutulmuştur.

Yılın ilk çeyreğinde alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmadan döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede, kredi kanalını daha da olumsuz etkilemek yerine, döviz piyasasına etki eden, ancak reel ekonomi üzerindeki yansımaları daha sınırlı olan bir politika uygulanmıştır. Nitekim makro ihtiyati politikaların ve krediye erişimi desteklemek için alınan diğer önlemlerin etkisiyle, kredi faizlerindeki artışın, bu aşamada sınırlı kaldığı görülmektedir. Diğer taraftan, 2016 yılının Kasım ayından itibaren yapılan parasal sıkılaştırmanın diğer piyasa faizleri üzerinde belirgin bir etkisi olmuştur. Söz konusu dönemde, BIST gecelik repo faizi ve kur takası faizinin TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ile uyumlu hareket etmesi ve döviz piyasasının görece olarak istikrara kavuşması, para politikası aktarımının amaçlanan şekilde gerçekleştiğine işaret etmektedir. TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

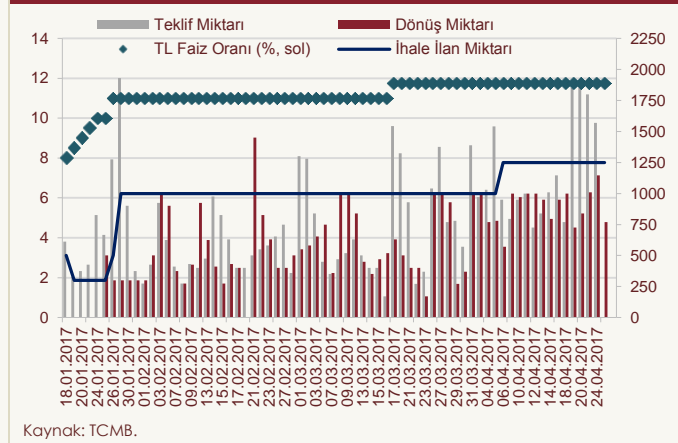
Kutu  
5.1

## TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depo Piyasası İşlemleri

Para politikasının farklı piyasalardaki etkinliğinin güçlendirilmesi amacıyla TCMB, ihtiyaç halinde, araç çeşitliliğini artırmak yoluna gidebilmektedir. Bu çerçevede, TCMB, 17 Ocak 2017 tarihinde TL Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasası işlemi yapacağını duyurmuş; 18 Ocak 2017 tarihinde ise ilk ihale yapılmıştır. TCMB'nin gerçekleştirdiği söz konusu işlemde iki adet depo işlemi karşılıklı olarak aynı anda yapılmaktadır. Depo işlemi; döviz, altın ya da Türk lirası gibi finansal bir varlığın belli bir süre için başka bir kuruluşa ödünç verilme işlemi olarak tanımlanabilir. TCMB tarafından uygulamaya konan işlemde, TCMB, bankalara döviz deposu sağlarken, bankalar da karşılığında Türk lirası deposu vermektedir. Vadesi bir hafta olan bu işlem iki aşamada gerçekleştirilir. İşlemin ilk aşamasında, TCMB, bankalara bir hafta süre için döviz ödünç verirken, bankalar ise aynı süre için TCMB'ye Türk lirası ödünç verir. İşlemin ikinci ve son aşaması ise vade süresi bittiğinde yani bir hafta sonra yapılır. Bu işlemde bankalar ödünç aldıkları dövizleri faiziyle birlikte TCMB'ye iade ederken, TCMB de bankalardan aldığı Türk lirasını faiziyle birlikte bankalara iade eder.

TCMB, Döviz Depo Piyasası işlemlerini, Döviz Karşılığı Efektif Alım-Satım işlemlerini ve Türk Lirası Karşılığı Döviz Alım-Satım işlemlerini piyasadaki döviz likiditesini düzenlemek için araç olarak kullanmaktadır. Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları işlemlerine de Türk lirası ve döviz likiditesindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla başlanmıştır. TCMB'nin likidite yönetiminde, sistemden kalıcı ve etkili olarak likidite çekilmesi için Türk Lirası karşılığı döviz alım-satım işlemleri kullanılmaktadır. Ancak, bu yolla döviz satılması, TCMB'nin döviz rezervlerinin kalıcı olarak azalmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan, bir döviz ödünç verme yöntemi olan Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları işlemi TCMB'nin rezervleri kalıcı olarak azalmamaktadır.

**Grafik 1.** Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasası İhale ve Fonlama Tutarları (Milyon ABD doları) ve TL Faiz Oranı (Yüzde)



Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları ihalelerinin başladığı tarih olan 18 Ocak 2017'den itibaren ihale tutarları, katılımcı bankaların ihaleden aldıkları toplam ABD doları tutarları ve TL faiz oranları Grafik 1'de görülmektedir. İhalelerde teklif miktar/ihale tutarı oranı ortalama yüzde 87 civarında olup, TL faiz oranı kademeli olarak yüzde 8'den 17 Mart 2017 itibarıyla yüzde 11,75'e, ABD doları faiz oranı da yüzde 0,75'ten 16 Mart 2017'de yüzde 1'e yükseltilmiştir.

**Grafik 2'**de bir hafta vadeli olarak yapılan Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları işlemlerinde ihalelerde bankalara ödünç verilen toplam ABD doları tutarından vadesi gelen işlem toplam tutarının düşülmesi ile hesaplanan bir hafta birikimli hacimleri sunulmaktadır. Söz konusu işlemlerin birikimli hacmi en yüksek düzeyine 6 Nisan 2017 tarihinde yaklaşık 4.9 milyar ABD doları ile ulaşmış olup, ortalama hacim yaklaşık 3 milyar ABD doları seviyesindedir.

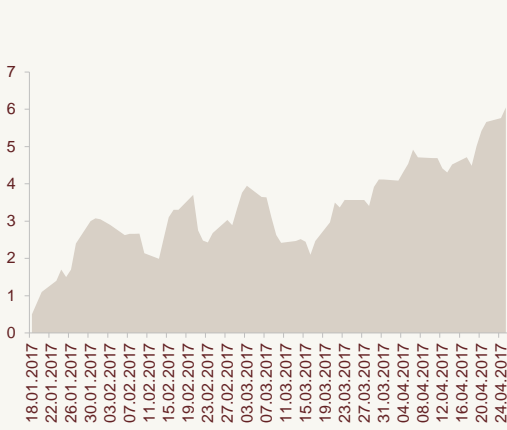
Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasası işlemlerinde uygulanacak faiz oranları ve ihale miktarları belirlenirken birçok gösterge takip edilir. Bunlardan bazıları

- Kur takası piyasalarında benzer vadelerde oluşan faiz oranları,
- TCMB'nin o gün uyguladığı likidite politikası ve faiz oranları,
- Bankacılık sisteminin Türk lirası ve döviz likiditesi koşullarıdır.

Göstergelerdeki değişiklikler çerçevesinde ihalede uygulanan faiz oranları ve ihale tutarları dinamik bir yaklaşımla günlük olarak değiştirilebilmektedir.

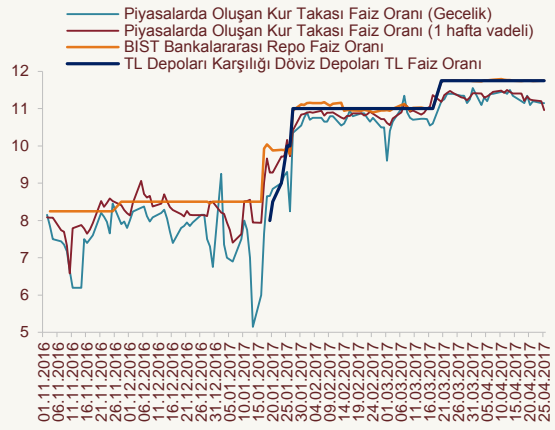
**Grafik 3,** TCMB'nin Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depo Piyasası işlemlerinde Türk lirasına uygulamakta olduğu faiz oranları ile çeşitli para piyasası faiz oranlarını göstermektedir. Söz konusu işlemler likidite yönetimi açısından kullanılmakla birlikte kur takası piyasalarındaki Türk lirası faizler için referans oluşturmayı da sağlayan hedef odaklı bir politika aracıdır. Nitekim söz konusu faiz oranının devreye girmesiyle, kur takası piyasası faizleri, diğer para piyasası faizlerine daha yakın ve uyumlu hareket etmeye başlamıştır.

**Grafik 2.** Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İşlemlerinin Bir Hafta Birikimli Hacmi\* (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB.

**Grafik 3.** Piyasalarda Oluşan Kur Takası Faiz Oranları ile TL Depoları Karşılığı Döviz Depoları Faiz Oranı ve Piyasa Faizi



Kaynak: TCMB.

Sonuç olarak, uygulanan politika neticesinde bankaların önemli bir Türk lirası finansman kalemi olan kur takası piyasası faizlerindeki aşağı yönlü oynaklıkların azalması, para politikası aktarımının güçlenmesini sağlamaktadır. Böylece piyasalarda para politikasının etkinliğinin daha yaygın olarak hissedildiği görülmektedir.





## 6. Kamu Maliyesi

İktisadi büyümenin yavaşlama eğilimine girdiği 2016 yılında, maliye politikası, özellikle kamu tüketim harcamaları yoluyla büyümeyi desteklemiştir. Bu doğrultuda, kamu tüketim harcamaları, 2016 yılında yüzde 2,9 olarak gerçekleşen GSYİH büyüme oranına 1 puan doğrudan katkı sağlamıştır. Bu dönemde, maliye politikası, tüketim ve yatırım teşvikleri yoluyla da iktisadi faaliyete destek vermiştir. Örneğin, 2016 yılının son çeyreğinde, özel tüketim talebini canlandırmak amacıyla konut alımlarını teşvik edici yönde vergi düzenlemeleri yapılmıştır. Ayrıca, 8 Aralık 2016 tarihinde, reel sektöre finansal destek sağlamak ve yatırımı, istihdamı ve ihracatı teşvik etmek amacıyla, Ekonomi Koordinasyon Kurulu kararları çerçevesinde bir dizi tedbir ve teşvik kamuoyuna açıklanmıştır. Öte yandan, genişletici maliye politikası uygulamalarına bağlı olarak bütçede ortaya çıkabilecek bozulmayı sınırlamak ve mali disiplinin sürdürülmesini sağlamak amacıyla, yıl sonuna doğru, otomobil ve tütün gibi ürünlerin ÖTV oranları artırılmıştır. Söz konusu düzenlemeler, 2016 yılında tüketici enflasyonunu yükseltici yönde etki yapmıştır.

Bu çerçevede, 2016 yılında, merkezi yönetim bütçe açığı/GSYİH oranı, geçen yıla göre bir miktar artış göstererek yüzde 1,1 olarak gerçekleşmiştir. Turizm sektöründeki sorunlar ve iktisadi faaliyetteki yavaşlama nedeniyle vergi gelirlerinde oluşan kayıplar (Kutu 6.1) ve faiz dışı harcamalardaki yükseliş, bütçe açığındaki artışta belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, vergi dışı gelirlerin yüksek oranda artması, faiz giderlerindeki gerileme, akaryakıt, tütün ve otomobil üzerinden alınan ÖTV'ye yönelik ayarlamalar ve 6736 sayılı "Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Kanun" kapsamında elde edilen gelirler, bütçe performansındaki bozulmayı sınırlayan unsurlar olmuştur.

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

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

2017 yılının Ocak-Mart döneminde, merkezi yönetim bütçe dengesi, 14,9 milyar TL açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 3,9 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Bu dönemde, bütçe performansı, bütçe harcamalarındaki yüksek artış hızı ve vergi gelirlerindeki ılımlı artış oranı nedeniyle, geçen yılın aynı dönemine göre, bir miktar bozulma kaydetmiştir.

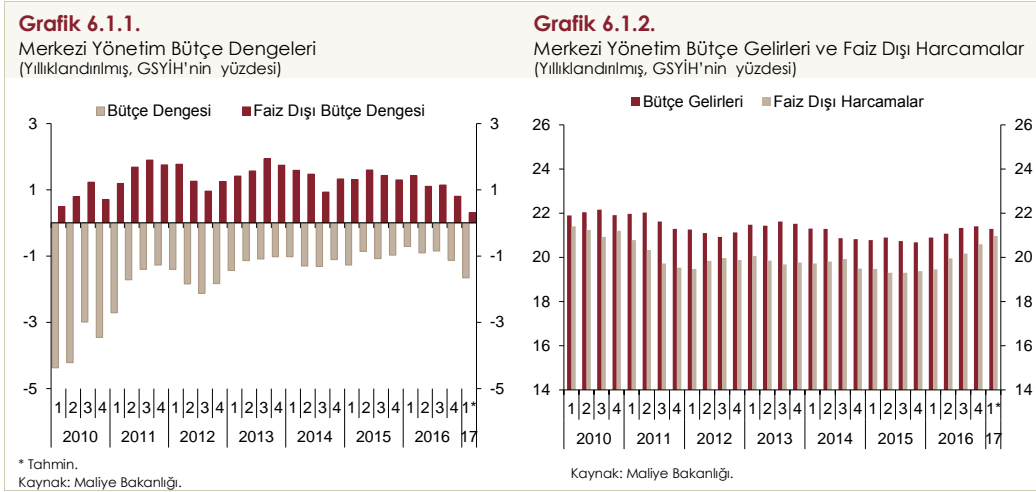
Söz konusu dönemde, vergi gelirleri, 2016 yılının aynı dönemine göre yüzde 12 oranı ile görece olarak ılımlı bir artış kaydederken, vergi dışı gelirlerdeki yüzde 7 oranındaki gerilemenin etkisiyle merkezi yönetim bütçe gelirleri yüzde 9,9 oranında yükselmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde, faiz dışı bütçe harcamaları yüzde 22,2 oranında artarak bütçe gelirlerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve faiz dışı fazlanın geçen yıla göre azalmasına yol açmıştır.

**Tablo 6.1.1.**Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar TL)

	Ocak-Mart 2016	Ocak-Mart 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	131,7	159,7	21,3	24,7
Faiz Giderleri	16,5	18,8	14,3	32,7
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	115,2	140,8	22,2	24,0
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	131,7	144,7	9,9	24,2
I. Vergi Gelirleri	108,5	121,6	12,0	23,8
II. Vergi Dışı Gelirler	17,7	16,4	-7,0	22,5
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>0,0</b>	<b>-14,9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>16,5</b>	<b>3,9</b>	<b>-76,4</b>	<b>36,6</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yılının ilk çeyreği itibarıyla, merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2016 yılının aynı dönemine göre, 1 puan civarında artarak, yüzde 1,7 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.1). Aynı dönemde, faiz dışı bütçe fazlasının GSYİH'ye oranının ise geçen yılın ilk çeyreğine göre 1,1 puan azalarak, yüzde 0,3 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının, 2016 yılında girdiği hızlı artış eğiliminin 2017 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir. Nitekim, bu oranın, 2017 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre 1,5 puan artarak yüzde 21 seviyesine yükselmesi beklenmektedir (Grafik 6.1.2). Bu gelişme, büyük ölçüde, cari transfer harcamalarında süregelen artış eğiliminden kaynaklanmıştır. Aynı dönemde, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2016 yılı sonunda vergi gelirlerine yönelik yapılan düzenlemelerin etkisi ile yüzde 21,3 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

2017 yılının Ocak-Mart dönemine ilişkin veriler, merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarında, geçen yılın aynı dönemine göre kaydedilen yüzde 22,2 oranındaki yüksek artışta, özellikle cari transferler, sermaye giderleri ile mal ve hizmet alım giderlerinin belirleyici olduğuna işaret etmektedir (Tablo 6.1.2). Cari transferlerde gözlenen yüksek artış hızında, sosyal güvenlik açık finansmanı kalemi ile işveren sigorta primindeki 5 puan indirim etkili olmuştur. Cari harcamaların en önemli bileşeni olan personel giderlerinin artış hızının ise görece olarak düşük kaldığı gözlenmektedir. Yatırım harcamaları olarak değerlendirilen harcama kalemlerinden sermaye giderleri ve sermaye transferlerinin artış hızları ise sırasıyla yüzde 52,9 ve yüzde 66,9 olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılı bütçesinde, kamunun büyümeye özellikle yatırımlar yoluyla katkı yapması beklenmektedir.

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

	Ocak-Mart 2016	Ocak-Mart 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Faiz Dışı Bütçe Giderleri</b>	<b>115,2</b>	<b>140,8</b>	<b>22,2</b>	<b>24,0</b>
1. Personel Giderleri	38,7	41,9	8,4	25,8
2. SGK Devlet Primi Giderleri	6,6	7,0	6,7	25,8
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	9,2	11,1	19,8	21,2
4. Cari Transferler	54,2	71,4	31,7	28,7
a) Görev Zararları	1,2	1,0	-15,8	14,4
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	26,7	38,2	42,9	32,7
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	3,1	4,9	60,7	38,2
d) Gelirden Ayrılan Paylar	15,7	17,7	12,4	25,2
e) Hane Halkına Yapılan Transferler	1,9	2,8	46,2	21,1
5. Sermaye Giderleri	3,3	5,0	52,9	7,5
6. Sermaye Transferleri	0,7	1,1	66,9	10,3
7. Borç Verme	2,6	3,3	29,9	25,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2017 yılının Ocak-Mart döneminde, merkezi yönetim genel bütçe gelirlerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,4 oranında arttığı görülmektedir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde, vergi gelirleri yüzde 12 ile ılımlı bir artış göstermiştir. Söz konusu artışta, 2017 yılının ilk çeyreğinde özel tüketim harcamalarının görece düşük seyredeceği beklentisine rağmen, 6736 sayılı Kanun kapsamında vergi gelirlerine aktarılan tutarlar ile ÖTV'de yapılan düzenlemeler etkili olmuştur. Vergi dışı gelirlerin yüzde 7 oranında gerilemesinde, özelleştirme gelirlerinin, geçen yılın aynı dönemine göre azalması etkili olmuştur.

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

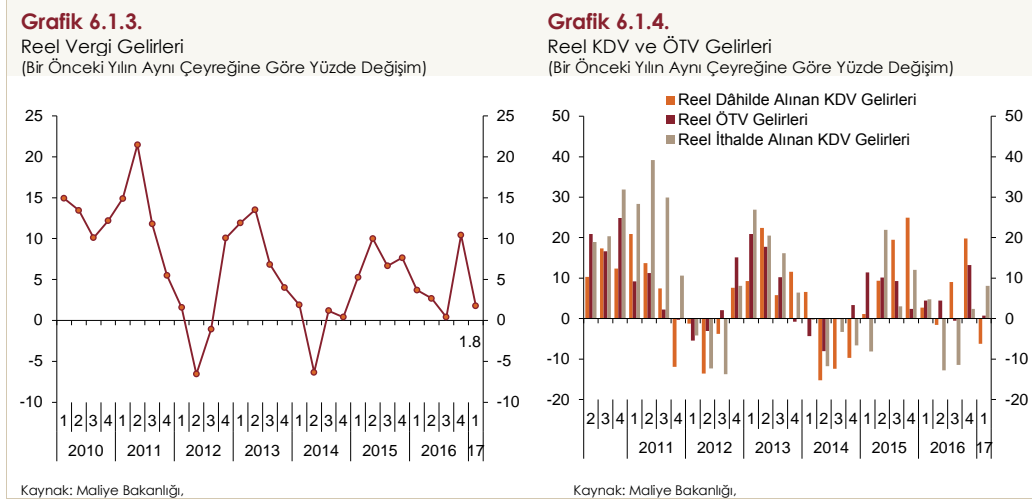
	Ocak-Mart 2016	Ocak-Mart 2017	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>126,2</b>	<b>138,1</b>	<b>9,4</b>	<b>23,6</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>108,5</b>	<b>121,6</b>	<b>12,0</b>	<b>23,8</b>
Gelir Vergisi	22,9	25,0	9,2	22,9
Kurumlar Vergisi	10,3	12,6	22,8	27,3
Dahilde Alınan KDV	13,1	13,5	2,9	23,7
ÖTV	25,3	28,1	10,9	20,6
İthalde Alınan KDV	17,9	21,4	19,3	25,5
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>17,7</b>	<b>16,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>22,5</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	2,2	2,4	11,9	14,2
Faizler, Paylar ve Cezalar	7,8	8,0	3,5	21,4
Sermaye Gelirleri	6,5	4,8	-26,3	30,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, vergi gelirlerinde gözlenen ılımlı artışta, dolaylı vergilerde ÖTV ile dahilde alınan KDV'nin; dolaysız vergilerde ise gelir vergisinin etkili olduğu gözlenmektedir. Buna karşılık, dolaylı vergilerde, ithalde alınan KDV'nin, dolaysız vergilerde de kurumlar vergisinin görece olarak yüksek artış kaydettiği görülmektedir. Toplam ÖTV tahsilatının düşük düzeyde gerçekleşmesinde ise petrol ve doğalgaz ürünleri üzerinden alınan ÖTV gelirleri ile motorlu taşıtlar üzerinden alınan ÖTV gelirlerinin artış hızlarının düşük kalması etkili olmuştur. Buna karşılık, 2017 yılının ilk çeyreği itibarıyla, bütün mamulleri ve alkollü içkiler üzerinden yapılan ÖTV tahsilatlarının görece olarak yüksek bir artış hızı kaydettiği gözlenmektedir. İthalde alınan KDV ise özellikle kurdaki artışlara bağlı olarak geçen yılın Ocak-Mart dönemine göre 2017 yılının ilk çeyreğinde yüzde 19,3 oranında yüksek bir artış kaydetmiştir.

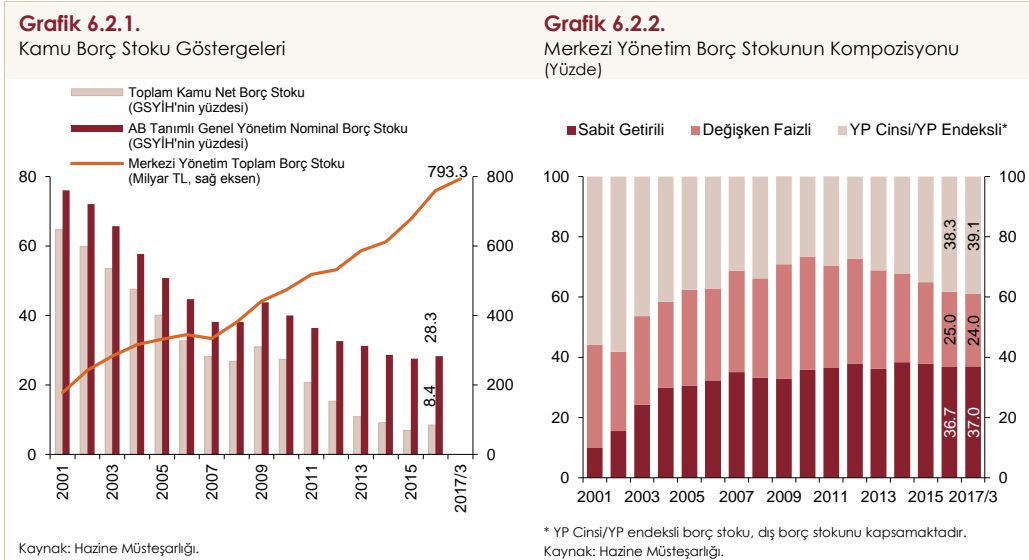
Yıllık değişim oranları incelendiğinde, reel vergi gelirlerinin 2016 yılı son çeyreğinde yükselişe geçtiği, ancak 2017 yılının ilk çeyreğinde hız kaybedip yüzde 1,8 oranında arttığı görülmektedir (Grafik 6.1.3). Bu artışta, iktisadi faaliyetlerdeki canlanmadan çok, geçen yılın son aylarında bazı vergi

oranlarında yapılan ayarlamaların<sup>1</sup> ve 6736 sayılı Kanun çerçevesinde elde edilen tahsilatın etkili olduğu düşünülmektedir. Alt kalemler itibarıyla bakıldığında, 2017 yılı birinci çeyreğinde ithalde alınan KDV tahsilatının, reel bazda yıllık yüzde 8,1 oranında artarak güçlü bir performans sergilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).



## 6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Toplam kamu net borç stokunun ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, 2016 yılında bir önceki yıla göre bir miktar artış göstermiştir (Grafik 6.2.1). 2016 yılı itibarıyla, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 28,3 seviyesindedir.

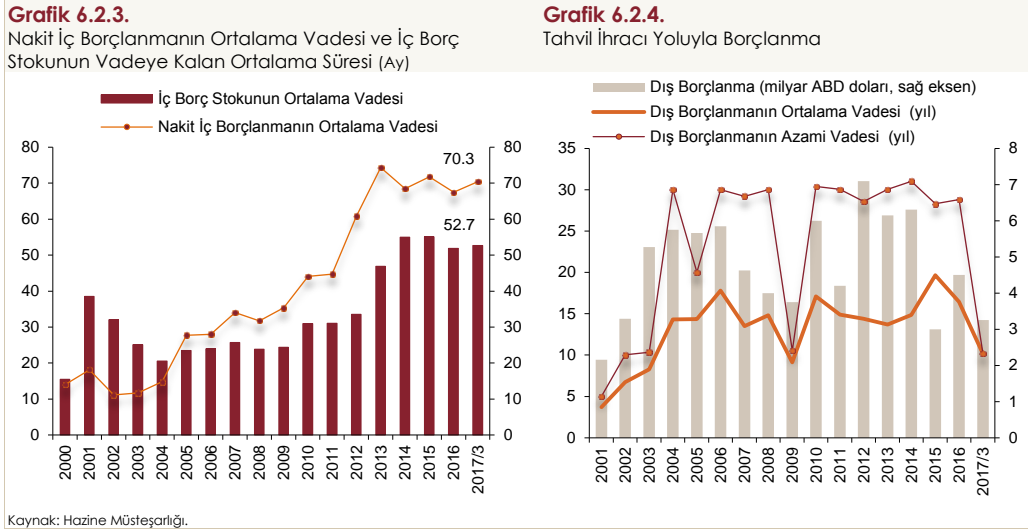


2017 yılı Mart ayında, sabit getirili borç senetleri ile yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı 2016 yılına göre artarken, değişken faizli borç senetlerinin payı bir miktar düşmüştür. Bu gelişmede, bahsi geçen dönemde iç borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılması ve net dış borç borçlanmanın yüksek olması etkili olmuştur. 2017

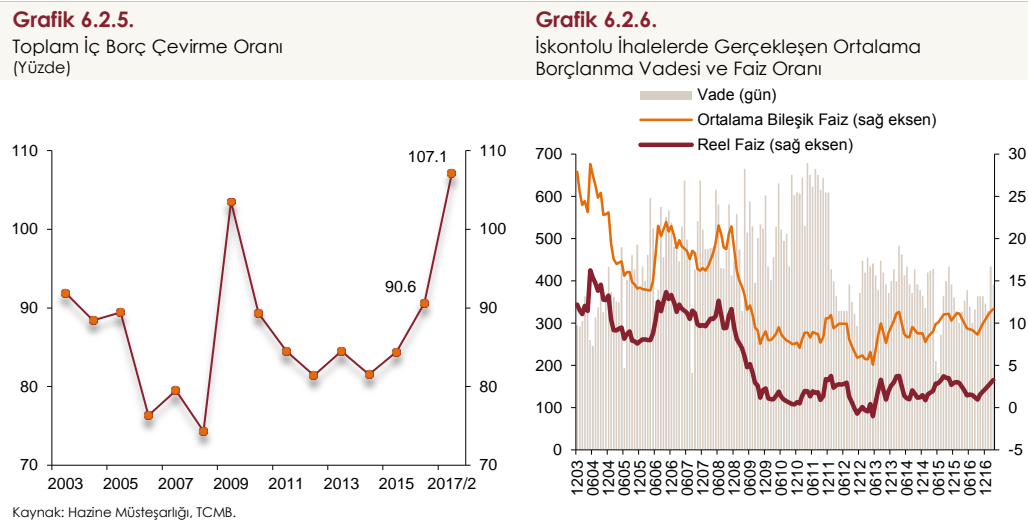
<sup>1</sup> Eylül ayında akaryakıtta, Kasım ayında otomobile ve Aralık ayında tütün mamullerine yönelik vergi ayarlamaları yapılmıştır.

yılın ilk üç ayında, bütçe açığı finansmanında dış borçlanma miktarının yüksek olması iç borçlanma miktarının artışını sınırlamıştır.

İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 51,4 ay düzeyinde olup 2016 yılına göre yatay seyretmektedir (Grafik 6.2.3). 2017 yılı Ocak-Mart döneminde, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 3,3 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi azalma kaydederek, 2017 yılı Ocak-Mart döneminde 10,1 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2016 yılı Şubat ayı sonunda 2016 yılına göre belirgin şekilde artarak yüzde 107,1 düzeyine ulaşırken, dış borç çevirme oranı yüzde 140,9 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Ortalama reel faiz oranı<sup>2</sup> son aylarda artmaktadır (Grafik 6.2.6).



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

Kutu  
6.1

## Türkiye'de Vergi Gelirlerinin Döngüsel Özellikleri

İktisadi faaliyette meydana gelen döngüler (iş çevrimleri), vergi gelirlerini otomatik dengeleyiciler<sup>3</sup> aracılığıyla etkileyerek, kamu mali dengeleri üzerinde önemli etkilere yol açmaktadır. Hızlı büyüme dönemlerinde vergi gelirlerinde ortaya çıkan artışlar bütçe dengesini olumlu yönde etkilerken, daralma dönemlerinde vergi gelirlerinin düşmesi bütçe dengesinde bozulmaya neden olmaktadır. Bu bakımdan, vergi gelirlerinin iktisadi döngüler ile ilişkisinin yönü ve büyüklüğü, başka bir deyişle vergi gelirlerinin iktisadi döngülere duyarlılığı, tüm ülke ekonomilerinde bütçe performansı üzerinde belirleyici bir öneme sahip olmaktadır.

Bütçe gelir ve harcama kalemleri, temelde, iktisadi döngülere ve kamu otoritelerinin ihtiyari kararlarına bağlı olarak değişim göstermektedir. Çoğu kamu harcamalarında ihtiyari karar bileşeni daha büyük bir ağırlığa sahipken, gelirlerde iktisadi döngüler daha belirleyici olmaktadır. Genel olarak, iktisadi döngülerin tüm vergi kaynaklarını aynı oranda etkilemediği ve bazı vergi kalemlerinin iktisadi faaliyetteki değişimlere daha duyarlı olduğu bilinmektedir. Bunun yarattığı dalgalanmalar ise maliye politikasında istikrarlı bir gelir ve harcama politikası çerçevesinin oluşturulmasını güçleştirebilmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda Türkiye'de temel vergi kalemlerinin iktisadi döngülere olan duyarlılığının yönü ve büyüklüğü analiz edilmeye çalışılmaktadır.<sup>4</sup>

Toplam vergiler ve belli başlı vergi kalemlerinin döngüsel özellikleri istatistiksel yöntemlerle analiz edilmiş ve sonuçlar Tablo 1'de sunulmuştur. Analiz, 2006Ç1-2016Ç3 dönemini kapsayan çeyreklik bazdaki reel GSYİH ve belli başlı doğrudan ve dolaylı vergi geliri kalemlerini içermektedir (Tablo 1). Analizde yer alan değişkenler, Hodrick- Prescott (HP) filtresi kullanılarak trendden arındırılmıştır.

Tablo 1. Vergi Gelirlerinin Döngüsel Özellikleri\*

	GSYİH	Toplam Vergiler	Gelir Vergisi	Kurumlar Vergisi	Dâhilde Alınan KDV	ÖTV	İthalde Alınan KDV
Oynaklık	0,014	0,029	0,028	0,127	0,046	0,031	0,064
Görelî oynaklık	1,000	2,071	2,000	9,071	3,286	2,214	4,571
Döngüsellik	-	eşdöngüsel	eşdöngüsel	eşdöngüsel	eşdöngüsel	eşdöngüsel	eşdöngüsel
Otokorelasyon(t,t-1)	0,307	0,367	-0,170	-0,180	0,276	0,384	0,371
Esneklik (yeni GSYİH)**	-	1,03	0,92	0,91	1,00	1,04	1,18
Esneklik (eski GSYİH)***	-	1,44	1,22	1,34	1,41	1,46	1,74

\* Oynaklık, trendden arındırılmış serilerin standart sapmasını yansıtmakta, görelî oynaklık ise ilgili serinin oynaklığının GSYİH'nin oynaklığına oranını göstermektedir. Döngüsellik, ilgili verinin iktisadi döngüye göre yönünü ifade etmekte ve vergi geliri kalemleri ile reel GSYİH arasındaki çapraz korelasyon katsayılarıyla belirlenmektedir. Otokorelasyon, ilgili değişkenin döngüsel bileşeninin birinci dereceden otoregresif katsayısı olarak tanımlanmaktadır. Esneklik ise reel GSYİH'de meydana gelen yüzde 1 oranındaki değişime karşılık reel vergi gelirlerinde ortaya çıkan yüzde değişimi ifade etmektedir.

\*\* 2009 bazlı yeni GSYİH serisiyle hesaplanan esneklik değerlerini yansıtmaktadır.

\*\*\* 1998 bazlı eski GSYİH serisiyle hesaplanan ve 2006Ç1-2016Ç2 dönemine ilişkin esneklik değerlerini yansıtmaktadır.

<sup>3</sup> Otomatik dengeleyiciler, maliye politikasının doğrudan müdahalesi olmaksızın iktisadi faaliyette ortaya çıkan dalgalanmaların etkisini hafifleten vergi (özellikle gelir ve kurumlar vergisi) ve transferler (işsizlik sigortası) gibi kamu maliyesi unsurlarıdır.

<sup>4</sup> Kutuya ilişkin kapsamlı bilgi ve teknik ayrıntılar Çulha (2012) çalışmasında bulunabilir. Bu kutuda, Çulha (2012) çalışmasındaki istatistikleri ve ekonometrik analiz, yeni tanımlı GSYİH serisi ve yeni veriler ışığında güncellenmiştir.

**A**nalizden elde edilen bulgular, vergi gelirlerinin oynaklığının reel GSYİH'ye göre daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu durum, dolaylı vergilerde daha belirgin olmak üzere, vergi gelirlerindeki dalgalanmaların iktisadi döngülere kıyasla daha büyük olduğuna işaret etmekte, bu durumun, büyük ölçüde, vergi mevzuatında sıkça gerçekleştirilen değişikliklerden kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Buna ek olarak, vergi gelirlerinin eşdöngüsel olduğu, başka bir deyişle vergi gelirleri ile reel GSYİH'nin aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Buna göre, vergi gelirleri iktisadi daralma dönemlerinde azalmakta, genişleme dönemlerinde ise artmaktadır.

**İ**lgili değişkenin döngüsel bileşenine ilişkin olarak elde edilen otokorelasyon katsayısının mutlak değer olarak yüksek olması, bu değişkenin döngüsel bileşeninin daha kalıcı olduğunu göstermektedir. Bu çerçevede, dolaylı vergilerden ÖTV başta olmak üzere, ithalde ve dahilde alınan KDV'nin iktisadi döngülerden daha kalıcı bir şekilde etkilendiği görülmektedir. Gelir ve kurumlar vergisinin otokorelasyon katsayılarının ise görece düşük olduğu, bu nedenle, doğrudan vergilerin dolaylı vergilere göre iktisadi döngülerden daha az etkilendiği gözlenmektedir.

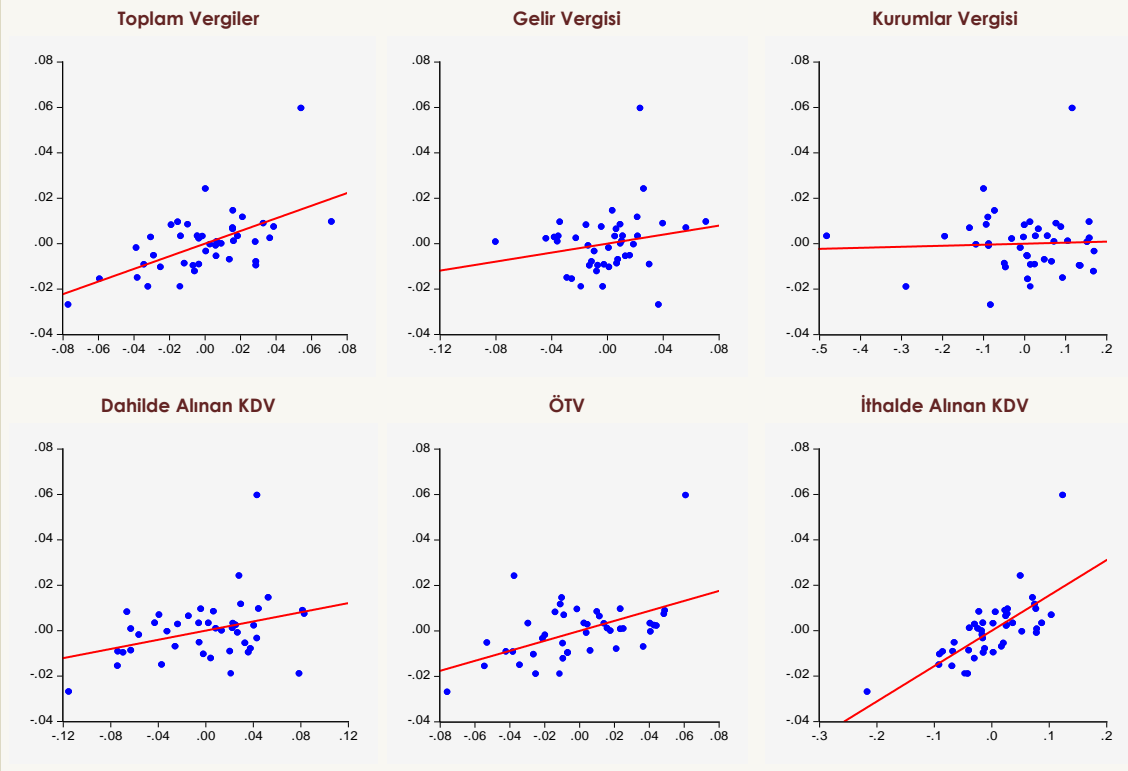
**V**ergi esnekliği katsayısı, reel GSYİH'de meydana gelen yüzde 1 oranındaki bir değişim karşısında reel vergi gelirinde ortaya çıkan yüzde değişimi ifade etmektedir. Esneklik katsayısı 1'den ne kadar büyükse, ilgili vergi kalemi iktisadi döngülere o ölçüde duyarlı olmakta ve iktisadi faaliyetlerdeki değişimlerden daha fazla etkilenmektedir. Önemli bir doğrudan vergi kalemi olan ve toplam vergilerin yaklaşık olarak beşte birini oluşturan gelir vergisi ile toplam vergi gelirlerinin yaklaşık yüzde 10'unu oluşturan kurumlar vergisinin esneklik katsayıları yaklaşık olarak yüzde 0,9 seviyesinde bulunmakta, bu da milli gelirdeki yüzde 1 oranındaki bir artış karşısında her iki vergi kaleminin de yaklaşık olarak yüzde 0,9 oranında artacağını ifade etmektedir.

**D**olaylı vergilerin en önemli kalemi olan ve toplam vergi gelirlerinin yaklaşık olarak dörtte birini oluşturan ÖTV'nin esneklik katsayısı yüzde 1,04, diğer dolaylı vergilerden dahilde alınan KDV'nin esneklik katsayısı yüzde 1,0 olarak hesaplanırken, ithalde alınan KDV'nin esneklik katsayısı yüzde 1,18 ile en yüksek esneklik değerini almaktadır. Türkiye'de ithalat talebinin büyük ölçüde yurt içi talep, özellikle de yurt içi yatırım talebi tarafından belirlenmesi, ithalde alınan KDV'yi iktisadi döngülere oldukça duyarlı kılmaktadır. Analize dahil edilen her üç dolaylı vergi kaleminin bir bütün olarak reel GSYİH'ye esnekliği yüzde 1,08 olarak bulunmakta, bu da ülkemizde toplam vergi gelirlerinin yaklaşık olarak yüzde 55'ini oluşturan bu üç dolaylı vergi kaleminin iktisadi faaliyetlerdeki değişimlerden önemli oranda etkilendiğini göstermektedir.

**T**ablo 1'de yeni GSYİH serisi ile hesaplanan esneklik katsayılarının, eski GSYİH serisi ile hesaplanan esneklik değerleriyle karşılaştırması yer almaktadır. Buna göre, yeni GSYİH serisiyle türetilen esneklik katsayılarının, özellikle dolaylı vergilerde, daha düşük olduğu görülmektedir. Bir bütün olarak ÖTV, dahilde ve ithalde alınan KDV için eski GSYİH serisi kullanılarak hesaplanan esneklik katsayısı yüzde 1,53 iken, bu oran yeni GSYİH serisi ile yüzde 1,08 olarak bulunmaktadır. GSYİH'nin hesaplanmasındaki yöntem ve kapsam değişikliği sonucu yeni GSYİH serisinin, önceki GSYİH serisine göre daha yüksek değerler almasının, esneklik değerlerinin düşmesinde belirleyici rol oynadığı düşünülmektedir. Bununla birlikte, dolaylı vergiler için yeni GSYİH serisi ile hesaplanan esneklik katsayısının, yüzde 1 olan OECD ortalamasına daha yakın olduğu görülmektedir (Girouard ve André, 2005).

Reel vergi geliri kalemlerinin ve reel GSYİH'nin döngüsel bileşenleri arasında oluşturulan saçılım (scatter) grafikleri de, vergi gelirleri ile iktisadi döngüler arasında pozitif ve eş yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir (Grafik 1). Esneklik katsayısı en yüksek vergi olan ithalde alınan KDV'nin, iktisadi döngülere en duyarlı vergi kalemi olduğu saçılım grafiğinden de izlenebilmektedir. Dolaylı vergilerden dâhilde alınan KDV'nin ise ithalde alınan KDV'den sonra, iktisadi döngülere en duyarlı vergi kalemi olduğu görülmektedir. Doğrudan vergiler olan gelir ve kurumlar vergisinin dolaylı vergilere göre iktisadi döngülerden daha az etkilendiği, gelir vergisinin ise kurumlar vergisine göre iktisadi faaliyetteki dalgalanmalara daha duyarlı olduğu gözlenmektedir.

Grafik 1. Reel Vergi Gelirleri ve Reel GSYİH Arasındaki Saçılım Grafikleri\*



\* Grafiklerdeki yatay eksenlerde ilgili vergi kalemlerinin, dikey eksenlerde de GSYİH'nin döngüsel bileşenleri (trendden arındırılmış seriler) yer almaktadır. Grafiklerde, saçılım noktalarının arasında bulunan çizgiler ise regresyon doğrularını göstermektedir.

Sonuç olarak, analize konu olan tüm vergi geliri kalemlerinin eşdöngüsel olduğu, diğer bir deyişle reel GSYİH ile aynı yönde hareket ettiği ve vergi gelirlerinin iktisadi döngülerden önemli ölçüde etkilendiği görülmektedir. Toplam vergilerin esneklik katsayısı 1,03 olarak bulunmakla birlikte, en yüksek esneklik katsayısına sahip ve iktisadi döngülere en duyarlı vergi kaleminin ithalde alınan KDV olduğu gözlenmektedir. İthalde alınan KDV'nin ardından, diğer dolaylı vergiler olan ÖTV ve dâhilde alınan KDV, en yüksek esneklik değerine sahip vergi kalemleri olarak belirmektedir. Vergi gelirlerine yönelik istatistiksel analiz, gelir vergisinin kurumlar vergisine göre iktisadi faaliyetlerdeki dalgalanmalardan daha fazla etkilendiğini ve doğrudan vergilere kıyasla dolaylı vergilerin iktisadi döngülere daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Türkiye'de vergi geliri kalemlerinin iktisadi döngülere önemli ölçüde duyarlılık göstermesi, mali duruşun değerlendirilmesinde, bütçe dengesinin döngüsel hareketlerden arındırılması suretiyle elde edilen yapısal bütçe dengesindeki değişimleri esas almanın daha sağlıklı olacağına işaret etmektedir (Çebi ve Özlale, 2012).



### Kaynakça

Çebi, C. ve Ü. Özlale, 2012, Türkiye'de Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş, İktisat, İşletme ve Finans, 27(310): 9-38.

Çulha, A., 2012, Türkiye'de Vergi Gelirlerinin İktisadi Döngülere Duyarlılığı, TCMB Ekonomi Notları No. 12/34.

Girouard, N. ve André, C., 2005, Measuring Cyclically-Adjusted Budget Balances for OECD Countries, OECD, Economics Department Working Papers, No: 434.



## 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 ilk çeyreğinde, ABD'nin seçim sonrası politikalarına yönelik belirsizliklerin azalması ve küresel büyümeye ilişkin beklentilerin olumlu seyriyle birlikte gelişmekte olan ülkelerde yoğun portföy girişleri gözlenmiştir. Türkiye, para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının da etkisiyle bu portföy akımlarından payını almış ve Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrışarak geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi etmiştir. Bunun yanı sıra, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu kredi garantileri ve kamu maliyesi teşvikleri sayesinde, kredi koşullarında toparlanma devam etmektedir. Nitekim 2017 yılının ilk çeyreğinde, tüketici kredilerinde ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerdeki canlı seyrin etkisiyle toplam kredi büyümesi geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir.

TCMB, enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici duruşunu korumaktadır. 2017 yılı Ocak ayı başında döviz piyasasında ekonomik temellerle uyumlu olmayan aşırı hareketliliğin enflasyon görünümüne yansımalarını sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Buna ek olarak, marjinal fonlama oranı Ocak ayı PPK toplantısında 75 baz puan, GLP borç verme faiz oranı ise Ocak, Mart ve Nisan PPK toplantılarında toplamda 225 baz puan artırılarak parasal sıkılaştırma daha da güçlendirilmiştir.

#### Enflasyon

2017 yılının ilk çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 11,29 ile Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Türk lirasındaki değer kaybı ile ithalat fiyatlarındaki artışların gecikmeli etkileri gibi maliyet yönlü baskıların yanı sıra talep koşullarındaki kısmi iyileşme ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş endeks genelinde fiyatlardaki artış eğiliminin güçlenmesine neden olmuştur. Bu dönemde baz etkileri ve arz yönlü faktörlere bağlı olarak gıda enflasyonunda da belirgin bir artış gözlenmiştir.

#### Talep Koşulları

TÜİK tarafından açıklanan GSYİH verilerine göre, 2016 yılının ilk üç çeyreğine ilişkin büyüme rakamları yukarı yönlü güncellenirken, dördüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin ana eğiliminde Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu olarak ılımlı bir toparlanma gözlenmiştir. Tedbir ve teşviklerin desteğiyle canlanan özel tüketim harcamaları ve güçlü seyreden mal ihracatı dördüncü çeyrekteki toparlanmada önemli bir rol oynamıştır. Yakın dönemde açıklanan göstergeler, iktisadi faaliyetteki ılımlı seyrin 2017 yılı ilk çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında

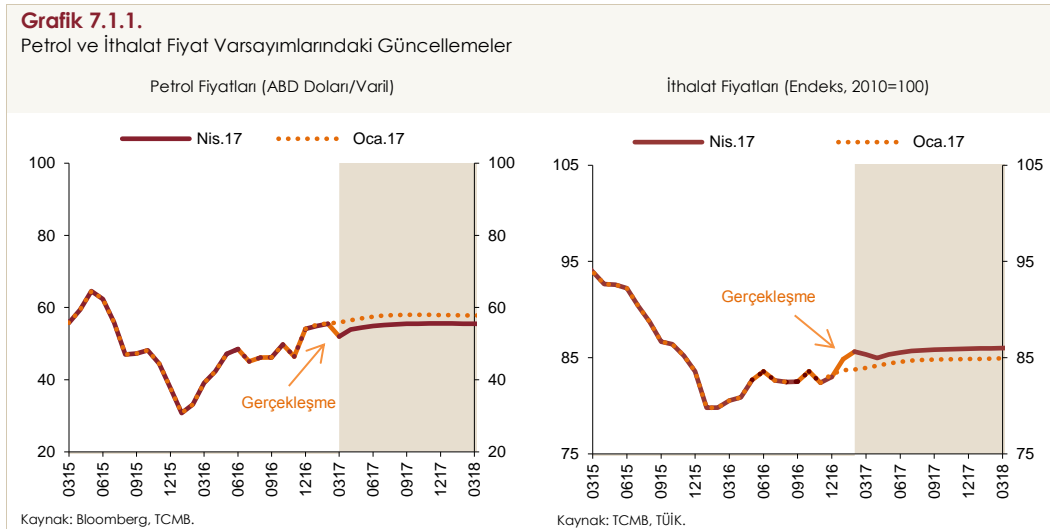
2016 yılı son iki çeyreği ile 2017 yılı ilk çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri Ocak Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3).

Dış talep göstergesi olarak kullandığımız ticaret ortaklarımızın büyüme tahminlerine göre güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre yataya yakın seyretmiştir (Tablo 7.1.1).

### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Ocak Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2017 yılı için önceki Rapor dönemi varsayımı olan 57 ABD dolarından 55 ABD dolarına düşürülmüştür. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında ise 2017 yılı için belirgin bir yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.1).

2017 yılı ilk çeyreğinde gıda enflasyonu yüzde 12,53 ile Ocak Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki bu yükselişte, olumsuz hava koşullarının gıda arzını sınırlaması, Türk lirasındaki değer kaybı ve meyve-sebze ihracatında son dönemde yaşanan toparlanma etkili olmuştur. Öte yandan, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin önümüzdeki dönemde bu yükselişi kısmen sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı 2017 yıl sonu için yüzde 9 ve 2018 yıl sonu için ise yüzde 7 olarak korunmuştur.



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

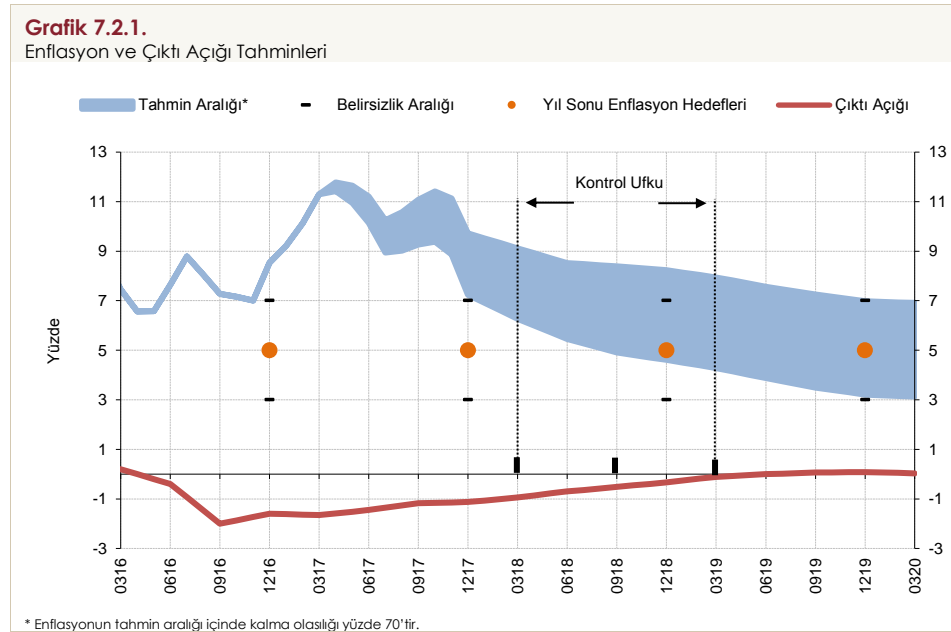
Orta vadeli tahminler üretilirken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. Bu doğrultuda, 2016 yılındaki vergi artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak ortadan kalkmasının enflasyondaki düşüşe destek vereceği öngörülmektedir. Tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm varsayılmıştır.

**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ocak 2017	Nisan 2017
Çıktı Açığı	2016 Ç4	-2,0	-1,6
	2017 Ç1	-2,2	-1,7
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	2017	9,0	9,0
	2018	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	3,0	4,4
	2018	0,7	0,5
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2017	57	55
	2018	58	55
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	1,9	1,8
	2018	1,9	2,0

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

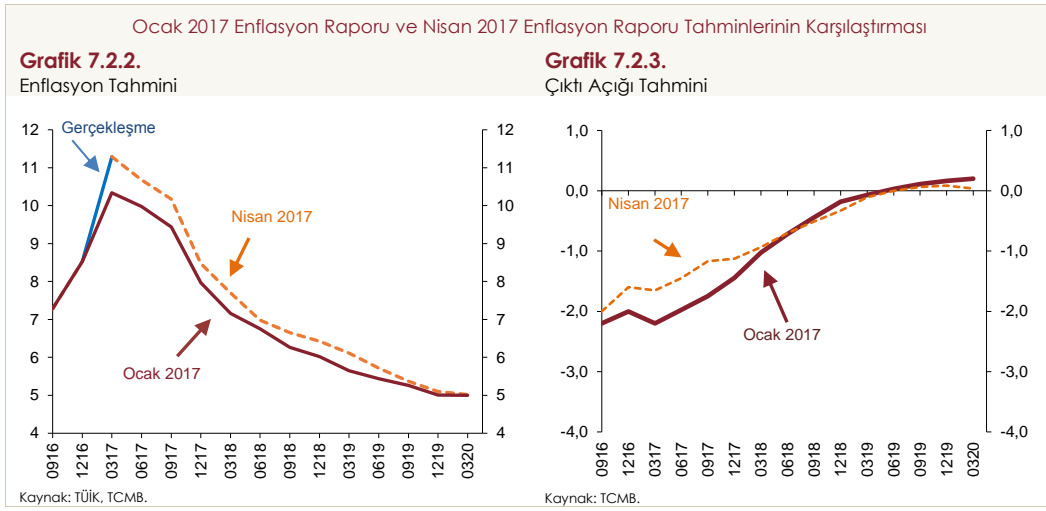
Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı; 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleşeceği; 2018 yıl sonunda ise yüzde 6,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde 7,3 ile yüzde 9,7 aralığında (orta noktası yüzde 8,5), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).



2017 ve 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri 2017 Ocak Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 0,5 puan ve 0,4 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme 2017 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor tahminine göre 0,1 puan yukarı çekmiştir. Öte yandan, iktisadi faaliyet görünümündeki görece iyileşmeye bağlı olarak yukarı yönlü güncellenen çıktı açığı 2017 yıl sonu tahminine 0,2 puan artırıcı yönde etki yapmıştır. Son olarak, 2017 ilk

çeyrek enflasyonunun Ocak Enflasyon Raporu'nda verilen tahmine göre yüksek gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğilimindeki yükseliş yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı çekmiştir. Bu çerçevede, Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 8,0 olarak açıklanan 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8,5'e yükseltilmiştir.

Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini de yüzde 6'dan yüzde 6,4'e güncellenmiştir. Ocak Enflasyon Raporu'na göre yapılan 0,4 puanlık bu güncellemede, 2017 yıl sonu enflasyon tahmininin yükseltilmesi ve enflasyon ana eğilimindeki artış etkili olmuştur. Enflasyonun 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleştikten sonra 2018 yıl sonunda yüzde 6,4'e gerileyeceği öngörüsü, enflasyona odaklı para politikası duruşunun yanı sıra, 2018 yılında birikimli döviz kuru etkilerinin ortadan kalkacağı ve iktisadi faaliyetin ılımlı seyredeceği bir görünüme dayanmaktadır.

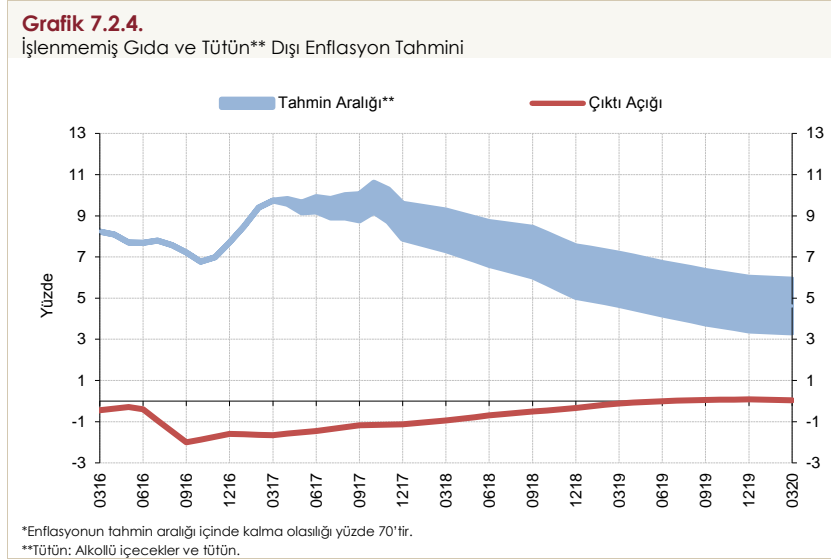


2017 yılı boyunca yıllık enflasyonun seyrinde işlenmemiş gıda, tütün ürünleri, giyim fiyatları ve geçici vergi indiriminden kaynaklanan baz etkilerinin belirleyici olacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1). Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli yansımalarıyla kısa vadede enflasyondaki dalgalanmanın devam edebileceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren para politikasındaki sıkı duruşun katkısıyla enflasyonun düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir. Enerji ve alkol-tütün ürünleri fiyatlarında geçtiğimiz yıl gözlenen artışların yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak ortadan kalkması da bu düşüşte etkili olacaktır. TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyonda geçici dalgalanmalardan ziyade ana eğilime odaklanmaya devam edecektir.

2016 yılı son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri ve yakın dönemli göstergeler iktisadi faaliyetin Ocak Enflasyon Raporu öngörülerine göre bir miktar daha güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Alınan tedbir ve teşviklerin yurt içi talep üzerindeki destekleyici etkisi, belirsizlik algısında ve finansal koşulların sıklığındaki iyileşmeye bağlı olarak iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinden itibaren hız kazanacağı öngörülmüştür. 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 değerlendirilmektedir.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen 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 alınmasının etkileri 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 Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2017 Yıl Sonu	8,5	9,3	5,0
12 Ay Sonrası	7,5	8,3	5,0
24 Ay Sonrası	6,0	7,9	5,0

\*Nisan ayı Beklenti Anketi verileri.  
Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

ABD'nin seçim sonrasında uygulayacağı ekonomi politikalarına ilişkin beklentilerin finansal piyasalar üzerindeki etkileri 2017 yılının başından itibaren azalmaya başlamıştır. Bir önceki Rapor dönemi ile kıyaslandığında, iktisadi faaliyete dair göstergeler küresel büyümenin 2017 yılında özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak bir miktar güçleneceğine işaret etmektedir. Ancak, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizlikler ve ABD'nin seçim sonrası ekonomi politikalarını nasıl şekillendireceğinin henüz netlik kazanmamış olması nedeniyle, küresel büyüme için aşağı yönlü riskler halen mevcuttur. Fed politikasına dair belirsizliklerin azalması ve piyasalardaki iyimser beklentilerin de etkisiyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerinde Kasım ayından sonra yaşanan hızlı artış eğilimi durmuş, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarına portföy girişleri gözlenmiştir. Son dönemde küresel finansal koşullar bir miktar iyileşmekle birlikte, Fed'in para politikasında girdiği sıkılaştırma döngüsünün hızı, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının yönü ve hacmi üzerinde belirleyici olacaktır.

Küresel finansal koşullardaki görece iyileşmeye karşın, döviz kuru piyasasındaki hareketliliğin kısmen devam etmesi ve para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının etkisiyle yurt içinde finansal koşullar 2017 yılının ilk çeyreğinde sınırlı miktarda sıkılaştırmıştır. Diğer taraftan, son dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrışarak geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi ederken, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi koşulları toparlanmaya devam etmektedir. Tüketici kredileri ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerde 2017 yılının ilk çeyreğinde kaydedilen canlanmanın toplam talep ve iktisadi faaliyete ne ölçüde yansıtacağı yakından takip edilmektedir.

Yakın dönemde iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin zayıfladığı gözlenmektedir. 2017 yılında büyüme görünümünün birçok olumsuz şokun bir arada yaşandığı 2016 yılına kıyasla daha olumlu olacağı tahmin edilmektedir. Turizm gelirlerinin görece olarak istikrara kavuşması, güven kanalının güçlenmesi, birikimli değer kaybının net ihracata olumlu etkisi ve Rusya ile ticari ilişkilerin normalleşme sürecine girmesi büyümeye olumlu katkı yapacaktır. Ayrıca, tüketim ve yatırım harcamalarını artırmaya yönelik alınan önlemler ve uygulanan teşvik paketleri, belirsizlik algısındaki zayıflama ve finansal koşulların sıkılığındaki iyileşme de büyümeyi destekleyecektir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetin yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanması beklenmektedir. 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.

Tüketici enflasyonu 2016 yılının Kasım ayından itibaren hızlı şekilde yükselerek Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki yukarı yönlü seyrinde Türk lirasındaki değer kaybı ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın etkisi belirgin şekilde hissedilmiştir. Türk lirasındaki hızlı değer kaybının etkileri başta enerji ve dayanıklı mallar olmak üzere endeks geneline yayılmıştır. Önceki Rapor'da öngörüldüğü üzere, işlenmemiş gıda, tütün ürünleri, giyim fiyatları ve geçici vergi indiriminden kaynaklanan baz etkileri nedeniyle 2017 yılında tüketici enflasyonu dalgalı bir seyir izleyecektir. Özellikle işlenmemiş gıdadan gelen baz etkisi ve döviz kurunun gecikmeli etkileriyle enflasyonun Nisan-Mayıs aylarında en yüksek seviyesine ulaşacağı, sonrasında ise enerji, alkol-tütün ürünleri ve gıda fiyatlarında 2016 yılındaki artışların yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin



kademeli olarak azalmasıyla birlikte tüketici enflasyonunun düşeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun enflasyondaki düşüş eğilimine destek vereceği değerlendirilmektedir.

Orta vadeli enflasyon tahminlerinde esas alınan görünümde toplam talep koşulları Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte, enflasyon üzerinde düşürücü yönde etkili olmaya devam etmektedir. Geçtiğimiz yıla dair milli gelir verilerinde yapılan yukarı yönlü revizyon ve kredilerdeki ivmelenme iktisadi faaliyetteki toparlanmanın tahmin edilenden daha güçlü olabileceğine işaret etmekle beraber, işsizlik oranlarındaki yüksek seyir, enflasyon üzerindeki talep kaynaklı risklerin dengeli olduğuna işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, uygulanmakta olan üretim ve istihdam teşvikleri ile kredi piyasasını canlandırıcı önlemlerin toplam talep koşulları üzerindeki etkisi yakından takip edilecektir.

Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. Gıda ürünleri ihracatındaki toparlanma ve döviz kuru yansımalarına bağlı olarak gıda enflasyonunun öngörülenden daha yüksek gerçekleşmesi olasılık dâhilindedir. Gıda enflasyonu varsayımları oluşturulurken, Gıda Komitesi'nin almakta olduğu tedbirlerin gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri büyük ölçüde dengeleyeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Yakın dönemde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlamaya davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. Bu nedenle, 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, fiyatlamaya 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 fiyatlarda 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.

Makro veriler ve banka, firma, hane halkı verileri kullanılarak yapılan ampirik çalışmalar kredi kanalının, iş çevrimleri ve finansal çevrimler üzerindeki öneminin giderek artmakta olduğunu ortaya koymuştur (Boivin vd. 2010, Jimenez vd. 2012, Kashyap ve Stein 1993). Bu kutuda para politikası aktarım mekanizmasının<sup>1</sup> daha iyi anlaşılması ve finansal istikrarın tesis ve takibi açısından önem taşıyan kredi kanalı betimlenecek ve yapısal bir model aracılığıyla incelenecektir.

Kredi kanalının ayrı bir aktarım kanalı olarak var olma nedenleri, gerek mikroekonomik teoride (Walsh 2010), gerekse mikroekonomik temelli makroekonomik modellerde (Gertler ve Gilchrist (1993), Bernanke ve Gertler (1995), Bernanke vd. (1999), Kiyotaki ve Moore (1997)) ayrıntılı olarak anlatılmaktadır. Bu kutuda ayrıntılı teorik açıklamalara girilmeden, öncelikle kredi kanalı betimsel olarak anlatılacak, daha sonra ise TCMB bünyesinde araştırma konusu olan yapısal bir model yardımıyla kredi kanalı dediğimiz bütünü oluşturan iktisadi mekanizmaların nasıl etkileştiği irdelenecektir.

Kredi kanalı çerçevesinde para politikası ile finansal ve reel sektörün etkileşimine dair akademik yazında yer alan iktisadi mekanizmalar şu şekilde özetlenebilir:

**1) Banka Kredileri Kanalı:** Genişleyici para politikası sonucunda açığa çıkan ek likidite banka mevduatlarını artırmakta bu da zorunlu karşılıklar, sermaye yeterlilik oranı gibi düzenlemeler de göz önünde bulundurularak bankalarca krediye dönüştürülüp piyasaya ekstra finansman sağlanmaktadır.

**2) Bilanço Kanalı:** Bankalar kredi verirken kredi alan tarafın geri ödememe riskine ilişkin tam bilgiye sahip olmadığından<sup>2</sup>, kredi talep edenin bilançosunu ya da ödeme gücünü dikkate almakta ve krediye karşılık teminat talep etmektedir. Bu çerçevede, bankaların kredi verirken uyguladıkları faiz, borç alanın bilançosuna ve gösterdiği teminat değerine bağlı olmaktadır. Bilanço ve teminat değerleri ise varlık fiyatları ile ilişkili olduğu için, mevcut ve gelecek para politikası kararlarından da etkilenmektedir. Bilanço kanalı finansal hızlandırıcı mekanizması olarak adlandırılan ve varlık fiyatlarının değişimini pekiştiren bir döngü mekanizmasıyla çalışır, bu nedenle kanalın etkisi hızlı ve güçlü olmaktadır. Bu hızlandırıcı mekanizmada varlık fiyatlarında gözlemlenen bir düşüş borç alanın bilanço yapısını etkileyecek ve teminat değerini düşürecektir. Buna karşılık olarak bankalar kredi ödemelerinde sorun olabileceği güdüsüyle kredi faizini arttırarak ve kredi miktarını azaltarak tepki verirler. Bu ek finansman zorluğu ise borç alanın bilanço yapısını bir miktar daha bozacak ve sahip olduğu varlıkların değerini daha da azaltacaktır. Finansal hızlandırıcı dediğimiz varlık fiyatlarındaki bu negatif döngü ise kendini kredi geri ödemelerinde güçlükler ve iflaslar olarak gösterecek, bu sefer de banka bilançoları bozulacak ve banka sermayesi kanalı çalışmaya başlayacaktır.

**3) Banka Sermayesi Kanalı:** Bilanço kanalında açıklanan varlık fiyatlarındaki düşüş mekanizmasına ek olarak banka sermayesi kanalı da banka sermayesinde değişime bağlı olarak ek bir hızlandırıcı etki yaratmaktadır. Düzenleyici kurumlar banka sermayesi ile ilgili minimum sermaye yeterlilik oranı gibi bazı düzenlemeler yapmaktadırlar. Minimum sermaye yeterlilik oranı, banka sermayesinin risk ağırlıklı toplam varlıklara oranının

belli bir düzeyin üstünde olmasını şart koşar. Aksi takdirde mali ve mali olmayan cezalar ile bir takım yaptırımlar söz konusu olmaktadır. Bankaların sermaye artırımları özellikle finansal sıkıntılı olan dönemlerde maliyetli ve zaman isteyen süreçler olduğundan, bankalar ihtiyati olarak minimum sermaye yeterlilik oranı altına düşmeyecek şekilde ek sermaye tutmaktadırlar. Bu ek sermaye miktarına rağmen finansal zorluk dönemlerinde kredi geri dönüşlerinde öyle kayıplar olabilmektedir ki bankaların sermaye yeterlilik oranları, ceza alacakları bölgeye ya da bu bölgenin yakınlarına düşebilmektedir. Böyle bir durumda bankalar kredi faizlerini arttırarak ve kredi miktarını keserek tepki vermektedirler. Kredi faizlerinin artması ve kredi miktarının azalması ise hem varlık fiyatlarında ek bir düşüşe, dolayısıyla kredi geri ödemelerinde ek bir azalma ile birlikte tekrarlanan negatif bir döngüye, hem de borç alan bilançolarında bir bozulmaya, dolayısıyla bilanço kanalının etkisinin daha da güçlenmesine, neden olmaktadır. Yani bilanço kanalı ve banka sermayesi kanalı birbiriyle etkileşip birbirlerini güçlendirerek varlık fiyatlarında ve kredi miktarlarında güçlü düşüşler ile kredi faizlerinde güçlü yükselişlere neden olmaktadır.

**4) Kredi Tayinlaması:** Kredi faizi arttıkça bankalar açısından borçluların geri ödeme kabiliyetine ilişkin belirsizlikler de artacaktır. Bunun birinci nedeni, yüksek faizden kredi almaya razı olan borçlu adaylarının geri ödememe riski daha yüksek adaylar olarak addedilmesidir. Bir diğer nedeni ise, yüksek faizden kredi alan borçluların yüklü ödemelerden kaçınmak için iflas edip borcu ödememe eğiliminin daha yüksek olduğunun değerlendirilmesidir. Dolayısıyla bazı riskli sayılabilecek borçlular çok daha yüksek faiz ödemeye razı olsalar bile bankalar bu riskli borçlulara borç vermekten kaçınırlar. Bu duruma Stiglitz ve Weiss (1981) ile Jaffee ve Russell (1976)'de anlatıldığı gibi kredi tayinlaması denmektedir. Kredi tayinlamasına ilişkin ampirik bulgular (McCallum 1991, Galbraith, 1996), kredi tayinlamasının bankalar tarafından para politikasının sıkı olduğu durumlarda daha fazla ve daha güçlü kullanıldığına dikkat çekmektedir.

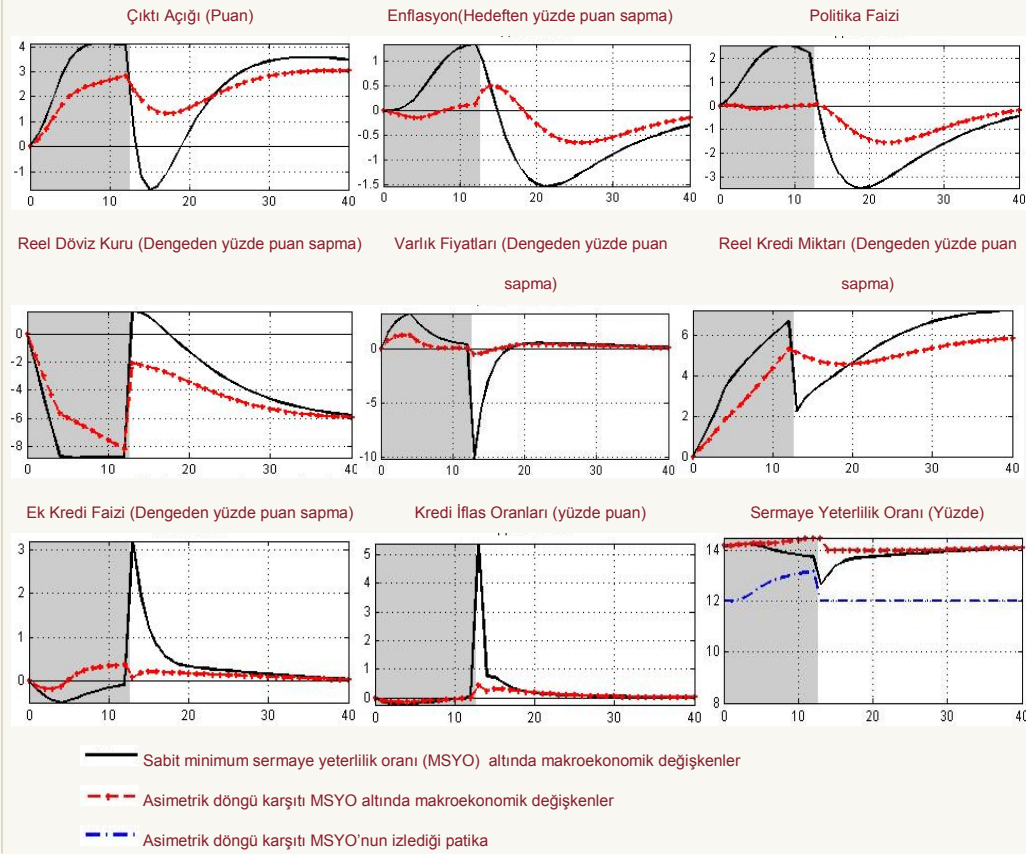
T.C.M.B bünyesinde yukarıda bahsedilen kanalların makroekonomik değişkenler ve para politikasının diğer geleneksel aktarım mekanizmaları ile nasıl etkileştiğini anlamak ve çeşitli politika analizleri yapmak amacıyla Benes vd. (2014) çalışmasından uyarlanmış bir dinamik rassal genel denge modeli (DSGE modeli) kullanılmaktadır. Modelde yer alan bilanço kanalının basitleştirilmiş biçimde nasıl çalıştığını anlamak için aşağıda belirtilen eşitsizliğe bakmak faydalı olacaktır. Diyelim ki bir firma, miktarı ( $K_t$ ), fiyatı ( $P_{k,t}$ ) olan bir varlığı teminat göstererek, belli bir miktar borcu ( $L_t$ ), belirli bir miktar faiz oranından ( $R_{L,t}$ ) almak istiyor olsun. Banka bu kredi kontratını imzalamadan önce teminatın yeterli olup olmadığını anlamak için şu basit hesaba yapacaktır: Ödeme zamanı geldiğinde firma iflas ederse teminatın brüt getirisi ( $R_{K,t+1}$ ) de dahil olmak üzere risk<sup>3</sup> ( $u_t$ ) ile ayarlanmış toplam değerinin ( $u_t R_{K,t+1} P_{k,t} K_t$ ) belli bir miktarını<sup>4</sup> ( $\alpha$ ) ödenmeyen borca karşılık olarak alabilecekse, ödeme zamanı geldiğinde ancak aşağıdaki koşul gerçekleşecekse bu krediyi verilmeye değer bulacaktır. Aksi takdirde firmanın iflasını açıklayıp krediyi ödemeyeceğini değerlendirerek krediyi hiç vermeyecektir.

$$R_{L,t} L_t \leq \alpha u_t R_{K,t+1} P_{k,t} K_t$$

Bu eşitsizlikte<sup>5</sup> görüldüğü gibi banka için kredi verme kararı, kredinin miktarına ve faiz oranına bağlı olduğu gibi, teminat olarak gösterilen varlığın net değerine ( $P_{k,t} K_t$ ), bu net değer üzerindeki belirsizliği yansıtan bir risk faktörüne ( $u_t$ ) ve mevcut hukuki/düzenleyici yapıdan kaynaklanan dışsal bir orana ( $\alpha$ ) dayanmaktadır. Herhangi bir finansal zorluk döneminde varlık fiyatlarında başlangıçta meydana gelen düşüşler net teminat

değerine yansiyacak, dolayısıyla bankaların borç verirken daha yüksek kredi faizi istemelerine ve borç verme miktarlarında kesintiye gitmelerine neden olacaktır. Bu durum firma için ekstra bir finansman zorluğu getirecek ve firma varlığının net değerinde daha fazla düşüşe neden olacaktır. Finansal hızlandırıcı mekanizması dediğimiz bu negatif döngü tekrar tekrar çalışacak ve varlık fiyatları ile kredi düşüşlerin yanı sıra kredi faizlerinde ve iflas oranlarında artışlara neden olacaktır. Banka sermayesi kanalının da devreye girmesiyle bu sarmal daha da güçlenebilecektir. Finansal zorluk dönemlerinde kredilerin geri ödemesinde aksaklıklar ve iflaslar artacak, bu durum bankaların sermaye yeterlilik oranında düşmeye neden olabilecektir. Banka, azalan sermaye miktarının minimum sermaye yeterlilik oranının altına düşmemesi için yeni dönemde vereceği yeni kredilerin miktarını düşürüp kredi faizini artırarak tepki verecektir. Bu şekilde bilanço kanalı ve banka sermaye kanalının birbiriyle etkileşimi kredi miktar ve faiz oranlarında hızlı ve güçlü hareketler yaratabilecektir.

Şekil 1. Modelde Kredi Kanalının İşleyişi (Senaryo Analizi)



Söz konusu mekanizmaların içerildiği modelde kredi kanalının nasıl çalıştığını ve makroihtiyati politikaların kredi kanalı vasıtasıyla ekonomiyi nasıl etkileyebileceğini gösterebilmek adına bir senaryo analizi yapılmıştır (Şekil 1). Bu hipotetik senaryoda sistemik risk dediğimiz ekonomi genelini etkileyen risklerin biriktiği ve daha sonra bu durumun farkına varılmasıyla beraber kredi kanalının hızlı ve güçlü bir biçimde çalıştığı bir uç senaryo oluşturulmuştur. Buna göre, durağan dengeden başlayan bir ekonomide verimlilik artışları ile kredi piyasasındaki riskler üç sene boyunca (Şekil 1'de taralı bölgeyi ifade eden 12 çeyreklik dönem) iktisadi birimler tarafından doğru değerlendirilememekte, dolayısıyla üç senelik bu dönem boyunca ekonomide sistemik risk birikmektedir. İlk üç sene boyunca ekonomideki tüm birimler (banka, firma, hane halkı) tarafından, üretimdeki verimlilik artışlarının gerçekte olduğundan daha yüksek olduğu ve ileride de yüksek olacağı değerlendirilmiş; kredi piyasasındaki riskler ise gerçekte olduğundan çok daha düşük addedilmiştir. Üç seneden sonra ise gerçek durum ortaya çıktığı ve ekonomideki herkes tarafından öğrenildiği varsayılmıştır.

Bu iktisadi senaryo altında öncelikle minimum sermaye yeterlilik oranının (MSYO) yüzde 12 olarak sabit bırakıldığı durum (siyah kesiksiz çizgi) değerlendirilecektir. Verimlilik artışı beklentisi ve düşük risk algısına bağlı olarak ilk üç sene iktisadi faaliyet ve krediler hızlı bir biçimde büyümüştür. Bu sürecin sonunda ekonomideki tüm birimler gerçek verimlilik hızının aslında düşündükleri gibi olmadığını, kredi piyasasındaki risklerin ise düşündüklerinden fazla olduğunu fark ettiklerinde, kredi kanalının (özellikle bilanço ve banka sermaye kanalları) güçlü bir biçimde etkisini gösterdiği görülmektedir. Bu iki kanalın yukarıda anlatıldığı şekilde güçlü bir etkileşime girmesiyle varlık fiyatları yüzde 10 oranında ve kredi büyümesi yüzde 4 oranında düşerken, krediler için istenen ek faiz ise 300 baz puan artmıştır. Burada özellikle irdelenmesi gereken, bahsedilen finansal hızlandırıcı mekanizmalarının ne kadar hızlı ve etkili bir biçimde çalışabildiğidir: en büyük etki daha şokun geldiği ilk çeyrekte kendisini göstermiştir. Kredi faizlerindeki artış ve kredilerdeki gerileme ile birlikte ekonomi güçlü bir biçimde daralmıştır (şokun geldiği birinci senede çıktı açığında 6 puanlık bir azalma). Şimdi de aynı senaryo altında daha aktif bir makroihtiyati politika ve sonuçları analiz edilecektir. Asimetrik ve döngü karşıtı olarak adlandıracağımız bu politikada, ekonominin hızlı büyüdüğü dönemlerde artan, daraldığı dönemlerde ise yüzde 12'de sabit kalan bir MSYO belirlenmiştir (Şekil 1'in sağ alt köşesindeki mavi kesik noktalı sermaye yeterlilik oranı). Bu politika ekonominin iyi gittiği dönemlerde bankaların sermaye yapılarını daha güçlendirmelerini sağlamak ve işlerin aksine döndüğü dönemlerde ise bu güçlü sermaye yapıları sayesinde banka sermayesi kanalından gelebilecek negatif etkileri sınırlamak amacını taşımaktadır. Bu politika altında (kırmızı kesikli çizgi) ilk üç sene boyunca MSYO'daki artıştan dolayı banka sermayesi kanalı vasıtasıyla bankaların kredi verme miktarları sabit MSYO'da olduğuna göre (siyah çizgi) daha az miktarda artmıştır. Bunun nedeni artan MSYO dolayısıyla bankaların banka sermaye yeterlilik oranlarını ceza alacakları alanın uzağında tutmak için yüksek miktarda kredi vermek yerine sermaye miktarlarını arttırmalarıdır. Bankalarca sağlanan bu daha düşük finansman kendini daha küçük bir ekonomik büyüme olarak göstermiştir. Buna karşın, üç senenin sonunda beklentiler güncellendiğinde ise negatif etkiler daha sınırlı kalmıştır. Bankalar, düzenlemeden kaynaklı olarak ekonomi iyi giderken biriktirdikleri ek sermaye sayesinde, taralı bölge dışına sermaye yapıları daha güçlü bir biçimde çıkmaktadırlar. Dolayısıyla gelen negatif şoka kredilerde güçlü düşüş ve kredi faizlerinde büyük bir tırmanış olmadan daha yumuşak tepki verebilmişlerdir. Ekonomideki yavaşlama ise sabit MSYO'dakine göre daha az olmuştur. Asimetrik döngü

karşılı MSYO politikasını değerlendirmek için neden olduğu ödünleşmenin anlaşılması önemlidir: Asimetrik döngü karşılı MSYO uygulaması beklentiler iyi giderken (taralı bölgede) sabit MSYO uygulamasına göre daha yavaş bir ekonomik büyümeye neden olmakta ancak finansal sıkıntının olduğu anda gelen şokun daha hafif atlatılmasını sağlamaktadır.

Bu senaryoda MSYO'nun, makroihtiyati politika aracı olarak nasıl kullanılabilceği gösterilmiştir. Türkiye ve diğer ülkelerde MSYO'nun yanı sıra kredi teminat oranı, borç-gelir oranı limiti, borç vade yapısı, açık pozisyon limitleri, yabancı para cinsinden borç alma/verme limiti, kredi üzerinden vergi alma gibi başka makroihtiyati politika araçları da kullanılmaktadır (Akıncı ve Olmstead-Rumsey 2015 ve Fendoğlu 2017). Üstte bahsi geçen model aracılığıyla bu politika araçlarından bazılarının makroekonomik ve finansal değişkenlere olan etkileri de analiz edilebilmektedir.

#### Notlar:

1. Para politikasının geleneksel aktarım mekanizmaları faiz, döviz kuru ve beklenti kanalına bu kutuda yer verilmeyecektir. Bu kanallar için Walsh (2010)'a bakılabilir.
2. Bilanço kanalı ahlaki zafiyet, ters seçim ve izleme-değerlendirme maliyetleri gibi borç alan ve borç veren arasındaki asimetrik bilgi problemleri ve finansal sürdürmelerin varlığı altında borç alan firma/hane halkı bilançoları ile banka bilançosunun etkileşiminden kaynaklanır. Fırmanın net değeri, hane halkının net kaldıraç oranı, borca karşılık teminat gösterilen varlığın değeri gibi borç alan bilançosunda yer alan kalemler borç miktarına göre ne kadar düşerse bilgi asimetrisinden kaynaklanan problemler de o kadar büyük olacaktır. Örneğin, fırmanın net değeri küçüldükçe artan bilgi asimetrisi problemleri nedeniyle bankaların talep ettiği ek kredi faizi (akademik yazında dış finansman primi veya kredi faiz farkı da denilmektedir) de o kadar büyüyecektir.
3. Riskin dağıtılabılır (çok sayıda kredi alan borçlular arasında net iflas oranının öngörülebilir olması) ya da dağıtılamaz (net iflas oranının öngörülebilir olmaması mesela küresel sistemik bir risk) olması kredi kanalı için önem arz etmektedir. Dağıtılabılır bir risk öngörülebilir olduğu için doğru fiyatlanması durumunda finansal sistem için bir problem arz etmezken yanlış fiyatlanan bir risk ya da dağıtılamaz bir risk finansal sistem üzerinde kırılganlık oluşturabilir. Burada anlatılan modelde hem dağıtılabılır hem de dağıtılamaz bir risk varsayımı vardır.
4. Bu oran hukuki/düzenleyici sistemin yaptırım gücü olarak varsayılmakta ve makro-ekonomik modellerde sabit alınmaktadır. Aslında dinamik bir oyun kuramı modelinde bu oranın borç alan ve veren arasında itibar ve taahhüt (commitment)/icra (enforcement) kabiliyeti ile değişen bir oran olması, dolayısıyla kontrat teorisinden gelen içsel bir değişken olması gereklidir. Sabit ve dışsal bir oran varsayımı çözümü basitleştirmekte, o yüzden de sıkça kullanılmaktadır.
5. Burada ilginç olan diğer bir konu da bu eşitsizliğin banka açısından gelecekteki her dönem için geçerli olacağından dinamik bir etki yaratmasıdır. Banka açısından bu eşitsizliğin sadece o an geçerli olması değil sonraki dönemler tutmama ihtimali olması da banka karar sürecini etkileyecektir. Dolayısıyla mesela bundan birkaç sene sonra varlık fiyatlarında bir düşme ihtimali bekleniyorsa, banka bunu şu anki kredi kararlarına da yansıtacak, bu karar da o anki varlık fiyatlarında düşme olarak kendini gösterecektir. Çoğu zaman bankaların hepsi birbirinden bağımsız ama kolektif olarak aynı beklentiyle krediyi kestiklerinden varlık fiyatları azalacaktır; bankalar ise kendi kararlarının, bu varlık fiyat azalması etkisini içselleştirmezler. Yani karar verdiklerinde varlık fiyatlarının düşeceğini düşünmeden karar verirler. Bu durumda oluşan dışsallık kredi marketinde piyasa aksaklığı yaratır. Düzenleyici kurumlar bu piyasa aksaklığını belli düzenlemelerle ortadan kaldırmaktadırlar. Bu noktada bahsedilen dinamik etki, dışsallık ve oluşan piyasa aksaklığının ekonomik mekanizma dizaynı ile düzeltilmesi konusunda ayrıntılı bir anlatım için Bianchi ve Mendoza (2017) makalesine bakılabilir.

#### Kaynakça

- Akıncı, O., ve Olmstead-Rumsey, J., (2015). How effective are macroprudential policies? an empirical investigation. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No. 1136 .
- Benes, J., Kumhof, M. Laxton, D. (2014). Financial Crises in DSGE Models: A Prototype Model. IMF Working Paper, No 14/57.
- Bernanke, B. S. ve Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives, 9-4, 27-48.
- Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist 1999. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. In Handbook of Macroeconomics, Vol. 1C, 1341–1393.

- Bianchi, J. ve Mendoza, E.G., (2017). Optimal Time-Consistent Macroprudential Policy. yayım aşamasında, *Journal of Political Economy*.
- Boivin, J., Kiley, M. T. ve Mishkin, F. S. (2010). How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?" NBER Working Papers, No 15879.
- Fendoğlu, S. (2017). Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies. *Journal of Banking and Finance* (79) 110–128.
- Galbraith, J. W. (1996). Credit Rationing and Threshold Effects in The Relation Between Money and Output. *Journal of Applied Econometrics*, 11, 419–29.
- Gertler, M. ve Gilchrist, S. (1993). The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence. *Scandinavian Journal of Economics*, 95-1, 43-66.
- Jaffee, D. ve Russell, T. (1976). Imperfect Information and Credit Rationing. *Quarterly Journal of Economics* 90: 651-66.
- Jiménez, G., Ongena, S., Peydró J. ve Saurina J., (2012). Credit Supply and Monetary Policy:Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications. *The American Economic Review*,102(5), 2301-2326.
- Kashyap, A. K. ve Stein, J. C. (1993). Monetary Policy and Bank Lending. NBER Working Papers, No 4317.
- Kiyotaki, N., and J. Moore. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy* 105(2): 211–248.
- McCallum, J. (1991). Credit Rationing and the Monetary Transmission Mechanism. *The American Economic Review*, 81- 4, 946-951.
- Stiglitz, J. E. ve Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71, 393-410.
- Walsh, C. E. (2010). *Monetary Theory and Policy*, Third ed., Hong Kong: MIT Press.





## Grafikler

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.	10 Yıl Vadeli Tahvil Faizleri	1
Grafik 1.2.	Gelişmekte Olan Ülkelere Haftalık Fon Akımları	1
Grafik 1.1.1.	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.2.	Bankaların Para Piyasalarında Finansman Maliyetleri	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.	Kredi Faizleri	3
Grafik 1.1.6.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	3
Grafik 1.2.1.	Ocak 2017 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon için Ocak 2017 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.3.	İşlenmemiş Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Ürünleri Fiyatlarının Tüketici Enflasyonuna Katkısı	5
Grafik 1.2.4.	Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C	5
Grafik 1.2.5.	GSYİH ve Yurt İçi Talep	6
Grafik 1.2.6.	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	6
Grafik 1.2.7.	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.8.	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.8.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	7

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.2.	Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.3.	Küresel PMI Endeksleri	12
Grafik 2.1.4.	Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI Endeksleri	12
Grafik 2.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkeler PMI Endeksi	13
Grafik 2.1.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	13
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emlia Fiyatları Endeksleri	14
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	14
Grafik 2.2.3.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	15
Grafik 2.2.4.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	15
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2016 – Aralık 2017	16
Grafik 2.3.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2016 – Aralık 2017	16
Grafik 2.4.1.	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	17
Grafik 2.4.2.	JP Morgan Oynaklık Endeksleri	17
Grafik 2.4.3.	MSCI Endeksleri	18
Grafik 2.4.4.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları	18

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.	TÜFE ve İşlenmemiş Gıda ile Alkol-Tütün Dışı TÜFE	19
Grafik 3.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	19
Grafik 3.1.1.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	20
Grafik 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	21
Grafik 3.1.3.	Temel Mal Fiyatları	21
Grafik 3.1.4.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	22
Grafik 3.1.5.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	22
Grafik 3.1.6.	Ulaştırma Hizmetleri ve Akaryakıt Fiyatları	22
Grafik 3.1.7.	Diğer Hizmetler ve Döviz Kur Sepeti	22
Grafik 3.1.8.	Hizmet Fiyatları	23
Grafik 3.1.9.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	23
Grafik 3.1.10.	Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C	23
Grafik 3.1.11.	Temel Enflasyon Göstergeleri B ve C	23
Grafik 3.1.12.	B ve C Yayılım Endeksleri	24
Grafik 3.1.13.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve Medyan	24
Grafik 3.2.1.	Gıda ve Enerji Fiyatları	24
Grafik 3.2.2.	Gıda Fiyatları	24
Grafik 3.2.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları ve Seçilmiş Alt Kalemler	25
Grafik 3.2.4.	Gıda ve Gıda Dışı Fiyatlar	25
Grafik 3.2.5.	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	26
Grafik 3.2.6.	Yurt İçi Enerji Fiyatları	26

Grafik 3.3.1.	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	27
Grafik 3.3.2.	İmalat Fiyatları	27
Grafik 3.3.3.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	27
Grafik 3.3.4.	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	27
Grafik 3.4.1.	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	28
Grafik 3.4.2.	Tarım Fiyatları Ana Eğilim	28
Grafik 3.5.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	28
Grafik 3.5.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	28
Grafik 3.5.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	29
Grafik 3.5.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	29

#### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	38
Grafik 4.1.2.	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	38
Grafik 4.1.3.	Sanayi Üretim Endeksi	38
Grafik 4.1.4.	Sanayi Üretim Endeksi	38
Grafik 4.1.5.	PMI Sipariş Göstergeleri	39
Grafik 4.1.6.	İYA Son Üç Ay Toplam Sipariş Miktarı	39
Grafik 4.2.1.	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	39
Grafik 4.2.2.	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları	39
Grafik 4.2.3.	Özel Tüketim ve Kamu Tüketimi	40
Grafik 4.2.4.	Makine-Teçhizat ve İnşaat Yatırımları	40
Grafik 4.2.5.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	40
Grafik 4.2.6.	Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	40
Grafik 4.2.7.	Hizmet ve Perakende Sektör Güven Endeksleri	41
Grafik 4.2.8.	İnşaat Sektörü Güven Endeksi ve İnşaat Yatırımları	41
Grafik 4.2.9.	Makine-Teçhizat Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	41
Grafik 4.2.10.	Mineral Maddeler Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	41
Grafik 4.2.11.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	42
Grafik 4.2.12.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	42
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	42
Grafik 4.3.2.	Tarım Dışı İstihdamdaki Üç Aylık Yüzde Değişime Katkıları	42
Grafik 4.3.3.	Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam	43
Grafik 4.3.4.	Sektörel Güven Endeksleri: Gelecek 3 Ay Toplam Çalışan Beklentisi	43
Grafik 4.3.5.	Kariyer.net Toplam İş İlanı, İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	43
Grafik 4.3.6.	Tarım Dışı Reel Birim İşgücü Maliyetine Katkıları	43
Grafik 4.3.7.	Aktif İşgücü Programlarından Faydalananlar	44
Grafik 4.3.8.	Tarım Dışı İstihdam ve Katma Değer	44

#### 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	49
Grafik 5.2.	Finansal Koşullar Endeksinde Katkıları	49
Grafik 5.1.1.	Bölgesel Risk Primleri	50
Grafik 5.1.2.	Türkiye'de Portföy Hareketleri	50
Grafik 5.1.3.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri*	51
Grafik 5.1.4.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	51
Grafik 5.1.5.	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	51
Grafik 5.1.6.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	51
Grafik 5.2.1.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	52
Grafik 5.2.2.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	52
Grafik 5.2.3.	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	53
Grafik 5.2.4.	Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	53
Grafik 5.2.5.	Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı	53
Grafik 5.2.6.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	53
Grafik 5.2.7.	Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	54
Grafik 5.2.8.	Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	54
Grafik 5.2.9.	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	54
Grafik 5.2.10.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları	54
Grafik 5.2.11.	İşletmelere ve Bireylere Verilen Kredi Standartları	55
Grafik 5.2.12.	İşletmelerin ve Bireylerin Kredi Talebi	55
Grafik 5.3.1.	TCMB Fonlaması	56

Grafik 5.3.2	Bankaların Para Piyasalarında Finansman Maliyetleri	56
Grafik 5.3.3	TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faiz Beklentisine İlişkin Olasılık Dağılımı	57
Grafik 5.3.4	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	57
Grafik 5.3.5	Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri	57
Grafik 5.3.6	Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi	58
Grafik 5.3.7	İki Yıllık Reel Faizler	58
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>		
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	64
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	64
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri	66
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	66
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	66
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	66
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	67
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	67
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	67
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı	67
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>		
Grafik 7.1.1.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeleri	74
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	75
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	76
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	76
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	77

## Tablolar

---

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	2017 ve 2018 Yıl Sonu Büyüme Tahminleri	13
Tablo 2.2.1.	2017 ve 2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminleri	15
Tablo 2.4.1	Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu	18

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	21
Tablo 3.3.1.	Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler	26

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	64
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	65
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	65

### 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	75
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	77

## Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

### 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 Yılı 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 Kısalmanın Refah Etkisi
- 4.4. Firma Büyüklüğü, İthal Ara Malları ve İhracat Davranışı
- 5.1. Para Politikası ile Kredi ve Mevduat Faizleri: Genel Bakış ve Yakın Dönem

### 2016-II

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

### 2016-I

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

### 2015-IV

- 4.1. Türkiye'de Tüketici Güven Endeksini Belirleyen Unsurlar
- 4.2. Türkiye İhracatının Gelir ve Fiyat Esnekliklerinin Heterojen Panel Zaman Serisi Yöntemleri ile Tahmini
- 4.3. İşsizlik Oranı Tahmininde Öncü Göstergelerin Kullanımı
- 4.4. İşgücüne Katılım Oranı Öngörülleri
- 5.1. Krediler ile Özel Kesim Tasarruf İlişkisi
- 5.2. Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi: Türkiye'ye ve Diğer Ülkelere Dair Bulgular
- 6.1. Kamu Borç Stoku ve Bütçe Açığındaki Gelişmeler: Uluslararası Karşılaştırma

## Kısaltmalar

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

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