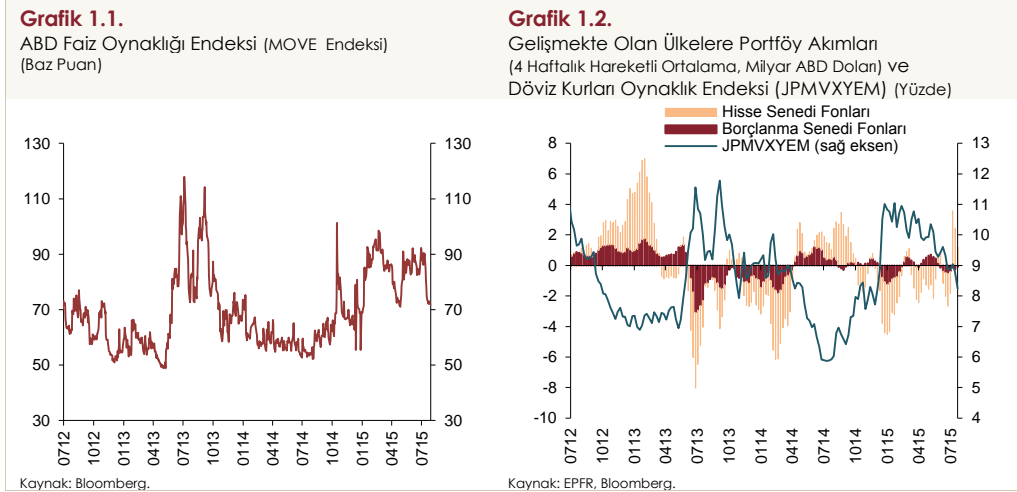


## 1. Genel Değerlendirme

2015 yılının ikinci çeyreğinde küresel finans piyasalarındaki oynaklık devam etmiştir. Küresel para politikalarındaki farklılaşmanın sürmesi, Amerika Merkez Bankası (Fed)'nin normalleşme sürecine dair belirsizlikler ve Euro Bölgesi'nde Yunanistan'ın borç krizine ilişkin gelişmeler süregelen oynaklıkta etkili olmuştur. Bu dönemde, özellikle gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin oynaklığı oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır (Grafik 1.1). Gelişmekte olan ülke faizleri de bu gelişmeden etkilenmiştir. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları zayıf seyretmiştir (Grafik 1.2). Küresel iktisadi faaliyette 2014 yılı boyunca gözlenen yavaşlama eğilimi, büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yılın ilk çeyreğinde de sürmüştür. Avrupa ekonomisinde toparlanma belirtileri gözlenmekle birlikte jeopolitik problemler Türkiye'nin dış talebini sınırlamaya devam etmiştir.

Küresel piyasalarda yaşanan oynaklığın etkileri Türkiye ekonomisinde de gözlenmiş ve iç belirsizlikler ile birlikte finansal göstergelerde dalgalanmalar yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faizlerindeki oynaklıkların yükseldiği ve bunun gelişmekte olan ülkelerin faizlerindeki duyarlılığı artırdığı bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından uygulanmakta olan faiz koridoru çerçevesi ve sıkı likidite politikası ekonominin küresel şoklara olan hassasiyetini azaltmada önemli rol oynamıştır. Ayrıca, TCMB tarafından döviz likiditesini, çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı destekleyici yönde atılan yapısal ve konjonktürel adımların ekonominin dayanıklılığını artırdığı değerlendirilmektedir.

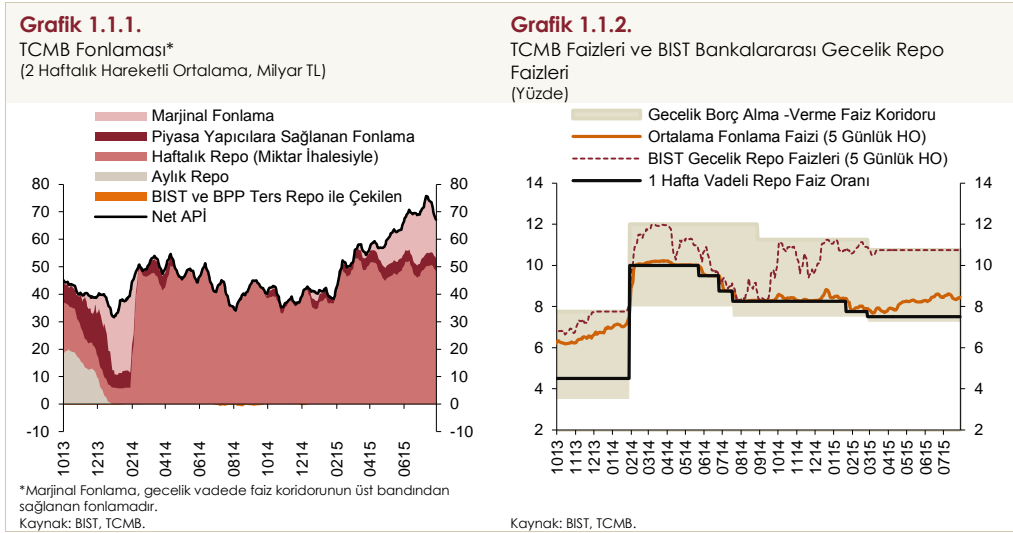


2015 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet tüketim harcamaları kaynaklı artış göstermiştir. Bu dönemde, mal ve hizmet ihracatı dönemlik bazda artarken ithalat gerilemiş, böylece net ihracat dönemlik büyümeye pozitif katkı yapmıştır. İkinci çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki ılımlı artışın devam ettiğine işaret etmektedir. Küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik problemler sebebi ile dış talep zayıf seyrederken, iç talep büyümeye ılımlı düzeyde bir katkı yapmaktadır. Bu çerçevede, büyümenin önümüzdeki dönemde ılımlı ve kademeli bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. 2015 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon gıda fiyatları kaynaklı düşüş kaydetmiş olsa da, bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybının çekirdek enflasyonda artışa yol açmasıyla enflasyon görünümünde henüz arzu edilen iyileşme gerçekleşmemiştir. Gıda fiyatlarında öngörülen kısmi iyileşme ve temkinli para

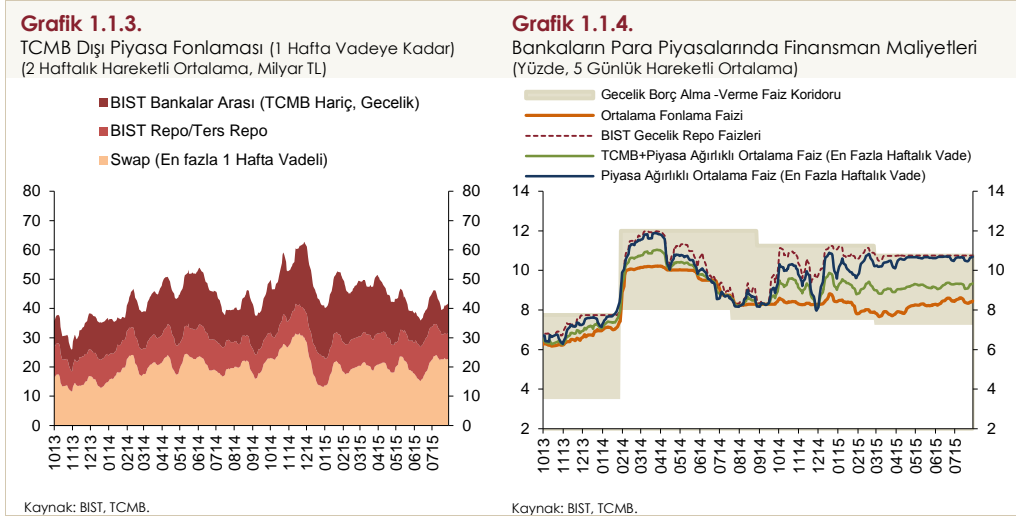
politikasının katkısı ile enflasyon görünümündeki bozulmanın sınırlı kalacağı ve enflasyonun orta vadede hedefe ulaşacağı değerlendirilmektedir.

### 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

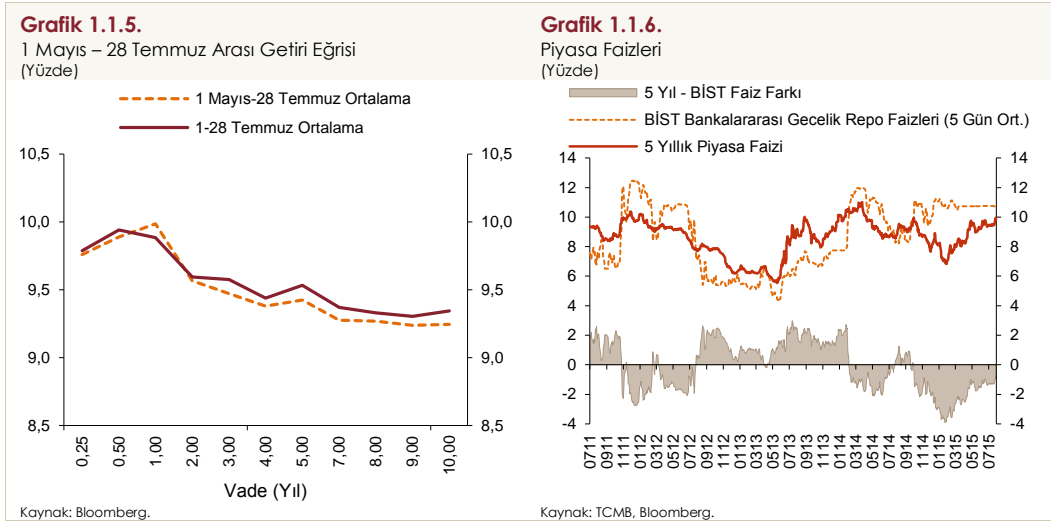
TCMB, küresel piyasalardaki belirsizliklerin yanı sıra gıda ve enerji fiyatlarında yaşanan oynaklıkları dikkate alarak 2015 yılı ikinci çeyreğinde temkinli para politikası duruşunu sürdürmüştür. Bu dönemde faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmazken, çekirdek enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerinde oluşabilecek riskleri sınırlamak amacıyla sıkı likidite politikası uygulamasına devam edilmiştir. Son dönemde artış gösteren likidite ihtiyacının karşılanmasında marjinal fonlamanın ağırlığı artırılarak TCMB ortalama fonlama faizi yükseltilmiştir (Grafik 1.1.1). TCMB ortalama fonlama faizi Haziran ayı ortalarından itibaren yüzde 8,5 seviyelerinde seyretmektedir (Grafik 1.1.2). BIST bankalararası gecelik faizi ise bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmiştir.



Bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının karşılanmasında TCMB tarafından sağlanan fonların yanı sıra bankaların farklı piyasalardan sağladıkları kısa vadeli fonlar da önemli bir yer tutmaktadır. TCMB dışındaki piyasa oyuncularından sağlanan ve en fazla bir hafta vadeye sahip olan fonların başında swap piyasasından sağlanan fonlar gelirken; bunu BIST bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasında TCMB haricindeki bankalar ve aracı kurumlar ile yapılan işlemler takip etmektedir (Grafik 1.1.3). TCMB fonlaması dışında söz konusu piyasalardaki işlem hacimleri ile bu piyasalarda geçerli olan faizler göz önünde bulundurularak hesaplanan piyasa ağırlıklı ortalama fonlama faizi, temel olarak TCMB'nin faiz ve likidite politikaları tarafından belirlenen BIST gecelik repo faizini yakından takip etmektedir (Grafik 1.1.4). TCMB ve TCMB dışı fonların toplam içindeki ağırlıklarına göre hesaplanan efektif fonlama faizinin ise Temmuz ayı itibarıyla yüzde 9,3 civarında olup; yüzde 8,5 civarında seyreden TCMB ortalama faizinden daha yüksek olduğu ve son dönemde TCMB ortalama fonlama faizindeki artışları yansıttığı görülmektedir.

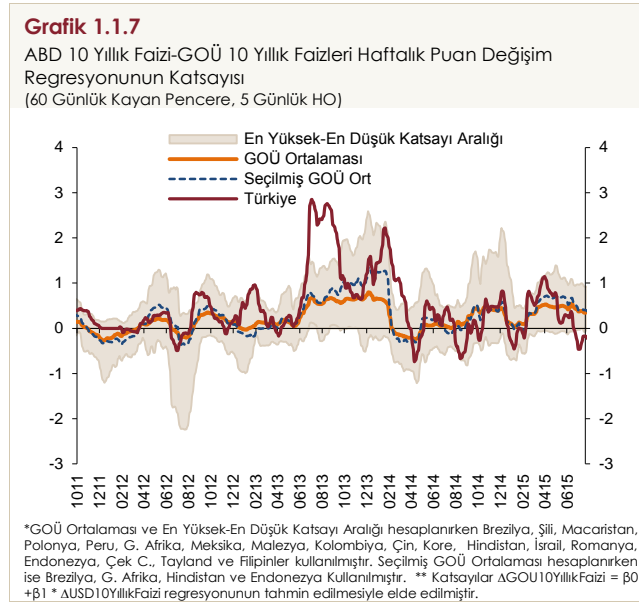


Temkinli para politikası duruşuna bağlı olarak, getiri eğrisinin yataya yakın konumu korunmuştur. Bir önceki Rapor dönemine göre getiri eğrisinde önemli bir değişiklik gözlenmemekle birlikte, özellikle 2 yıldan uzun vadeli piyasa faizlerinde sınırlı bir artış yaşanmıştır (Grafik 1.1.5). Bu gelişme sonucu BIST bankalararası gecelik repo faizleri ile 5 yıl vadeli faiz arasındaki fark bir miktar azalmıştır (Grafik 1.1.6). TCMB, önümüzdeki dönemde de enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurların yakından izlenerek enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki temkinli duruşun sürdürüleceğini yinelemiştir.

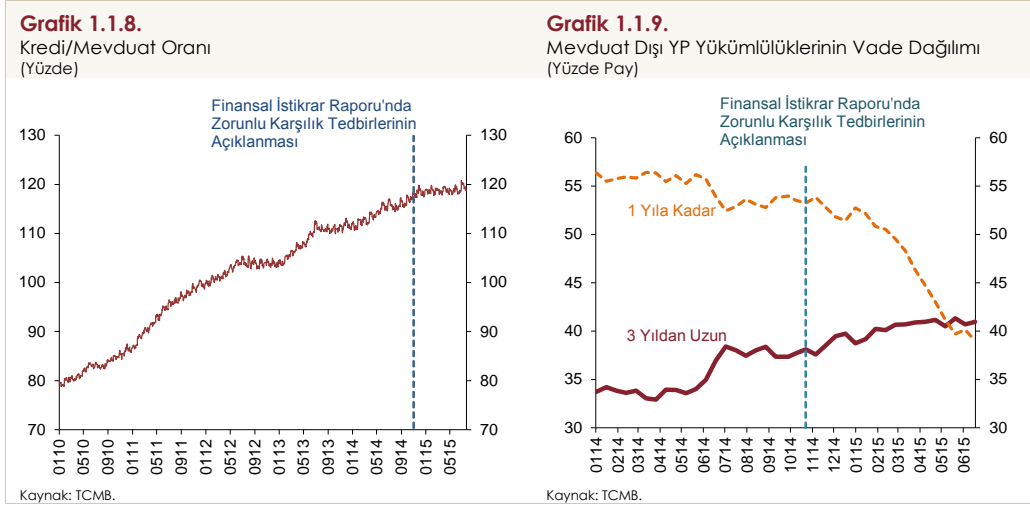


Uygulanmakta olan geniş faiz koridoru ve sıkı likidite politikasının ekonominin küresel şoklara olan hassasiyetini azaltarak finansal istikrarı desteklediği ve fiyat istikrarı hedefinin sağlanması için gerekli ortamın oluşturulmasına katkı verdiği değerlendirilmektedir. Küresel kriz sonrası dönemde, gelişmiş ülkelerin uyguladıkları konvansiyonel olmayan politikalar ve küresel para politikalarına dair süregelen belirsizlikler bu ülkelerin uzun vadeli faizlerinde oynaklık artışlarına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülke faizleri de küresel para politikası gelişmelerine aşırı duyarlı hale gelmiştir. Bu durumun yurt içine olan olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla TCMB geniş faiz koridoru ve aktif likidite politikasının bir arada kullanıldığı bir para politikası tasarlayarak uygulamaya koymuştur. TCMB'nin uyguladığı geniş faiz

koridoru ve sıkı likidite politikası ekonomimizin küresel şoklara karşı dayanıklılığını artırmış ve temel hedef olan fiyat istikrarını sağlamada etkili bir politika çerçevesi olmuştur. Geniş faiz koridoru çerçevesi şoklar karşısında kısa vadeli faiz oranlarını geçici olarak uzun vadeli faiz oranlarının üzerine çıkarmaya ve getiri eğrisini yataya yakın veya ters eğimli hale getirmeye imkan vermektedir. Böylelikle yerli para cinsinden uzun vadeli faizler daha istikrarlı seyretmekte ve ekonominin küresel uzun vadeli faiz şoklarına olan hassasiyeti azalmaktadır. Ayrıca, getiri eğrisinin bu konumu enflasyona düşüş yönünde destek veren etkili bir politika duruşu oluşturmaktadır. Nitekim, özellikle 2014 yılının başındaki güçlü parasal sıkılaştırma sonrasında küresel faizlerin yurt içi piyasalar üzerindeki etkisinin önemli ölçüde azaldığı ve çekirdek enflasyon göstergelerinde belirgin bir iyileşme yaşandığı gözlenmektedir (Grafik 1.1.7).



TCMB, faiz koridoru ve sıkı likidite politikasının yanı sıra küresel finansal oynaklık karşısında geliştirdiği politika araçlarını etkin bir şekilde kullanmaya devam etmektedir. Finansal sistemle ilgili olarak alınan bu önlemler, basiretli borçlanmayı teşvik ederek, iç ve dış belirsizlikler karşısında makrofinansal riskleri sınırlamak açısından önem taşımaktadır. 2015 Ocak ayı itibarıyla yürürlüğe giren Türk Lirası zorunlu karşılıklara çekirdek yükümlülük oranlarına göre farklılaşan oranlarda faiz ödenmesi uygulaması kapsamında bankalara ödenen faiz oranlarında 8 Mayıs 2015 tesis döneminden başlanmak üzere 50 baz puan artış yapılmıştır. Zorunlu karşılıklara ödenen kısmi faizin yükseltilmesi Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) yoluyla tutulan rezervleri azaltmakta, böylece döviz satışı ile benzer etkiyi göstererek sistemin TCMB'den fonlama ihtiyacını artırmaktadır. Ayrıca, Türk lirasının değer kaybettiği dönemlerde ROM çerçevesinde tutulan rezervlerin değerlendirme etkisiyle otomatik olarak azalması döviz likiditesini dengeleyici bir rol oynamaktadır. Bunun yanı sıra yabancı para zorunlu karşılık oranlarının çekirdek olmayan yükümlülüklerin vadesini uzatmaya yönelik artırılmasının son dönemde kredi/mevduat oranındaki artış eğiliminin yavaşlamasına katkı verdiği değerlendirilmektedir (Grafik 1.1.8). Ayrıca yabancı para zorunlu karşılıkların uzun vadeli borçlanmayı teşvik edecek şekilde değiştirilmesinin ardından mevduat dışı kısa vadeli yabancı para yükümlülüklerin payında görülen gerileme yılın ikinci çeyreğinde daha da belirginleşmiştir (Grafik 1.1.9).

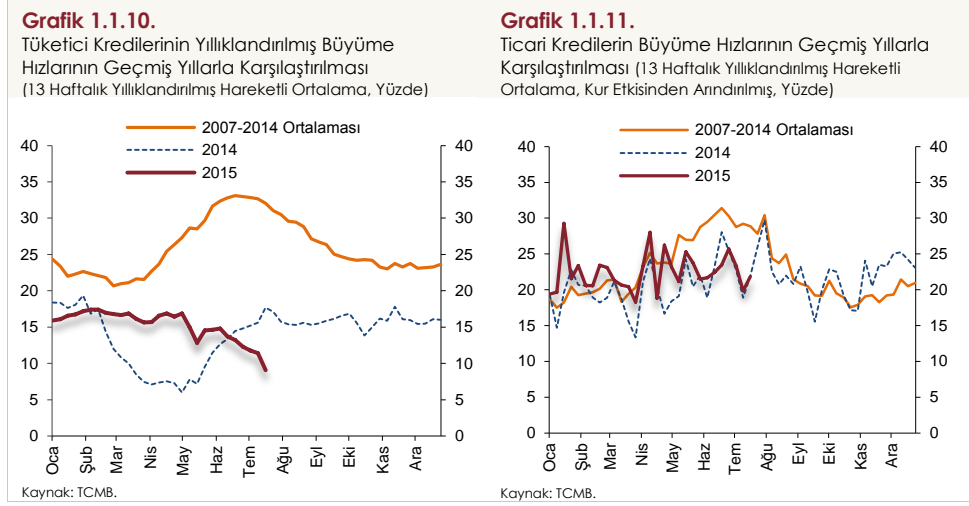


TCMB, yılın ikinci çeyreğinde, döviz satım tutarlarının günlük olarak belirlendiği esnek döviz satım ihalelerine devam ederken, 13 Şubat ve 10 Mart 2015 tarihlerinde yapılan Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK) değişiklikleriyle de, ROM döviz rezervlerinden çıkış sağlayarak piyasadaki döviz likiditesini desteklemiştir. Bunun yanı sıra, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının faiz oranlarında ilk çeyrekte yapılan ayarlamalara ilave değişiklikler yapılmıştır. Buna göre, 9 Ekim 2014 öncesinde yüzde 10 olan bankaların bir hafta vadeli olarak TCMB'den ABD doları ve euro borçlanma imkanı faizleri son düzenlemeler ile birlikte sırasıyla yüzde 3 ve yüzde 1,25 seviyelerine indirilmiştir. Bankalar şimdiye kadar bu imkana başvurmamış olsalar da, bir hafta vadeli döviz depo üst limiti ve faizlerinde yapılan ayarlamalar bankacılık sektörü için finansal piyasalarda güven artırıcı bir unsur olarak tampon vazifesi görmektedir.

Döviz likiditesine ilişkin bir başka tedbir olarak 5 Mayıs 2015 tarihinden itibaren TCMB nezdinde ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara faiz ödenmesi uygulamasına başlanmıştır. Uygulanacak faiz oranı değişen küresel ve yerel finansal piyasa koşulları çerçevesinde günlük olarak belirlenip duyurulmaya başlanmıştır. Ayrıca, son dönemde Euro Bölgesi'nde gözlenen gelişmeler nedeniyle 1 Şubat 2015 tarihinden itibaren bankalar ve finansman şirketlerinin TCMB nezdindeki euro cinsi döviz hesaplarından alınmaya başlanan yıllık binde 2 oranındaki komisyon, 1 Temmuz 2015 tarihinden itibaren geçerli olacak şekilde yıllık on binde 5'e indirilmiş, 27 Temmuz itibari ile ise kaldırılmıştır.

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Finansal olmayan kesime kullanılan (kur etkisinden arındırılmış) krediler yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre ılımlı bir artış göstererek yüzde 18,1 oranında büyümüştür. Tüketici ve ticari kredi ayırımında bakıldığında, BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamaların da katkısı ile ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümeye devam ettiği görülmektedir. 2015 yılı ikinci çeyreğinin sonunda tüketici kredileri yıllık büyüme oranı yüzde 15,1'e gerilerken, aynı oran kur etkisinden arındırılmış ticari krediler için yüzde 21,6 olarak gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, kredilerin büyüme eğilimleri geçmiş yıllar ortalamaları ile karşılaştırıldığında ticari krediler ortalamaya yakın seyrederken tüketici kredilerinin ortalamanın oldukça altında bulunduğu gözlenmektedir (Grafik 1.1.10 ve 1.1.11). İktisadi faaliyetteki ılımlı seyir ve finansal koşullarda son

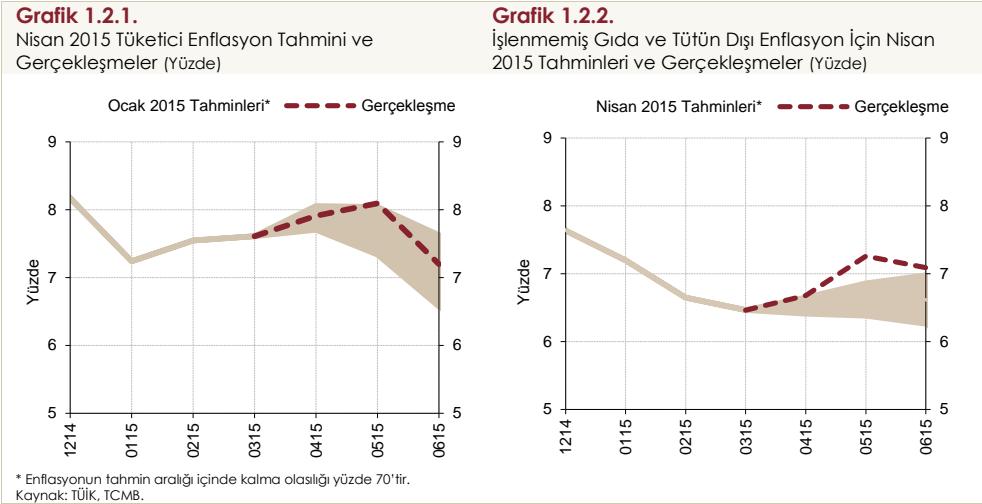
dönemde gözlenen sıkılaşma ile birlikte önümüzdeki dönemde kredi büyümesinin bir miktar yavaşlayabileceği değerlendirilmektedir.



## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

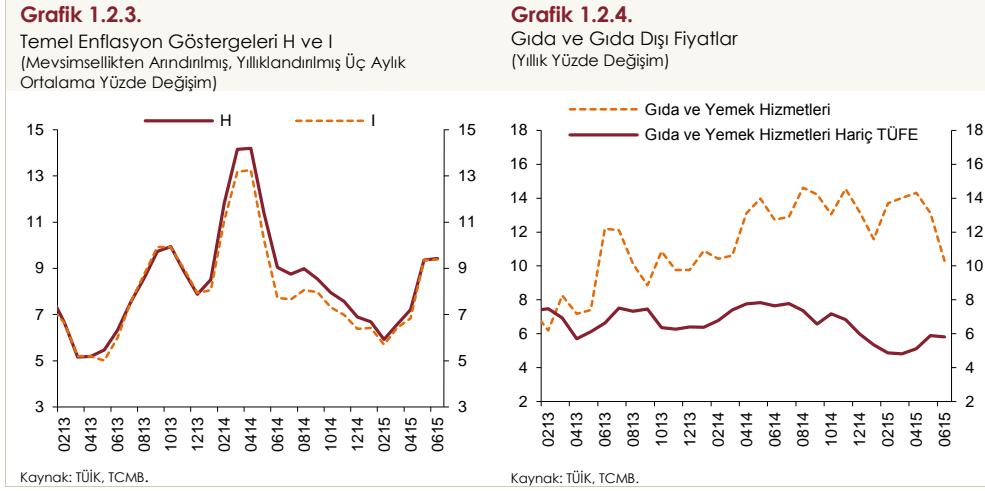
### Enflasyon

2015 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu ilk çeyrek sonuna kıyasla yaklaşık 0,4 puan azalarak yüzde 7,20 oranına gerilemiş ve Nisan Enflasyon Raporu öngörüsüne yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Gıda enflasyonundaki düşüş enflasyondaki iyileşmenin ana belirleyicisi olurken çekirdek enflasyon büyük ölçüde döviz kuru etkileriyle yükselmiştir. Bu dönemde gıda fiyatlarındaki düzeltme ile birlikte bu grubun yıllık enflasyona olan katkısı yaklaşık 2,3 puana inmiştir. Buna karşılık Türk lirasında gözlenen değer kaybı enflasyondaki düşüşü sınırlayan bir gelişme olmuştur.



Uygulanan temkinli para ve maliye politikaları ile alınan makroihtiyati önlemler enflasyonu, özellikle enerji ve gıda dışı (çekirdek) enflasyon göstergelerini, olumlu yönde etkilemektedir. Bununla birlikte, döviz kurlarında son dönemde gözlenen gelişmelerin gecikmeli yansımaları enflasyon görünümündeki iyileşmeyi geciktirmektedir. Nitekim çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğiliminde ikinci çeyrekte önceki döneme kıyasla belirgin bir bozulma gözlenmiştir (Grafik 1.2.3). Bu görünümde

döviz kuru kaynaklı maliyet baskılarının bir önceki döneme kıyasla güçlenmesi belirleyici olmuştur. Para politikasında sürdürülen temkinli duruş ve yurt içi talepteki ılımlı seyir ise maliyet baskılarının fiyatlara yansımalarını sınırlamaya devam etmiştir.



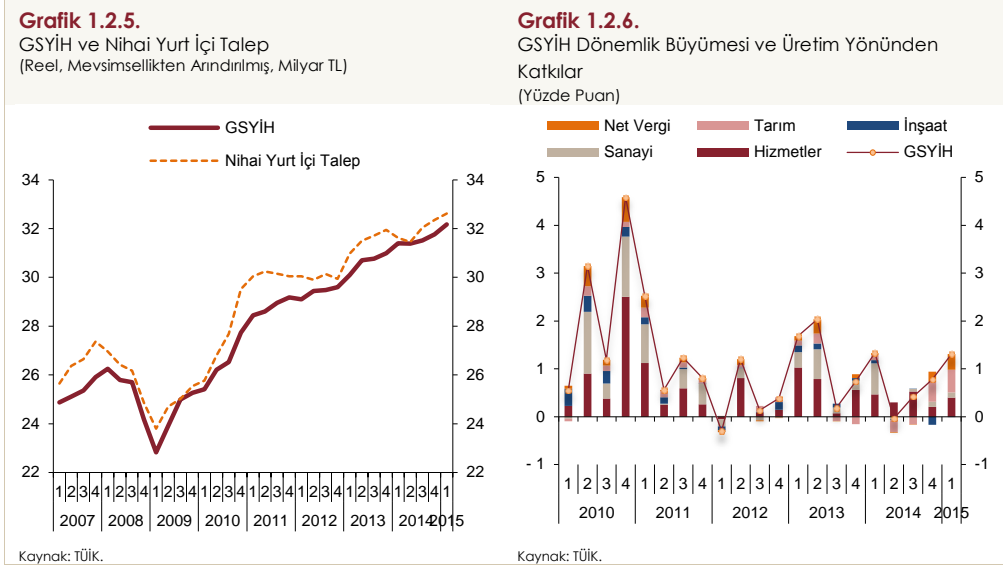
Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü üzere yılın ikinci çeyreğinde hava koşullarının arzu destekleyici yönde olmasıyla birlikte gıda fiyatlarında belirgin bir düzeltme gözlenmiştir. Tüketim sepetinin yaklaşık yüzde 25'ini oluşturan gıda grubunun yıllık enflasyonu Haziran ayı itibarıyla yüzde 9,28'e gerilemiş, benzer şekilde gıda ve yemek hizmetleri grubunun yıllık enflasyonu da kayda değer bir düşüş sergilemiştir. Bu dönemde gıda ve yemek hizmetleri hariç tüketici enflasyonu ise yukarıda değinilen maliyet baskılarıyla bir önceki döneme kıyasla 1 puan artarak yüzde 5,82'ye yükselmiştir (Grafik 1.2.4).

Özetle yılın ikinci çeyreğinde enflasyon gıda fiyatları kaynaklı düşüş kaydetmiş olsa da bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybının söz konusu düşüşü sınırlamasıyla enflasyon görünümünde henüz arzu edilen iyileşme gerçekleşmemiştir. Gıda fiyatlarında öngörülen kısmi iyileşme ve temkinli para politikasının katkısı ile enflasyon görünümündeki bozulmanın sınırlı kalacağı ve enflasyonun orta vadede hedefe ulaşacağı değerlendirilmektedir.

#### Arz ve Talep

2015 yılı ilk çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiş ve milli gelir dönemlik bazda yüzde 1,3, yıllık bazda ise yüzde 2,3 oranında artmıştır (Grafik 1.2.5). Milli gelir bileşenleri üretim yönünden incelendiğinde, ilk çeyrekte inşaat haricindeki tüm sektörlerin bir önceki çeyrek ortalamalarına kıyasla artış kaydettiği görülmektedir. Bu dönemde milli gelir büyümesinde tarım ve net vergi kalemleri öne çıkarken, sanayi ve hizmet kalemleri ılımlı artış eğilimini korumuştur (Grafik 1.2.6). İlk çeyrek gelişmeleri mevsimsellikten arındırılmış verilerle harcama tarafından değerlendirildiğinde, nihai yurt içi talebin tüketim harcamaları kaynaklı artış gösterdiği görülmektedir. Yatırım harcamaları ise gerek kamu gerekse özel kesimde bir önceki çeyreğe göre daralmıştır. Mal ve hizmet ihracat ve ithalatı verilerine göre, ilk çeyrekte ihracat dönemlik bazda artarken ithalat gerilemiştir. Altın hariç dış ticaret verileri değerlendirildiğinde bu dönemde yurt içi talepteki artış eğilimi doğrultusunda ithalat miktar

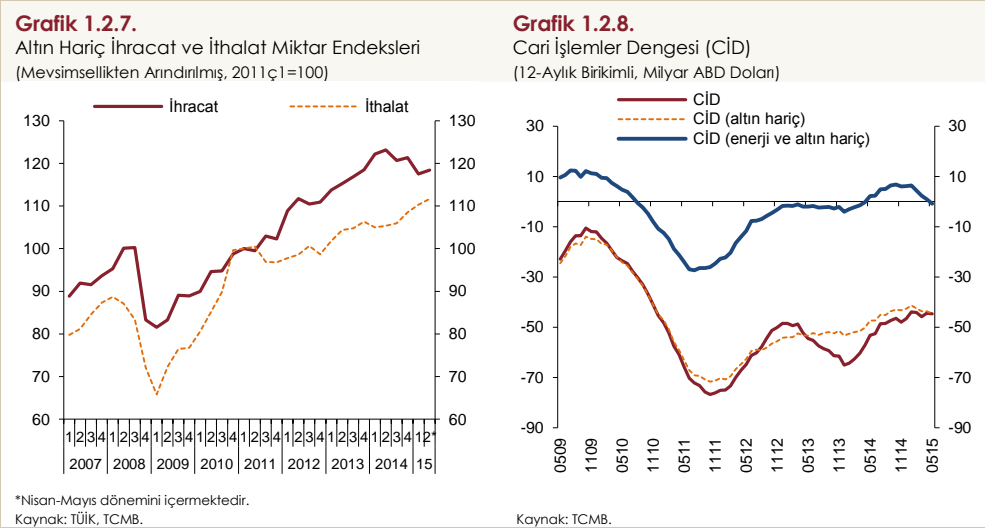
endeksinin istikrarlı şekilde arttığı, dış talepteki zayıf seyre paralel olarak ise ihracatın gerilediği gözlenmiştir.



2015 yılı ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki ılımlı artışın devam ettiğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,0 oranında artış kaydetmiştir. Haziran ayına ilişkin göstergelerle birlikte değerlendirildiğinde sanayi üretiminin yılın ikinci çeyreğinde dönemlik bazda artış göstermesi beklenmektedir. İç talebe ilişkin satış, üretim ve ithalat göstergeleri nihai yurt içi talebin tüketim talebi kaynaklı artış eğilimine devam edeceğine işaret etmektedir. Yatırımlara ilişkin göstergeler ise zayıf görünümün ikinci çeyrekte de süreceği sinyalini vermektedir. Altın hariç ihracat miktar endeksinin, ilk çeyrekteki daralmanın ardından Nisan-Mayıs döneminde önceki çeyreğe göre düşük oranda artması, altın hariç ithalatın ise artış eğilimini sürdürmesi dış talebin büyümeye katkısının ikinci çeyrekte sınırlı kalabileceğine işaret etmektedir (Grafik 1.2.7).

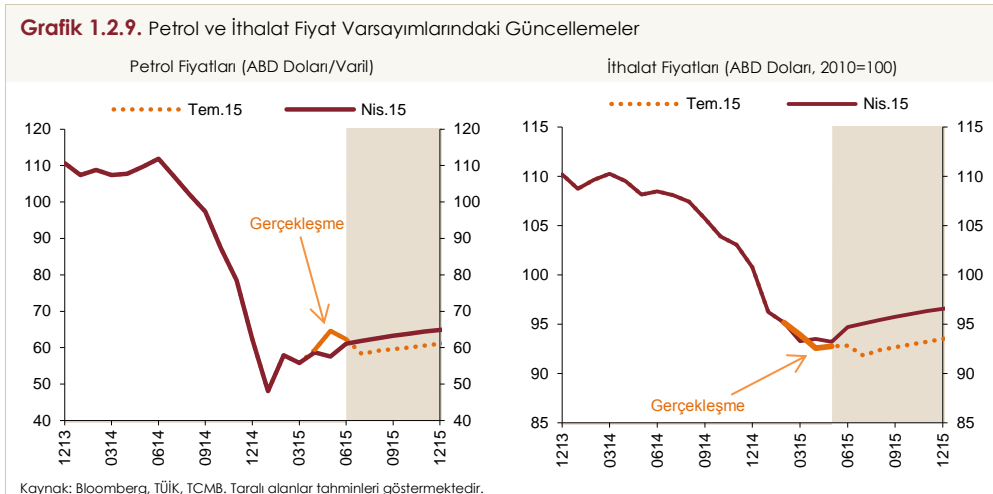
Önümüzdeki dönemde, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın devam edeceği öngörülmekle birlikte, büyümeye dair riskler bulunmaktadır. Dış talebe ilişkin gerek jeopolitik gelişmeler gerekse Avrupa'daki sorunlar kaynaklı aşağı yönlü riskler devam etmektedir. Ayrıca, yerel belirsizlikler ve güven endekslerindeki zayıf seyir ile küresel para politikaları kaynaklı finans piyasalarında gözlenen oynaklıklar özel kesim nihai talebinin büyümeye yaptığı katkıyı sınırlayabilecek risk unsurlarıdır. Aşağı yönlü riskleri canlı tutan bu faktörlere karşın, küresel kriz sonrası gözlenen güçlü istihdam performansı ile petrol fiyatlarındaki düşük seviyeler cari denge ve enflasyon görünümü üzerinde olumlu etki yaparak iç talep ve ekonomi politikaları açısından alan oluşturmaktadır. Ayrıca, tarım katma değerinde beklenen düzeltme üretim tarafından büyümeyi destekleyebilecek bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Bütün bu değerlendirmeler çerçevesinde, 2015 yılının ikinci yarısında ılımlı büyüme eğiliminin devam edeceği ve talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı vereceği öngörülmektedir. Dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin ve tüketici kredilerindeki yavaşlamanın etkisiyle cari dengesizlikteki iyileşme eğiliminin önümüzdeki dönem devam edeceği ancak dış talepteki zayıf seyrin bu iyileşmeyi bir miktar sınırlayabileceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.8).





### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatları bir önceki Rapor'da öngörülen patikanın sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşirken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ise öngörülen patikanın altında kalmıştır (Grafik 1.2.9). Yıl bazında ise, ortalama petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı geneli için yüzde 2'ye, 2016 yılı için ise yüzde 6'ya yakın bir oranda düşürülmüştür (Tablo 7.1.1). Bununla uyumlu olarak, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda 2015 yılı için 1,7 puan, 2016 yılı için ise 1,4 puan aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Gıda fiyatı gelişmelerine bakıldığında işlenmemiş gıda fiyatlarının 2015 yılının ikinci çeyreğinde belirgin bir düzeltme yaptığı ve gıda fiyatlarının enflasyona katkısında önemli bir gerileme yaşandığı gözlenmiştir. Söz konusu düzeltmenin devam edeceği ve yetkili kurumlar tarafından alınmakta olan önlemlerin etkilerinin ortaya çıkacağı öngörülmesi ile 2015 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı yüzde 9'dan yüzde 8'e güncellenmiştir.



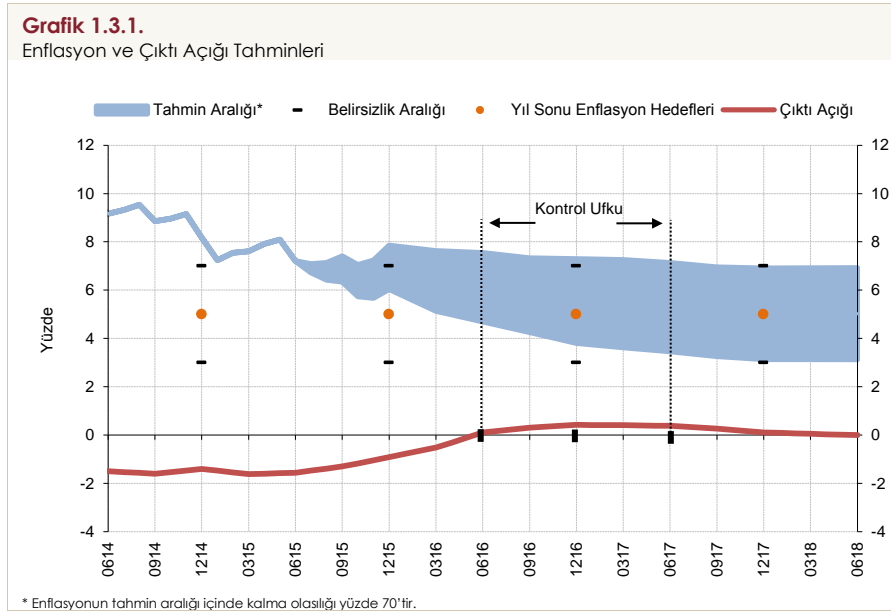
### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm

esas alınmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2015-2017 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, dönem boyunca sıkı bir maliye politikası duruşu sergileneceği ve faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki temkinli duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, sıkı makro ihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının makul seviyelerde seyretmeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 6,0 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2016 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



2015 yılı ikinci çeyreğinde döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirmesi yıl sonu enflasyon tahminini 0,5 puan yukarı yönlü etkilemiştir. Öte yandan, ithalat ve gıda fiyatları görünümünde bir önceki Rapor'a kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine sırasıyla 0,1 puan ve 0,3 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur. Sonuç olarak, yılın ikinci yarısında ithalat ve gıda fiyatlarındaki görünümün ikinci çeyrek çekirdek enflasyon gelişmelerinin olumsuz etkisini büyük ölçüde telafi edeceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,8 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 0,1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini ise değiştirilmemiştir. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki aşağı yönlü güncelleme 2016 yıl sonu enflasyonunu yaklaşık 0,1 puan aşağı çekeceği; ancak 2015 yıl sonu enflasyon tahminindeki yükselişten dolayı bu etkinin telafi edileceği değerlendirilerek 2016 yıl sonu enflasyon tahmini korunmuştur (Grafik 1.3.1).

2015 yılının kalan döneminde de baz etkileri enflasyonun seyrinde belirleyici olacaktır. Enflasyonun Eylül ayına kadar düşüş eğiliminde olacağı; ancak baz etkileri kaynaklı olarak Eylül ayında

bir miktar yükseldikten sonra dalgalı bir seyir izleyerek yıl sonunda yüzde 6,9'a ulaşacağı tahmin edilmektedir.

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Ticari kredi büyümesi yakın dönemdeki güçlü seyirini devam ettirirken, tüketici kredisi büyüme hızında özellikle konut dışı kalemler kaynaklı bir yavaşlama gözlenmektedir. Bunların yanı sıra, kredi bileşiminde arzu edilen şekilde ticari kredileri tüketici kredilerine kıyasla daha yüksek bir hızda büyümektedir. Son dönemde finansal koşullarda yaşanan kısmi sıkılaştırmanın da etkisiyle yılın ikinci yarısında toplam kredi büyümesinin bir miktar yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. Kredilerdeki bu görünüm bir yandan orta vadeli enflasyon baskılarını sınırlarken diğer yandan cari dengedeki düzelmeyi desteklemektedir.

Dış talep zayıf seyirini korurken iç talep büyümeye ılımlı düzeyde katkı vermektedir. Avrupa ekonomisinde gözlenen toparlanma dış talebi olumlu etkilese de, süregelen jeopolitik gelişmeler ve küresel ticaretteki yavaşlama ihracat büyümesini sınırlandırmaktadır. Öte yandan, petrol fiyatlarının düşük seviyesini koruması durumunda birikimli enerji ithalatı azalmaya devam edecektir. Sonuç olarak, dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerinin ılımlı seyri cari dengedeki iyileşmeyi desteklerken ihracatın görece olarak zayıf görünümü bu iyileşmeyi sınırlamaktadır. İç talep ise temelde tüketim kaynaklı olarak ılımlı bir artış eğilimi sergilemektedir. Diğer taraftan, güven endekslerindeki zayıf seyir ile iç ve dış belirsizlikler özel kesim nihai talebinin büyümeye yaptığı katkıyı sınırlayabilecek risk unsurlarıdır. Bu bağlamda, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın kademeli olacağı ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı vermeye devam edeceği öngörülmektedir.

Yılın ilk çeyreğinde oldukça olumsuz seyreden ve enflasyonun yüksek gerçekleşmesinde belirleyici olan işlenmemiş gıda grubu enflasyonu yakın dönemde önemli bir düzeltme yaparak enflasyonu olumlu etkilemiştir. Benzer şekilde son dönemde petrol fiyatlarında görülen gerileme enflasyonu düşürücü yönde katkı vermektedir. Öte yandan, döviz kuru hareketleri özellikle temel mal grubu üzerinde etkili olarak çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirmektedir. Bu çerçevede, küresel piyasalardaki belirsizlikler ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıklar da dikkate alındığında, para politikasındaki temkinli yaklaşımın sürdürülmesi gerekmektedir. Gıda fiyatlarında öngörülen kısmi iyileşme ve temkinli para politikasının katkısı ile enflasyon görünümündeki bozulmanın sınırlı kalacağı ve enflasyonun orta vadede hedefe ulaşacağı değerlendirilmektedir.

Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olacaktır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlar yakından izlenecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki temkinli duruş sürdürülecektir.

Küresel piyasalara dair riskler önemini korumaktadır. Küresel ekonomiye ilişkin azalan öngörülebilirlik ve gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki farklılaşma ile birlikte artan belirsizlikler küresel piyasaların veri akışına duyarlılığının yüksek seviyelerde kalmasına neden olmaktadır. Bütün bu gelişmeler sonucunda, risk iştahı ve sermaye akımlarındaki oynaklık sürmektedir. TCMB, sermaye akımlarına yönelik dengeleyici konjonktürel politikaların yanı sıra finansal sistemin dayanıklılığını artırmaya yönelik yapısal tedbirlerin de önemli olduğuna dikkat çekmiştir. Bu doğrultuda, son dönemde

döviz likiditesini, çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı destekleyici yönde atılan adımların ekonominin dayanıklılığını artırdığı değerlendirilmiştir. Gerekli görülmesi halinde aynı doğrultuda ilave önlemler alınmaya devam edilebileceği belirtilmiştir.

Küresel kriz sonrası dönemde, özellikle ABD para politikasının çıkış sürecinde gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli faizler küresel para politikalarına aşırı duyarlı hale gelmiştir. Bu süreçte TCMB'nin uyguladığı geniş faiz koridoru ve sıkı likidite politikası ekonomimizin küresel şoklara karşı dayanıklılığını artırmıştır. Önümüzdeki dönemde, küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından sonra sözle yönlendirme politikaları sayesinde uzun vadeli faiz oranlarındaki oynaklık kalıcı olarak düşebilecektir. Bu baz senaryo altında ülkemizde de geniş bir faiz koridoruna olan ihtiyacın zaman içerisinde azalabileceği değerlendirilmektedir. Böyle bir durumda, TCMB faiz politikasının operasyonel çerçevesinin de kademeli olarak sadeleştirilmesi söz konusu olabilecektir.

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. Küresel belirsizliklerin yüksek olduğu mevcut konjonktürde bu kazanımların korunarak daha da ileriye götürülmesi önem taşımaktadır. Mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak her türlü tedbir makroekonomik istikrarı destekleyecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesini sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.