



Enflasyon Raporu

2018-IV



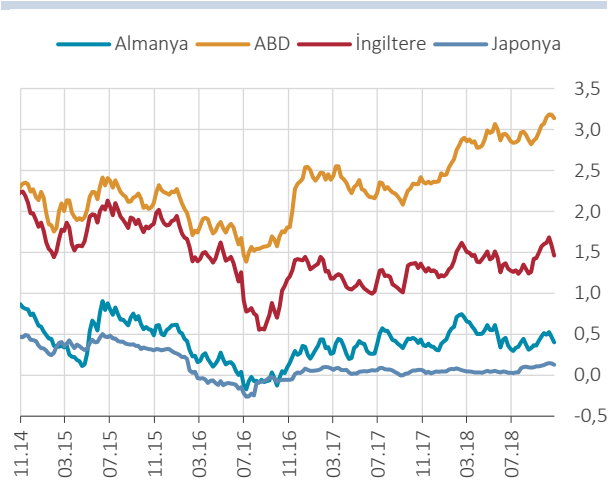
İçindekiler

1.	GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1	Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar	2
1.2	Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3	Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	7
1.4	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi	9
2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1	Küresel Büyüme	11
2.2	Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	14
2.3	Küresel Para Politikası Gelişmeleri	17
2.4	Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları	19
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	25
3.1	Temel Enflasyon Görünümü	26
3.2	Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	30
3.3	Yurt İçi Üretici Fiyatları	32
3.4	Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları	33
3.5	Beklentiler	34
4.	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	45
4.1	Üretim Gelişmeleri	45
4.2	Talep Gelişmeleri	47
4.3	İşgücü Piyasası	49
4.4	Ücretler ve Verimlilik	51
4.5	Çıktı Açığı	53
5.	FİNANSAL KOŞULLAR VE PARA POLİTİKASI	65
5.1	Finansal Piyasalarda Görelî Performans	65
5.2	Kredi Koşulları	67
5.3	Para Politikası Uygulamaları	71
6.	KAMU MALİYESİ	81
6.1	Bütçe Gelişmeleri	81
6.2	Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	84
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	89
7.1	Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	89
7.2	Orta Vadeli Görünüm	92
7.3	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi	95
	KUTULAR	
Kutu 2.1	Küresel Yatırımcı Davranışlarında Son Dönemde Meydana Gelen Değişimler?	22
Kutu 3.1	Yakın Dönem Enflasyon Gelişmelerine Dair Model Perspektifinden Bir İnceleme	36
Kutu 3.2	Enflasyonun Yapısal Unsurlarına Bir Bakış: Demografi	39
Kutu 4.1	Türkiye’de Ücret Dinamikleri	54
Kutu 4.2	İmalat Sanayi Firmaları Yatırım Dinamikleri	58
Kutu 4.3	İmalat Sanayi Firmalarının Dış Pazarlara Yönelme Esnekliği	61
Kutu 5.1	Para Politikası Aktarımı ve Bankaların Dış Borçlanması	76
Kutu 6.1	Yeni Ekonomi Programı Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu	87

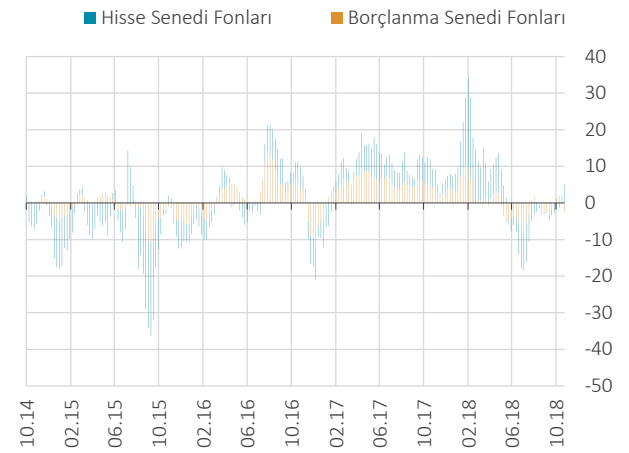
1. Genel Değerlendirme

Yılın ikinci çeyreğinde ivme kaybeden küresel iktisadi faaliyete dair göstergeler Temmuz Enflasyon Raporuna kıyasla sınırlı ölçüde yavaşlamaya işaret etmiştir. Söz konusu yavaşlama ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin performansından kaynaklanırken, başta ABD, Japonya ve İngiltere ekonomileri olmak üzere gelişmiş ekonomiler daha olumlu bir görünüm sergilemiştir. Euro Bölgesi'nde iktisadi faaliyetteki yavaşlama ise daha belirgin hale gelmiştir. İtalya'da bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler, Brexit kaynaklı siyasal belirsizlikler ile çelik ve alüminyum ihracatına ABD tarafından uygulanan gümrük tarifeleri, Euro Bölgesi'nde ekonomik büyümenin yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte ham petrol fiyatları artarken, endüstriyel metal fiyatlarındaki görünüm ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin de etkisiyle daha ılımlı kalmıştır. Enflasyon, yükselen petrol fiyatlarına bağlı olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında yükselmiştir. Diğer taraftan, küresel finansal koşullar bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sıkışmıştır. Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasındaki normalleşme sürecine bağlı olarak üçüncü çeyrekte uzun vadeli faizlerde artış kaydedilmiştir (Grafik 1.1). Bu dönemde, gelişmiş ülkelerde getirilerin yükselmesi ve uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerinin güçlenmesi, küresel finansal piyasalarda oynaklıklara yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yükselirken, portföy çıkışlarına bağlı olarak para birimlerinde de değer kaybı gözlenmiştir (Grafik 1.2).

Grafik 1.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Grafik 1.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarının hızlandığı bir konjonktürde, ülkemizde döviz piyasalarında Ağustos ayında yaşanan dalgalanma, alınan tedbirler ve Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırmayı takiben zayıflamıştır. Türk lirasındaki değer kaybı sonrasında enflasyon beklentileri ve risk primindeki artış nedeniyle Ağustos ayında belirgin miktarda yükselen piyasa faizleri de, Eylül ve Ekim aylarında yüksek seviyesini korumuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda bankaların fonlama maliyetlerinde kaydedilen artışa ilave olarak, Türk lirasındaki değer kaybının firmaların finansal hesapları üzerindeki etkisi ve yavaşlamaya başlayan iktisadi faaliyete bağlı olarak bankaların kredi riski görünümüne dair değerlendirmeleri neticesinde kredi-mevduat faiz farkı üçüncü çeyrekte tarihsel ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Böylelikle, kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama üçüncü çeyrekte daha belirgin hale gelmiştir.

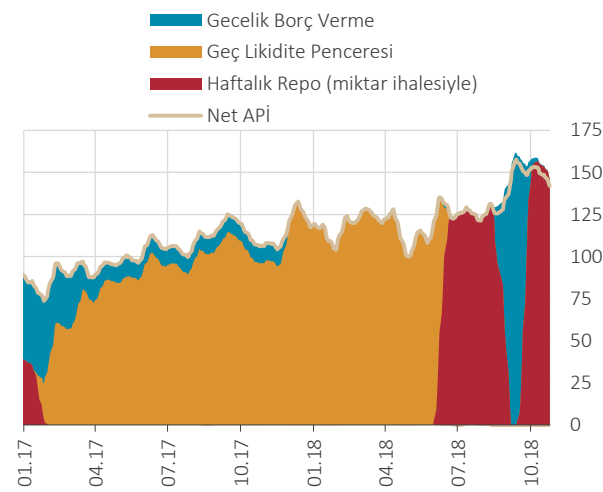
Tüketici enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 24,5 seviyesine ulaşmıştır. Türk lirasının bu çeyrekte yüzde 37 civarında değer kaybetmiş olması enflasyondaki yükselişin en önemli belirleyicisi olmuştur. Yıllık enflasyondaki artışın alt gruplar geneline yayılması ve döviz kuru geçişkenliği görece düşük olan ürün gruplarında dahi yüksek fiyat artışları kaydedilmiş olması, fiyatlama davranışının belirgin şekilde bozulduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmede, döviz kurlarında yükselen oynaklığın enflasyon belirsizliğini

artırması, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlenmesi ve geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaşması belirleyici olmuştur. İç talep koşullarının üçüncü çeyrek itibarıyla enflasyonu düşürücü yönde etkilemesine karşın, turizmdeki olumlu görünümün sürmesi, bu sektörle bağlantısı güçlü kalemlerde fiyat artışlarına neden olmuştur. Ayrıca, Eylül ayında yüzde 46,2 seviyesine ulaşan üretici enflasyonu kaynaklı maliyet baskıları da tüketici enflasyonu üzerinde belirleyici olmaktadır. İktisadi faaliyet, yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamakla birlikte Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülenden bir miktar daha kuvvetli gerçekleşmiştir. İkinci çeyrekte yurt içi talepteki zayıflamaya bağlı olarak ithalatın gerilemesi ve turizmdeki toparlanmanın güç kazanmasıyla birlikte net ihracat dönemlik büyümenin temel belirleyicisi olmuştur. Döviz kurlarındaki yüksek oynaklık, belirsizlik algılamalarındaki bozulma ve finansal koşullardaki sıkılaşma nedeniyle iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın üçüncü çeyrekte bir miktar hızlanarak devam etmiş olduğu değerlendirilmektedir.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

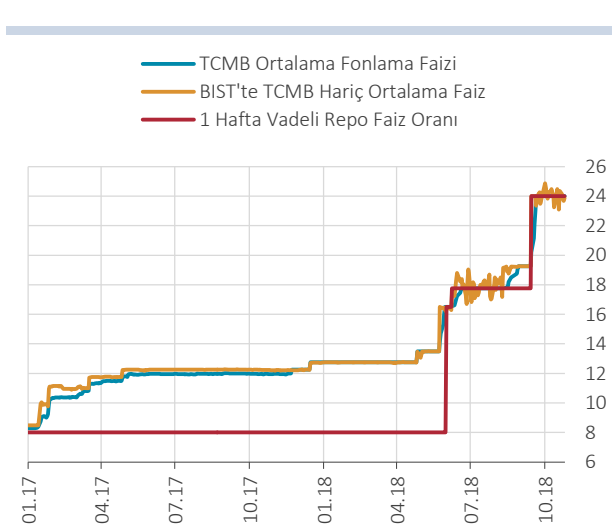
TCMB, Mayıs ve Haziran aylarındaki parasal sıkılaştırmanın ardından, Temmuz ayındaki PPK toplantısında politika duruşunu değiştirmemiş ve iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenmesi gerektiğini ifade etmiştir. Bununla birlikte enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmesinden ötürü sıkı para politikasının uzun bir müddet korunmasının gerekebileceği değerlendirilmiştir. TCMB, 10 Ağustos 2018 tarihinde döviz piyasalarında gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve artan oynaklıklar neticesinde döviz ve TL likiditesine yönelik önlemler almış; ilaveten fonlama stratejisinde de değişikliğe gitmiştir. Bu çerçevede, 13 Ağustos – 14 Eylül 2018 tarihleri arasında haftalık repo ihalesi açılmayarak fonlama TCMB borç verme faiz oranı üzerinden gecelik vadede yapılmıştır (Grafik 1.1.1). TCMB, Eylül ayındaki PPK toplantısında, fiyatlama davranışındaki bozulmanın enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk oluşturmaları nedeniyle, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya giderek politika faiz oranını yüzde 17,75'ten yüzde 24'e yükseltmiştir (Grafik 1.1.2). Ayrıca, fonlamanın tamamının haftalık repo ihaleleri yoluyla sağlanması uygulamasına geri dönmüştür. TCMB, Ekim ayındaki PPK toplantısında ise, finansal koşullardaki sıkılaşmanın da etkisiyle iç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı değerlendirilmesine karşın, fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklerin devam etmesinden ötürü sıkı parasal duruşun korunmasına karar vermiştir.

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



Kaynak: TCMB.

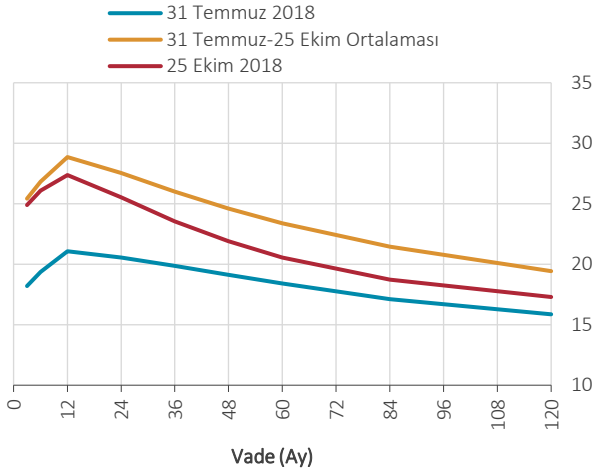
Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

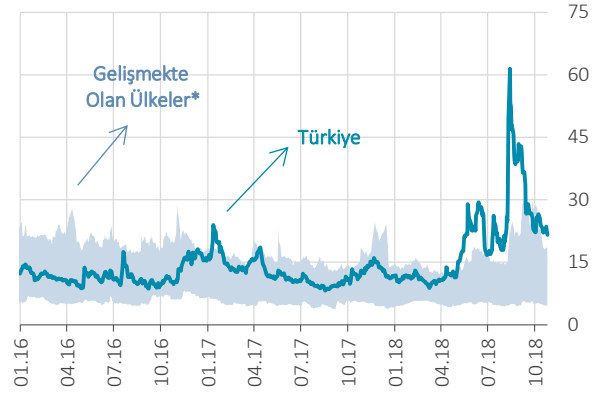
Eylül ayındaki parasal sıkılaştırma ve Türkiye'nin risk priminde çeyrek ortalamaları itibarıyla gözlenen artış, kur takası faizlerinin tüm vadelerde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yükselmesine neden olmuştur (Grafik 1.1.3). Böylelikle, Türkiye mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmaya devam etmiştir. Diğer taraftan, alınan tedbirler ve Eylül ayı PPK toplantısında yapılan güçlü parasal sıkılaştırma sonrasında risk primi ve enflasyon telafisindeki gerilemenin etkisiyle uzun vadeli TL ve YP faizler ile Ağustos ayında oldukça yükselmiş olan Türk lirasının ima edilen oynaklığı Eylül ve Ekim aylarında gerilemiştir (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

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

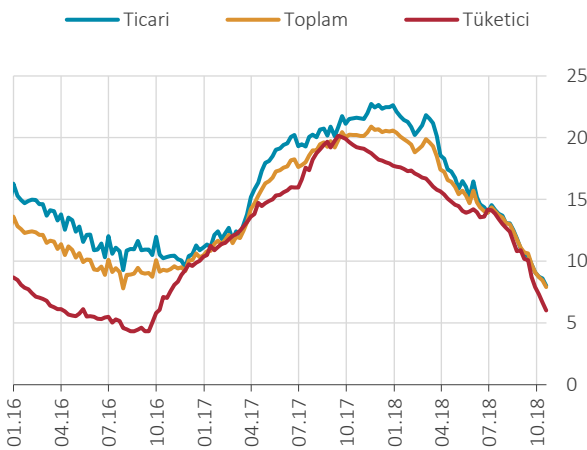


Kaynak: Bloomberg.

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

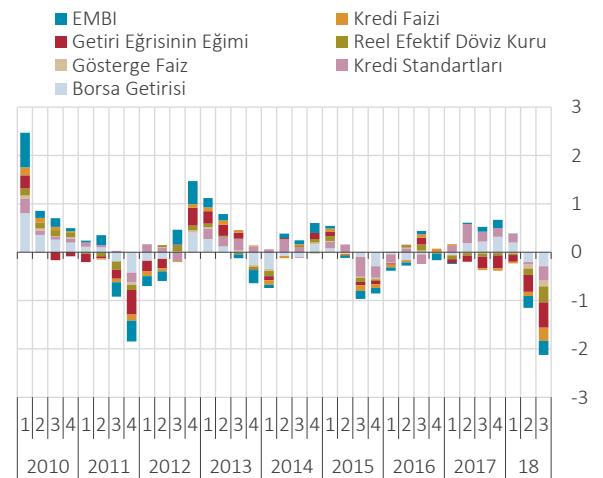
Ağustos ayında döviz piyasasına dair gelişmelerin ardından bankaların kredi koşullarında gözlenen sıkılaşma ve iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak kredi talebindeki düşüşün etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde kredi büyümesinde belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir (Grafik 1.1.5). Finansal koşullar endeksinde ikinci çeyrekte gözlenen belirgin sıkılaşma üçüncü çeyrekte daha da güçlenmiştir (Grafik 1.1.6). Başta kredi standartlarındaki sıkılaşma, Türk lirasındaki reel değer kaybı, kredi faiz oranlarındaki artış ile getiri eğrisinin eğimindeki negatif yönlü artış olmak üzere tüm bileşenler finansal koşullar endeksinde sıkılaştırıcı yönde etkide bulunmuştur.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar Endeksinde Katkılar*



Kaynak: TCMB.

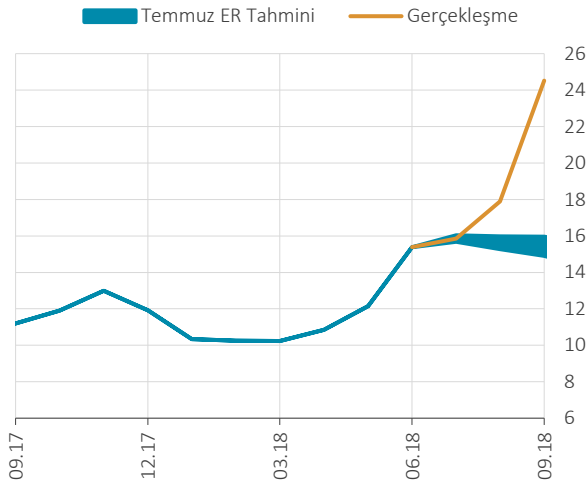
* FKE'ye ilişkin detaylar için bk: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2018 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 9,1 puan artarak yüzde 24,5 ile Temmuz Enflasyon Raporu tahmininin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). İşlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonunda da benzer bir görünüm izlenmiştir (Grafik 1.2.2). Enflasyonda kaydedilen yükselişte Türk lirasındaki sert değer kaybı ve buna bağlı olarak fiyatlama davranışlarında görülen bozulma etkili olmuştur (Kutu 3.1). Fiyat artışları, hizmetler gibi döviz kuru geçişkenliğinin görece düşük olduğu alt kalemlerde dahi yüksek gerçekleşirken, fiyat artırma eğiliminin genele yayıldığı gözlenmiştir.

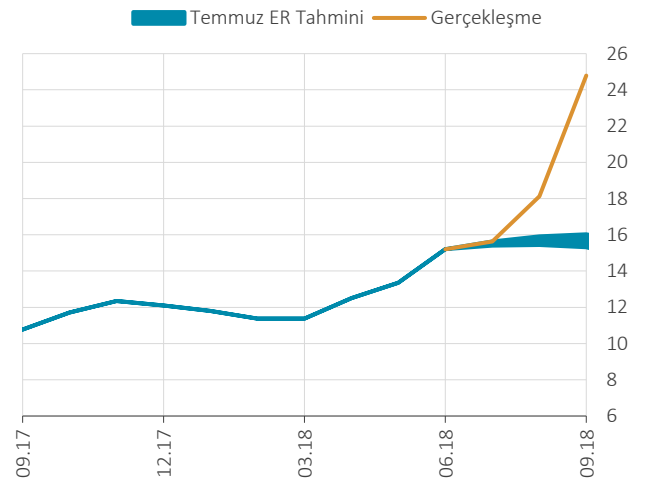
Grafik 1.2.1: Temmuz 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Temmuz 2018 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



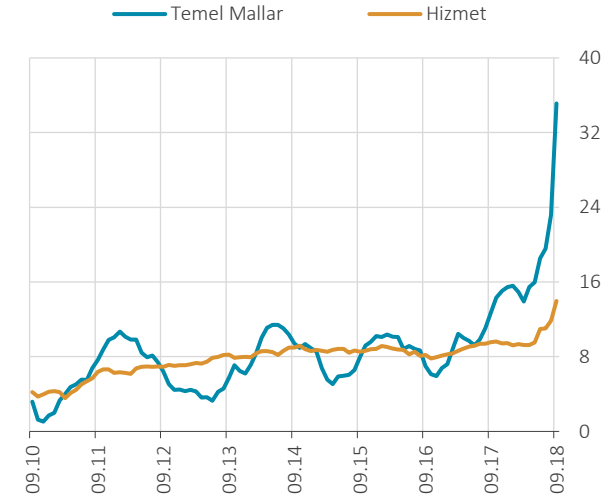
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yılın üçüncü çeyreğinde, yıllık enflasyondaki yükselişin başlıca sürükleyicisi döviz kuru gelişmelerine duyarlılığı yüksek olan temel mal grubu olmuştur. Bu dönemde özellikle ithal içeriği yüksek otomobil, beyaz eşya gibi dayanıklı temel mallarda keskin fiyat artışları gözlenmiştir. Gıda grubunda hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda kalemlerinde enflasyon görünümü bozulmuştur. Enerji enflasyonu ise elektrik ve doğalgaz fiyat artışları ve Ağustos ayında akaryakıt ürünlerindeki ÖTV oranının artmasına bağlı olarak yükselmiştir. Bu dönemde petrol fiyatları yukarı yönlü bir seyir izlemiş, ancak akaryakıt fiyatlarında eşel mobil uygulamasının sürmesi enflasyon üzerindeki olası baskıları sınırlamıştır. Hizmet grubu yıllık enflasyonu da Türk lirasındaki zayıf seyir, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yaygınlaşması, gıda ve enerji enflasyonundaki bozulmanın yanı sıra turizmdeki canlı seyre bağlı olarak artış kaydetmiştir (Grafik 1.2.3).

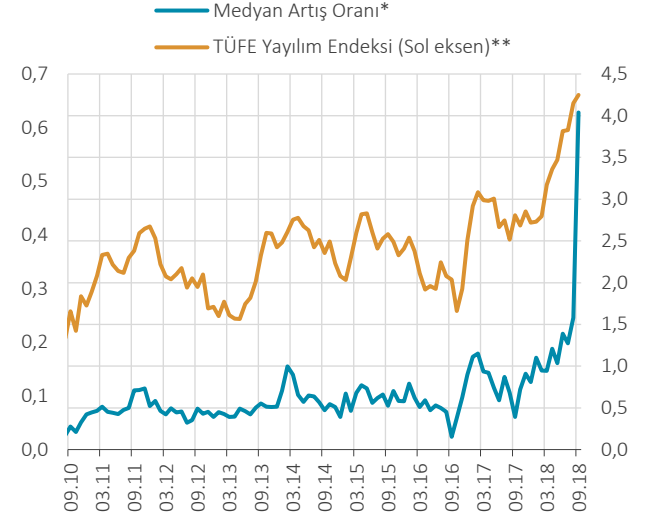
Üretici enflasyonunun üçüncü çeyrek itibarıyla yüzde 46,2'ye ulaşmasıyla, tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları güçlenerek devam etmiştir. Yılın ikinci yarısında toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü destek vermeye başlamasına karşın, fiyatlama davranışlarında gözlenen bozulma ve Türk lirasında kaydedilen birikimli değer kaybı sonucu artan maliyet baskıları enflasyonun seyrinde etkili olmuştur. Bu dönemde çekirdek enflasyon göstergeleri ve enflasyon beklentilerindeki bozulma devam etmiş; eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler enflasyonun ana eğiliminde kayda değer bir bozulmaya işaret etmiştir (Grafik 1.2.4).

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



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.4: TÜFE Yayılm Endeksi ve Medyan Fiyat Artış Oranı
(Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

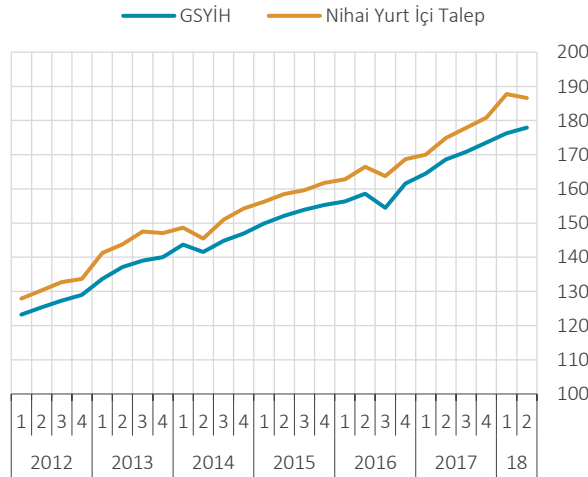


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Arz ve Talep

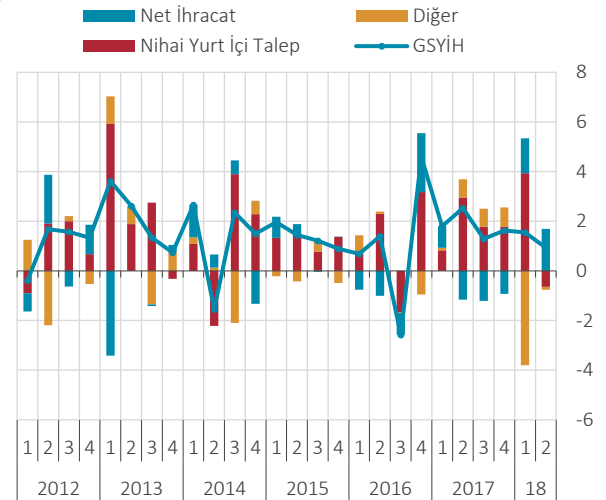
İktisadi faaliyet 2018 yılının ikinci çeyreğinde yavaşlamakla birlikte Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla bir miktar daha kuvvetli gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.5). Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) dönemlik yüzde 0,9, yıllık yüzde 5,2 oranlarında artış kaydetmiştir. Böylelikle iktisadi faaliyetin yavaşlayarak ana eğilimine yöneldiği ve kompozisyon bakımından dengelendiği gözlenmiştir. İkinci çeyrekte dönemlik büyümenin temel belirleyicisi, turizmin güç kazanmasıyla net ihracat olmuştur (Grafik 1.2.6). Yurt içi talep, hem özel tüketim hem yatırım kaynaklı olarak daralmıştır. Makine-teçhizat yatırımlarında süregelen zayıflamanın ikinci çeyrekte derinleştiği görülmüştür.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 1.2.6: Harcama Yönünden Dönemlik Büyüme Katkıları (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

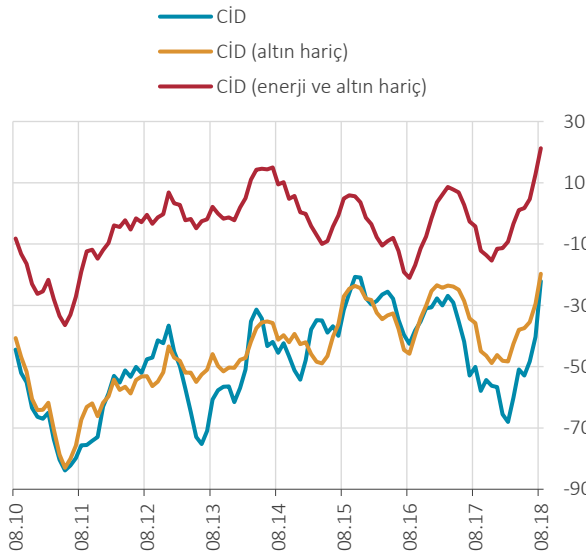
Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki dengelenme eğiliminin belirginleştiğine işaret etmektedir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler, Türk lirasındaki hızlı değer kaybı ve finansal koşullardaki sıkılaşmanın yurt içi talebi zayıflattığı yönünde sinyal vermektedir. İnşaat ve bağlantılı sektörler başta olmak üzere iç piyasaya yönelik faaliyet kollarının üretim ve siparişlerinde gözlenen zayıflama bu

görünümü teyit etmektedir. Yılın ikinci yarısında başta yatırımlar ve dayanıklı tüketim malları olmak üzere döviz kuru oynaklığının olumsuz etkilediği gruplara yönelik harcamalarda belirgin bir zayıflama beklenmektedir.

Küresel büyüme görünümündeki istikrarlı seyirle birlikte dış talepteki artışın ve dış piyasalarda pazar çeşitlendirme esnekliğinin ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir. Böylece altın hariç mal ihracatı bir önceki çeyreğin üzerinde seyrederken, turizm ve diğer hizmet gelirlerindeki canlı seyir sürmektedir. İç talepteki yavaşlama ve Türk lirasındaki değer kaybı ile birlikte ithalat talebi daralmaktadır. Bu çerçevede, net ihracatın dönemlik büyümeye olumlu katkısının üçüncü çeyrekte de artarak devam edeceği tahmin edilmektedir. Başta petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen yükselişin olumsuz etkisine karşılık, iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve Türk lirasındaki reel değer kaybına bağlı olarak cari işlemler dengesindeki iyileşmenin belirginleştiği görülmektedir (Grafik 1.2.7). Diğer yandan, iktisadi faaliyette öngörülen yavaşlama ile birlikte işsizlik oranlarının yükseleceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.8).

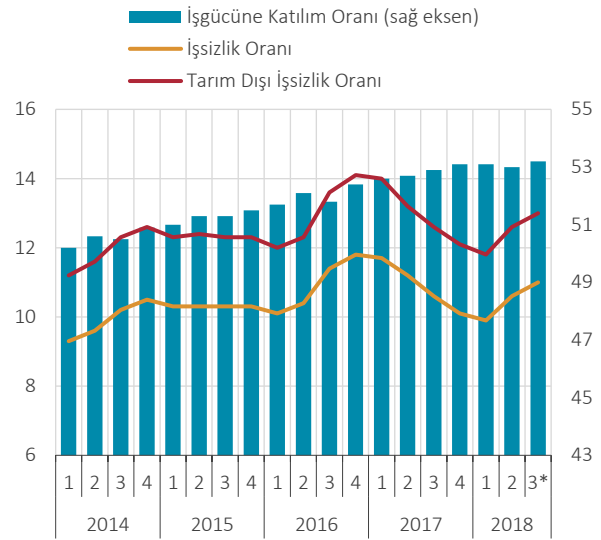
Özetle, üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın tarihsel olarak yüksek seviyelerde olması ve reel sektör bilançolarında kur ve girdi maliyetleri kaynaklı bozulma iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın boyutu ve süresi açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Grafik 1.2.7: Cari İşlemler Dengesi (CiD) (3-Aylık Hareketli Ortalama, Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz dönemi.

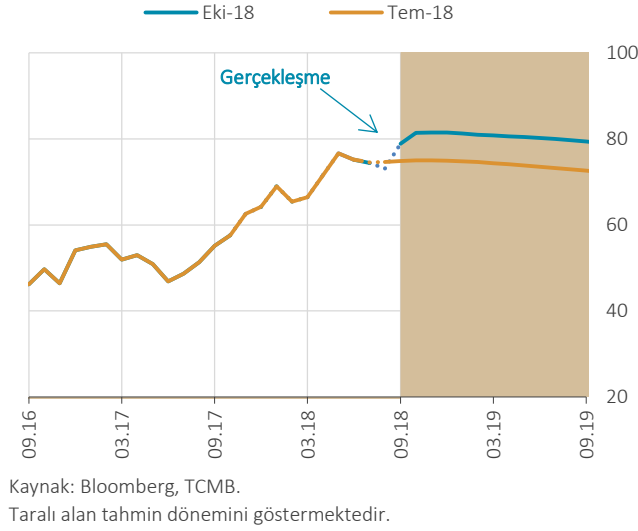
Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatları üçüncü çeyrekte belirgin şekilde artarken, endüstriyel metal fiyatlarındaki artış büyük ölçüde ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin etkisiyle daha sınırlı kalmıştır. Yakın dönemde ham petrol fiyatlarının spot ve vadeli piyasalardaki yükselişine bağlı olarak, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yer alan ham petrol varil fiyatları varsayımı 2018 yılı için ortalama 73 ABD dolarından 75 ABD dolarına, 2019 yılı için ise 73 ABD dolarından 80 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.9). ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşme, Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. 2019 yılına ilişkin varsayımlar ise sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 1.2.10).

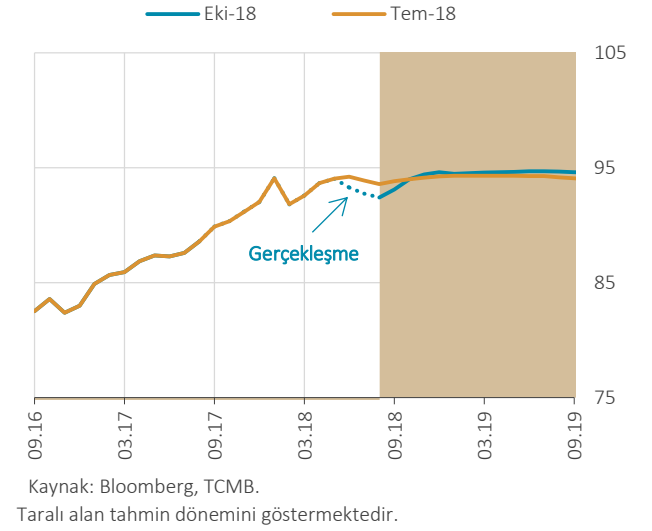
İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı üçüncü çeyreği sonunda yüzde 34'e ulaşarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze fiyatlarında Temmuz ve Ağustos aylarında beklenen düzeltme sınırlı kalmış, Eylül ayında ise güçlü bir fiyat artışı gerçekleşmiştir.

Üçüncü çeyrekte gıda enflasyonuna dair görünümünün bozulmasında Türk lirasındaki değer kaybına bağlı maliyet yönlü gelişmeler temel belirleyici olmuştur. Bu gelişmeler ışığında, 2018 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini yüzde 13'ten yüzde 29,5'e; 2019 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini ise yüzde 10'dan yüzde 13'e güncellenmiştir.

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



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



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

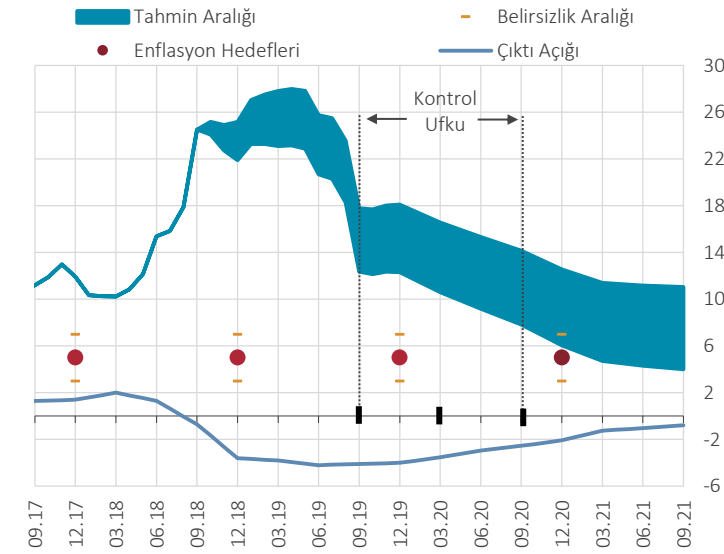
Maliye politikası Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre iktisadi faaliyeti daha az destekleyici bir konuma gelmiştir. Eşel mobil uygulamasıyla uluslararası petrol fiyatları ve döviz kurundaki artışların akaryakıt fiyatlarına yansımaları sınırlı kalmaya devam etmiştir. Buna karşılık, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yapılan ayarlamalar Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen oranların üzerinde gerçekleşerek, enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.

20 Eylül 2018 tarihinde açıklanan Yeni Ekonomi Programı'nda, kamu maliyesinin, makro dengelenme sürecine sıkı politika çerçevesi izleyerek katkıda bulunacağı belirtilmiştir. Sıkı politika çerçevesinin vergi artışları yolu ile değil, harcamalarda kesinti yoluyla belirlenmiş olması, fiyat istikrarına katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, ileriye dönük tahminler oluşturulurken, 2019 yılında daha belirgin olmak üzere kamunun iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun yerini zayıf bir duruşa bıraktığı; buna bağlı olarak harcama ve cari transferlerdeki artış oranlarının azaldığı; kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde büyük ölçüde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlendiği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür (Kutu 6.1).

1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 23,5 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 15,2'ye, 2020 yılsonunda yüzde 9,3'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 21,9 ile yüzde 25,1 aralığında (orta noktası yüzde 23,5), 2019 yılı sonunda yüzde 12,3 ile yüzde 18,1 aralığında (orta noktası yüzde 15,2), 2020 yılı sonunda ise yüzde 6 ile yüzde 12,6 aralığında (orta noktası yüzde 9,3) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1). Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

2018 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 13,4'ten yüzde 23,5'e yükseltilmiştir. Temmuz Enflasyon Raporuna göre 10,1 puanlık yukarı yönlü güncellemenin 4,1 puanı Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Söz konusu etkinin büyük kısmı yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda görülen değer kaybı ve kurdan enflasyona geçişkenlikte gözlenen değişimden kaynaklanmakla birlikte; akaryakıt dışı enerji fiyatlarındaki artışların geçen Rapor dönemi varsayımlarının üzerinde kalması da bu güncellemede etkili olmuştur. Eşel mobil uygulamasının 2018 yıl sonuna kadar sürdürüleceği varsayımı, kurdaki artışın akaryakıt fiyatları kanalıyla enflasyon tahmini üzerinde oluşturacağı ek baskıyı sınırlamaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyon tahminindeki 9,1 puanlık sapma ile fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın yıl sonu enflasyon tahmini 2,5 puan yükselteceği; gıda enflasyonu varsayımındaki güncellemenin de 3,8 puan yukarı yönlü etki yapacağı değerlendirilmiştir. Çıktı açığında 2018 yılı son çeyreğinde belirginleşen derinleşmenin 2018 yılı enflasyonunu sınırlayıcı etkisi -0,3 puan olarak tahmin edilmiştir.

Talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2019 yılında belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2019 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor dönemine göre -1,4 puan aşağı çekmektedir. Diğer taraftan, enflasyondaki ataletle birlikte 2019 yılına taşınması beklenen kur etkisi ile 2019 yılında petrol fiyatı varsayımındaki yükselişin enerji fiyatlarına beklenen yansımalarına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2019 yıl sonu tahmini üzerindeki yükseltici etkisi toplamda 3,0 puan olarak tahmin edilmektedir. 2018 yıl sonu enflasyon tahminindeki 10,1 puanlık sapmanın 3,6 puanının geçmişe dönük endeksleme davranışına bağlı olarak 2019 yıl sonu enflasyon tahminine de yansması beklenmektedir. Son olarak, 2019 yılı gıda enflasyonu varsayımının yüzde 10'dan yüzde 13'e yükseltilmesi, 2019 yıl sonu enflasyon tahminine 0,7 puan eklemiştir. Bu doğrultuda, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor dönemine göre 5,9 puan yükseltilerek, yüzde 15,2'ye çekilmiştir.

Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son haftalarda gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçevede elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun ve enflasyon odaklı politika eşgüdümünün kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra cari dengede devam etmesi beklenen iyileşme sürecinin ülke risk primindeki gerilemeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna göre, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlendirme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş makro

politika koordinasyonunun da desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır. Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün ve özellikle finansal istikrarı destekleyici politikaların kredi piyasası ve yurt içi talep üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlayarak makro dengelere ve dezenflasyon sürecine olumlu katkı yapması beklenmektedir.

1.4 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporundaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulunun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Değişen enflasyon dinamiklerine bağlı olarak enflasyon ve tahmin belirsizliğinin yükselmiş olmasının dışında makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:¹

- Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda ilave bozulma;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkışmanın belirginleşmesi;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret politikaları)dair riskler;
- Ücret artışlarında geçmişe endekslemenin yükselmesi;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarının yükselmesi;
- Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi.

Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne dair başlıca riskin fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın devam etmesi olduğu değerlendirilmektedir. Son aylarda döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlendiği, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı ve fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir. Mevcut durumda döviz kuru kaynaklı ilave enflasyon baskılarının nispeten sınırlı kalacağı değerlendirilmekle birlikte, döviz kuru oynaklığının halen yüksek seyretmesi enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Enflasyonun ve ülke risk priminin bulunduğu yüksek seviyelerde, makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyonu düşürücü etkisinin yeterince hızlı ve etkin bir şekilde hayata geçmemesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda fiyatlama davranışında ortaya çıkacak ilave bozulma enflasyonu düşürmek için mevcut Raporda öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşunun daha uzun süre sürdürülmesini gerektirebilecektir.

Fiyatlama davranışındaki bozulma, finansal koşullardaki sıkılık ve reel sektörün finansal durumu arasındaki etkileşim yakın dönemde enflasyon dinamiklerinde değişime yol açarak enflasyon ve tahmin belirsizliğini yükseltmiştir. Firmaların maruz kaldığı birikimli maliyet baskıları ve kârlılıklarındaki düşüş, işletme sermayesi maliyetlerindeki artış da dikkate alındığında, talep kanalının enflasyonu düşürücü etkisinin tarihsel verilerin ima ettiğinden daha sınırlı kalmasına neden olabilecektir. Kısa vadede para politikası kararları yeni açıklanacak verilere daha duyarlı olacak ve enflasyon görünümünde değişiklikler tespit edilmesi durumunda para politikası duruşu buna göre uyarlanacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Gelişmiş

¹ Söz konusu risklerin enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler 7. Bölüm'de yer alan Tablo 7.3.1'de özetlenmektedir.

ülkelerde parasal sıkılaşma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş, dünya ticaretinde korumacılığın yükselmesi, İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair gelişmeler, İtalya'nın bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler ile İran'a yönelik olarak uygulanması beklenen yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının önümüzdeki dönemde dalgalı bir seyir izlemesine neden olarak portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkılaşmış olan kredi koşullarında önümüzdeki dönemde meydana gelecek normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların, aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması, kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözetken para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek açısından büyük önem kazanmıştır.

Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdümün, ana senaryoda esas alınan çerçeveden daha zayıf bir görünüm sergilemesi, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından bir risk olarak değerlendirilmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. 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.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasında yer almaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve artan işsizliğin aşağı yönlü etkilerine karşın, enflasyondaki yüksek düzeylerin endeksleme kanalıyla ücretler üzerinde yukarı yönlü etkide bulunacağı tahmin edilmektedir. Bu noktada yukarıda bahsedilen endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması yönündeki çabaların yanında, maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarıyla ne ölçüde telafi edilebildiğine ve reel ücret artışlarının toplam talep üzerindeki etkisine yönelik değerlendirmeler de para politikası kararlarında önemli rol oynayacaktır.

Ham petrol fiyatları ve yurt içi gıda fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Yakın dönemde ABD'de kaya petrolü arzına ilişkin sorunların büyük ölçüde çözülmesine karşın, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan arz eksikliği, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, küresel büyüme üzerindeki muhtemel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Yurt içindeki gıda fiyatlarına dair risklerin de, özellikle kısa vadede, birikimli maliyet yönlü baskılardan ötürü yukarı yönlü olduğu tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet bir miktar ivme kaybetmiştir. Bu dönemde gelişmiş ülkeler daha olumlu bir büyüme performansı sergilemiş; gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı yavaşlamıştır. Gelişmiş ülkeler tarafında büyüme daha çok ABD, Japonya ve İngiltere kaynaklı gerçekleşmiş; Euro Bölgesi'nin iktisadi faaliyetindeki yavaşlama ise daha belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında Latin Amerika ülkeleri büyümeyi aşağı çekmiştir. Önümüzdeki dönemde, jeopolitik gelişmeler ve küresel ticarette belirgin ölçüde artan korumacılık söylemlerine bağlı olarak, küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskler daha belirgindir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, emtia fiyatları temel olarak ABD'nin ticaret ve dış politikası doğrultusunda şekillenmiştir. Anılan dönemde ham petrol fiyatları artarken; büyük oranda ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin etkisiyle diğer endüstriyel metal fiyatları düşmüştür. Yükselen petrol fiyatlarına bağlı olarak, gerek manşet gerekse çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında artmıştır. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, küresel dış ticarette artan korumacılık eğilimleri, gerek ithalat talebini düşürücü etkisi gerekse küresel büyüme üzerindeki potansiyel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir.

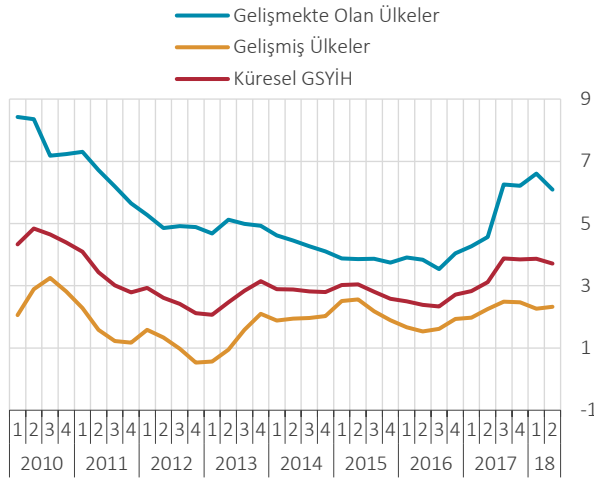
Küresel finansal koşullar bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sıkılaşmıştır. Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasındaki normalleşmenin etkileri uzun vadeli faizlerde daha net olarak gözlenmeye başlanmış; 10 yıllık tahvil getirileri geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne yaklaşık 10 baz puan artış kaydetmiştir. Gelişmiş ülkelerde artan getirilerin yanı sıra dış ticarette korumacı eğilimlerin de güçlenmesi gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına ve dolayısıyla yerel para birimlerinde değer kaybına yol açmıştır. Dolayısıyla, paralarının değerini korumak ve enflasyonist etkileri sınırlamak amacıyla bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları politika faizlerini artırmıştır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler tarafında da para politikası duruşu son dönemde belirgin biçimde sıkılaşmıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke merkez bankalarının para politikalarındaki sıkılaşmanın önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerde gözlenen finansal koşullardaki sıkılık, süregelen jeopolitik belirsizlikler ve dünya ticaretinde artan korumacılığın olası negatif etkileri gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel ekonomi politikalarının seyrine ilişkin belirsizlikler, küresel dış ticareti daraltıcı politikalar ve jeopolitik riskler küresel ekonominin büyüme potansiyelini sınırlamaktadır. Bu çerçevede, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği önem arz etmektedir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu büyüme eğilimi yılın ikinci çeyreğinde bir miktar ivme kaybetmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). Bu dönemde, gelişmiş ülkeler daha olumlu bir büyüme performansı sergilerken, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı yavaşlamıştır. ABD, Japonya ve İngiltere gelişmiş ülkeler büyümesine en yüksek katkı veren ülkeler olurken, Euro Bölgesi'nin büyüme hızındaki yavaşlama daha belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise büyüme hızının yılın ikinci çeyreğinde genel olarak yavaşladığı görülmektedir (Grafik 2.1.2). Latin Amerika bölgesinde, büyüme hızı Brezilya ve Meksika'da azalırken, Arjantin'de iktisadi faaliyet daralmıştır.

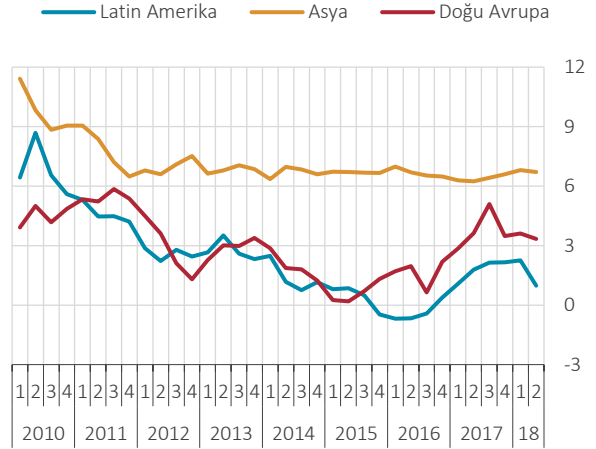
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

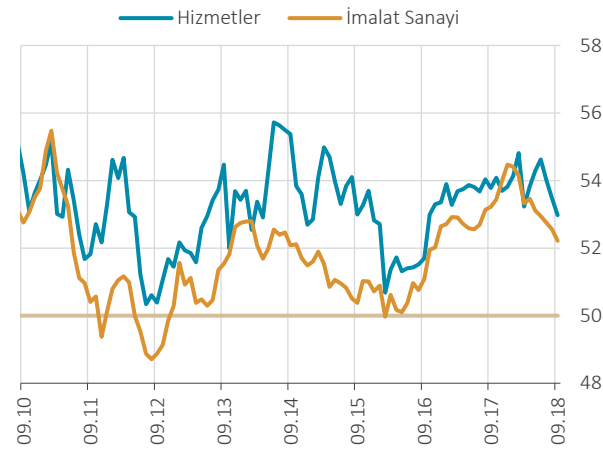
* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin PMI verileri, yılın üçüncü çeyreğinde gerek imalat sanayi gerekse hizmetler sektörlerinde gerilemiştir (Grafik 2.1.3). Küresel PMI göstergelerindeki gerileme hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, küresel iktisadi faaliyetin yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha olumsuz bir büyüme performansı sergilediğine işaret etmektedir.

ABD imalat sanayi PMI göstergesi yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir (Grafik 2.1.4). Ancak, bu gelişmeye rağmen ABD ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,5 oranında büyümüştür. Anılan dönemde, işgücü piyasasındaki olumlu gelişmeler ile sanayi üretiminin hızlanarak büyümeye devam etmesi, bu gelişmede etkili olmuştur. Ayrıca, imalat sanayi PMI verisi Ekim ayında yılın üçüncü çeyreğine göre belirgin bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.1.4). Bu durum, ABD ekonomisinin büyüme performansının yılın son çeyreğinde de devam ettiğini göstermektedir.

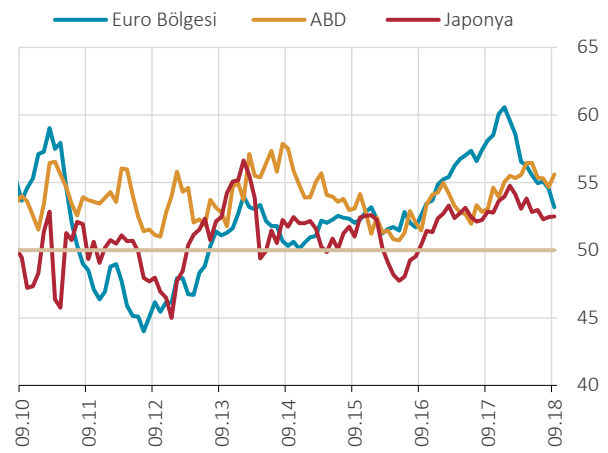
Euro Bölgesi'nde imalat sanayi PMI verileri yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde gerilemiştir (Grafik 2.1.4). PMI verileri Ekim ayında da gerilemeye devam etmiştir. Her ne kadar işsizlik oranındaki düşüş Temmuz ve Ağustos aylarında devam etse de, gerek İtalya ve Brexit kaynaklı siyasal belirsizlikler gerekse çelik ve alüminyum ihracatına ABD tarafından uygulanan gümrük tarifeleri, ekonomik büyümede gözlenen yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğü ve büyüme hızının bir miktar daha düşeceği beklentisini oluşturmaktadır. Sanayi üretiminin Temmuz ve Ağustos aylarında yıllık olarak son derece düşük oranlarda büyümesi, bahsi geçen beklentiyi desteklemektedir. Ayrıca, yılın ikinci çeyreğine ilişkin GSYİH verileri, ihracatın katkısının önceki dönemlere kıyasla belirgin bir şekilde azaldığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle ABD ile yaşanan ticaret sorunlarına ilişkin belirsizliklerin yılın geri kalanında da, ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Benzer şekilde Japonya imalat sanayi PMI göstergesinin yılın üçüncü çeyreğinde gerilmesi ve sanayi üretimi yıllık büyüme oranının Temmuz ve Ağustos aylarında düşük seviyelerde gerçekleşmesi, büyüme hızının anılan dönemde düşerek önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşebileceğine işaret etmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

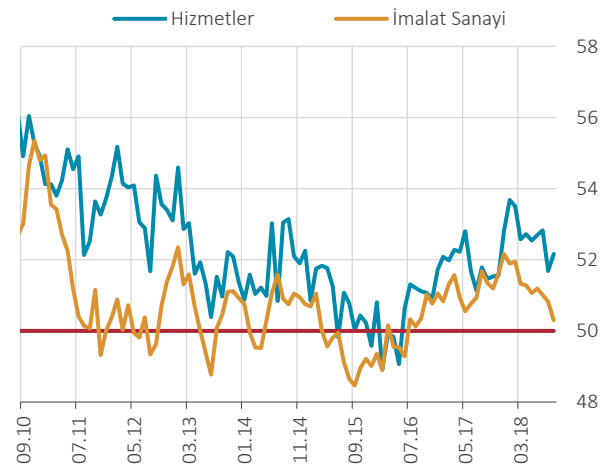
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

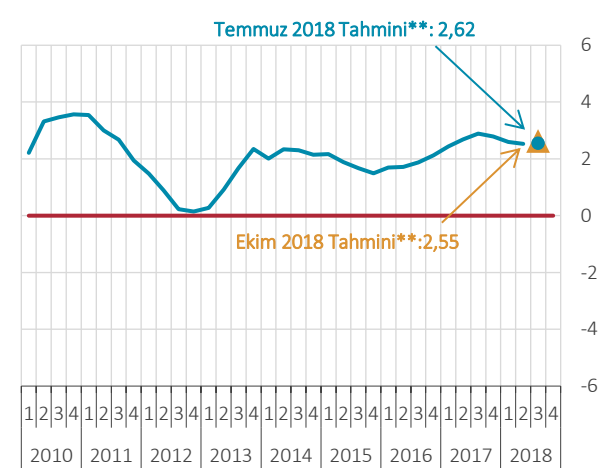
Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayi ve hizmetler PMI göstergeleri, yılın üçüncü çeyreğinde düşmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, finansal çalkantı yaşayan ülkeler başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin genelinde PMI göstergeleri bozulmuştur. Anılan dönemde, ABD'nin, başta Çin'den yapılan ithalat olmak üzere, uygulamaya koyduğu ek gümrük vergileri küresel ticareti kısıtlayıcı politikaların güçleneceğine ilişkin beklentilerin artmasına yol açmıştır. Yine bu dönemde, başta makroekonomik dengeleri zayıf olan ülkeler olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları devam etmiştir. Ayrıca, emtia fiyatlarında süregelen yükseliş eğilimi, emtia ihracatçısı olmayan gelişmekte olan ülkeler için büyüme görünümünü olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmaktadır. Tüm bu nedenlerden dolayı, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde görülen yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiği tahmin edilmektedir.

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

** 2018 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Sonuç olarak, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel büyüme görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar daha olumsuzlaştığını ve büyüme hızının özellikle gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak bir önceki döneme kıyasla daha düşük bir seviyede gerçekleştiğini söylemek mümkündür. Yılın son çeyreği için de benzer bir büyüme performansı öngörülmektedir. Nitekim, 2018 yılına ilişkin Ekim ayında yayımlanan Consensus Forecasts büyüme tahminleri, Euro Bölgesi ile Latin Amerika ve Doğu

Avrupa'daki gelişmekte olan ülkeler için, bir önceki Rapor dönemine göre, sınırlı bir miktar da olsa, aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). IMF tarafından Ekim ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda da 2018 yılı büyüme tahminleri, Euro Bölgesi ve gelişmekte olan ülkeler için aşağı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu aşağı yönlü güncellemelere karşın, ülkelerin Türkiye'nin toplam ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılan ve Ekim ayı Consensus Forecasts tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinin 2018 yılsonuna ilişkin büyüme hızı bir önceki rapor döneminden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Grafik 2.1.6). Bu çerçevede, Türkiye'nin dış talebindeki olumlu görünümün devam devam ettiğini söylemek mümkündür.

Tablo 2.1.1: 2018 ve 2019 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2018	2019	2018	2019
Dünya	3,3	3,2	3,2	3,1
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,9	2,6	2,9	2,6
Euro Bölgesi	2,2	1,8	2,0	1,8
Almanya	2,0	1,7	1,9	1,7
Fransa	1,8	1,8	1,6	1,6
İtalya	1,2	1,1	1,1	1,1
İspanya	2,8	2,3	2,7	2,2
Japonya	1,1	1,1	1,1	1,2
İngiltere	1,3	1,5	1,3	1,5
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,9	5,7	5,9	5,6
Çin	6,6	6,4	6,6	6,3
Hindistan	7,4	7,5	7,4	7,5
Latin Amerika	2,0	2,5	1,4	2,1
Brezilya	1,7	2,6	1,3	2,4
Doğu Avrupa	3,2	2,8	3,1	2,2
Rusya	1,8	1,8	1,8	1,6

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

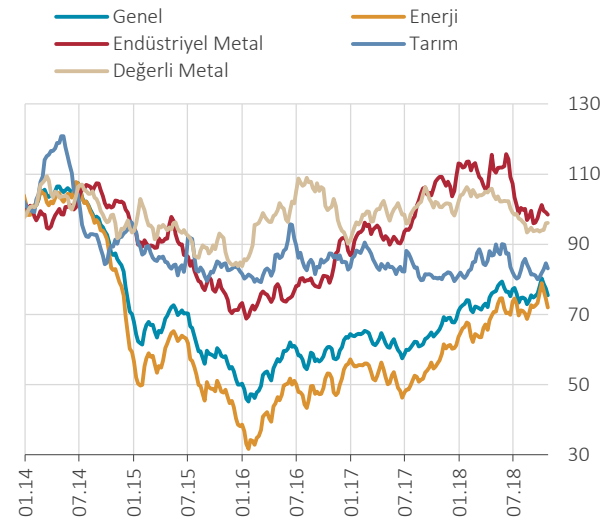
Emtia genel endeksindeki yükseliş eğilimi 2018 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiş ve bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23,5 oranında artış kaydetmiştir. Bu dönemde, tüm alt gruplarda artış gözlenirken; enerji fiyatları endeksi, genel fiyat endeksindeki yükselişin temel belirleyicisi olmayı sürdürmüştür. Buna göre üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre enerji fiyatları yüzde 40,7 artış gösterirken; endüstriyel metal fiyatları yüzde 4,4 ve tarım fiyatları yüzde 0,4 oranında yükselmiş; değerli metal fiyatları ise yüzde 3,7 oranında gerilemiştir (Grafik 2.2.1).

Söz konusu dönemde, emtia fiyatları temel olarak ABD'nin ticaret ve dış politikası doğrultusunda şekillenmiştir. Bu durum, bir önceki çeyreğe göre ham petrol fiyatlarını yükseltirken, diğer endüstriyel metal fiyatları üzerinde azaltıcı etki yaratmıştır. ABD kaya petrolü üretimindeki artışın devam etmesi ham petrol arzını artıran en önemli faktör olmaya devam ederken; Venezuela'da politik gelişmeler sebebiyle düşen üretim, İran'a uygulanacak ambargo ve Libya'da sıklıkla yaşanan üretim kesintileri nedeniyle petrol

fiyatlarında gözlenen yukarı yönlü fiyat eğilimi gücünü korumuştur. Söz konusu dönemde yaşanan arz kayıpları, Suudi Arabistan ve Irak'taki üretim artışları ile bir ölçüde karşılanabilmiştir.

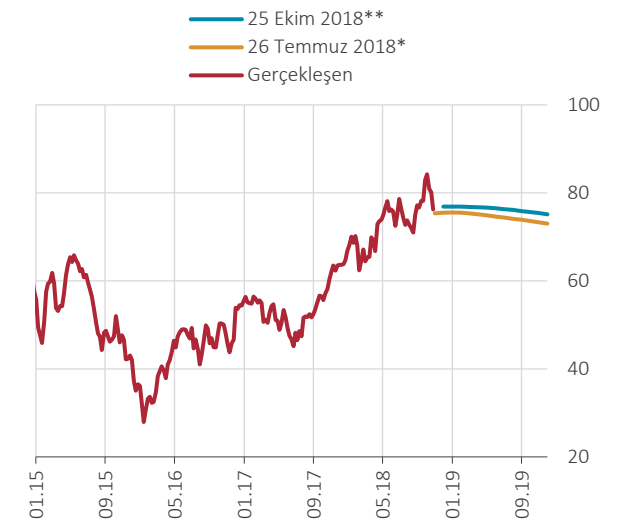
ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin etkisiyle, endüstriyel metal talebinde büyük oranlı bir düşüş olacağı varsayımı fiyatlara hızla yansırken, arz tarafındaki büyük miktartlı gerilemelerin yarattığı fiyat baskıları belirginleşmemiştir. Buna karşın, özellikle alüminyum ve bakır piyasalarında üretimin yavaşlaması ve stokların hızla erimesi önümüzdeki dönemde arz yönlü fiyat baskılarının daha belirgin şekilde hissedilebileceğine işaret etmektedir. Öte yandan, ABD Merkez Bankası'nın faiz artışlarını kararlılıkla sürdürmesi, yılın üçüncü çeyreğinde de ABD dolarının güçlenmesine ve ABD tahvillerinin getirilerinin artmasına yol açarken, küresel belirsizliğin oldukça yüksek olduğu bir dönemde altın fiyatlarında gözlenmesi beklenen yukarı yönlü hareketleri tersine çevirmiştir.

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



Kaynak: Bloomberg.

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



Kaynak: Bloomberg.

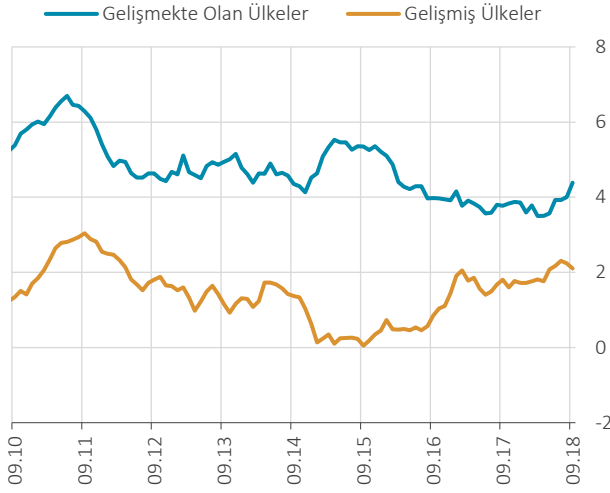
*1-26 Temmuz 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**1-25 Ekim 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, ithalat talebini azaltıcı etkisinin yanı sıra küresel büyüme üzerindeki potansiyel olumsuz etkisi nedeniyle de emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. İlaveyen, gelişmekte olan ülke para birimlerinde gözlenen olumsuz gelişmelerin de ham petrol talebinde düşüşe yol açarak ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü harekete neden olacağı değerlendirilmektedir. Bir önceki Rapor döneminde ABD kaya petrolü üretiminde ortaya çıktığı belirtilen alt yapı sorunlarının büyük ölçüde çözülmesiyle, ABD üretiminin de fiyatlar üzerinde aşağı yönlü ek unsur olacağı tahmin edilmektedir. Buna karşın, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler dolayısıyla ortaya çıkan üretim kayıplarının dengelenememesi, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk unsuru olmaya devam etmektedir. Bu bağlamda, vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2018 yılı sonunda 77 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

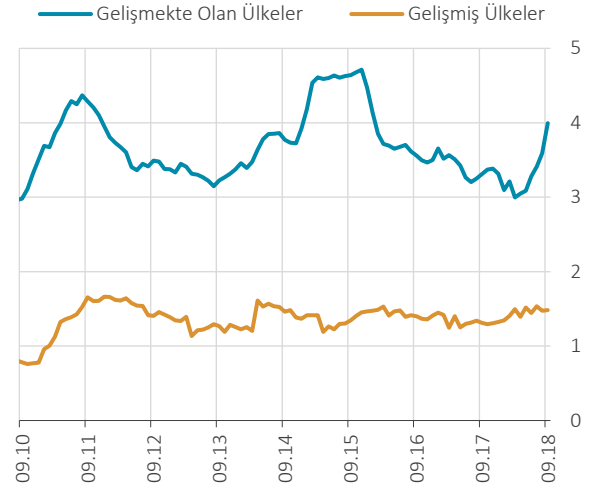
Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, yükselen ham petrol fiyatları yanında bazı gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde gözlenen değer kayıplarına bağlı olarak, gerek manşet gerekse çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında artmıştır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). 2018 yılına ilişkin enflasyon beklentileri ise, bazı gelişmekte olan ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Gelişmekte olan ülkeler tarafında Arjantin ve Türkiye'nin yerel para birimleri dolar karşısında, yüksek dış borçluluk ve ülkelere özgü koşullar nedeniyle, diğer ülkelere kıyasla daha fazla değer kaybetmiştir. Takip eden dönemde her iki ülkenin de enflasyon oranlarında artış gözlenmiş ve enflasyonla mücadele için önemli adımlar atılmıştır. Haziran ayında Arjantin ile IMF arasında imzalanan, enflasyonu düşürmeyi amaçlayan, üç yıllık stand-by antlaşmasının koşulları Eylül ayında değiştirilmiştir. Bu anlaşma çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi yerine para arzı kontrolü rejimi ile Arjantin'de enflasyonun kontrol altına alınması hedeflenmiştir. Söz konusu antlaşmanın sürdürülebilirliği önündeki başlıca riskler ise Arjantin pesosunun aşırı değer kaybetmesi ve genel seçim sonuçları olarak görülmektedir.

Gelişmiş ülkeler tarafında, ABD'de düşük verimlilik artışları ve emek piyasasında atıl istihdam oranının küresel kriz öncesindeki düzeyinin üzerinde seyretmesinin, işsizlik oranı tarihsel düşük düzeye gerilemesine rağmen ücretlerde yüksek oranlı artış görülmemesinde etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, ankete dayalı ve finansal piyasa verilerinden elde edilen enflasyon beklentileri yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında seyretmektedir. Bu gelişmelere karşılık son dönemde artmaya devam eden ham petrol fiyatları, manşet enflasyonunu çekirdek enflasyon göstergelerine göre bir miktar daha yükseltmiştir. Euro Bölgesi için, vadeli petrol fiyatları kullanılarak oluşturulan enflasyon tahminleri, tüketici enflasyonunun 2018 ve 2019 yıllarında yüzde 2 civarında seyretmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Japonya'da ise manşet ve çekirdek enflasyon oranı yüzde 2'nin altında olup enflasyon beklentilerinde değişim gözlenmemektedir. Öte yandan İngiltere'de, geçmişte Brexit sürecine ilişkin haberlere tepki veren İngiliz sterlini ve artan petrol fiyatları, tüketici enflasyon oranını yüzde 2'lik hedefin üzerine taşımıştır.

Tablo 2.2.1: 2018 ve 2019 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2018	2019	2018	2019
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,5	2,2	2,5	2,3
Euro Bölgesi	1,7	1,6	1,7	1,7
Almanya	1,9	1,9	1,9	1,9
Fransa	1,8	1,6	2,0	1,6
İtalya	1,2	1,4	1,3	1,4
İspanya	1,8	1,7	1,8	1,6
Yunanistan*	0,8	1,1	0,8	1,1
İngiltere	2,5	2,1	2,5	2,2
Japonya	1,0	1,1	0,9	1,1
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik (Japonya hariç)	2,5	2,5	2,4	2,6
Çin	2,2	2,3	2,1	2,3
Hindistan**	4,9	4,8	4,7	4,9
Latin Amerika (Venezuela hariç)	7,3	6,0	9,5	6,9
Brezilya*	4,1	4,2	4,3	4,2
Doğu Avrupa	5,5	5,3	6,2	7,0
Rusya*	3,6	4,1	3,7	4,5

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyona ilişkin riskler yukarı yönlüdür. Fed'in beklentiler paralelinde gerçekleşen para politikası normalleşmesine ilaveten genişletici maliye politikalarına da bağlı olarak son dönemde bazı gelişmekte olan ülke yerel para birimlerinde gözlenen değer kayıplarının devam etmesi durumunda ilgili ülkelerde enflasyon hızlanabilecektir. Ayrıca Ortadoğu'daki jeopolitik gelişmeler nedeniyle ham petrol fiyatlarındaki artışın sürmesi, küresel enflasyon üzerindeki yukarı yönlü bir diğer risk unsurudur. Bunun yanında, ABD ve Çin arasında karşılıklı olarak dış ticarete korumacı adımların atılması, ilgili ülkelerin dışa açıklık durumlarına ve söz konusu adımların, boyutuna ve yürürlükte kalma süresine bağlı olarak, enflasyonlarında hızlanmaya yol açabileceği not edilmelidir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

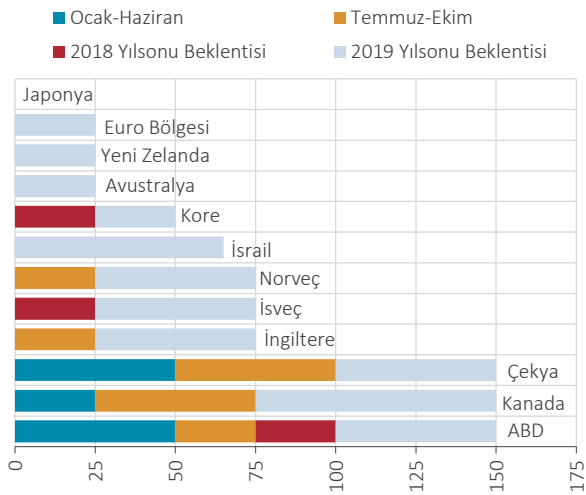
Temmuz – Ekim döneminde gelişmiş ülkelerin para politikasındaki kademeli normalleşme devam etmiştir. Fed beklentiler dahilinde yılın üçüncü faiz artışını yapmış ve bilanço küçültme programını sürdürmüştür. Aralık ayında yapılması beklenen dördüncü artış da piyasalar tarafından büyük ölçüde fiyatlanmıştır. Para politikasındaki normalleşmenin etkileri uzun vadeli faizlerde daha net olarak gözlenmeye başlanmıştır. Buna ilaveten, Fed'in Eylül ayı toplantısında medyan politika faizi beklentileri değişmemiştir. Bu durum normalleşmenin planlanan şekilde devam ettiğine işaret etmektedir.

ECB para politikası duruşunu korumuş, geleceğe yönelik sözle yönlendirme ifadelerinde de değişikliğe gitmemiştir. Diğer taraftan, İngiltere Merkez Bankası Ağustos ayı toplantısında faiz artırmıştır. Avrupa Birliği'nden ayrılma sürecine ilişkin belirsizlik devam ederken, bu durum ekonomik verilerde dalgalanmaya yol açmaktadır. Bloomberg Anketi medyan beklentileri, Banka'nın 2019 yılında iki kez daha faiz artıracığı yönündedir.

Norveç, Çekya ve Kanada merkez bankaları da Temmuz-Ekim döneminde sıkılaştırma süreçlerini devam ettirmiştir. 2019 yılında daha çok sayıda merkez bankasının sıkılaştırmaya gitmesi beklenmektedir (Grafik 2.3.1).

Yakın döneme kadar daha heterojen bir görünüm sunan gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşu ise son dönemde belirgin biçimde sıkılaştırma eğilimine girmiştir. Gerek küresel ticarete korumacı eğilimlerde güçlenme gerekse gelişmiş ülke getirilerindeki artışlar, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına yol açmış ve döviz kurlarını baskı altına almıştır. Rusya, Hindistan, Filipinler, Şili ve Endonezya merkez bankaları Temmuz-Ekim döneminde, yerel paralarının değerini korumak ve enflasyonist etkileri sınırlamak amacıyla politika faizlerini artırmıştır. Beklentiler, yılın geri kalan bölümünde ve 2019 yılında sıkılaştırma eğiliminin devam edeceği doğrultusundadır (Grafik 2.3.2).

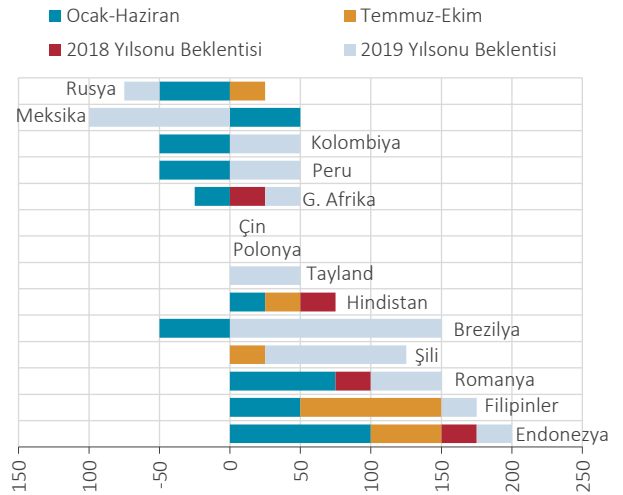
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2019* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 26 Ekim 2018 itibarıyla.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2019* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

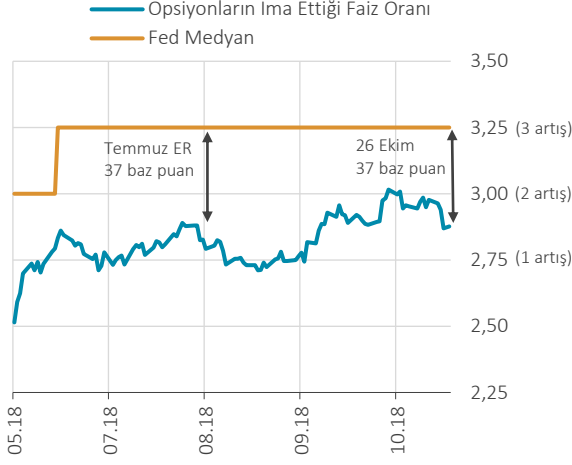
* Gerçekleşmeler 26 Ekim 2018 itibarıyla.

Yılın ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkeler para politikasındaki normalleşme süreçlerinin gelişmekte olan ülkelere etkileri daha belirgin biçimde ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle ABD’de tahvil getirilerinde artışlar gözlenmiştir. Bu artışların bir kısmı Ekim ayı sonlarına doğru geri alınmakla birlikte ABD 10 yıllık tahvil getirileri 26 Ekim tarihi itibarıyla geçtiğimiz rapor döneminin yaklaşık 10 baz puanı üzerindedir. Hedeflere yaklaşan enflasyon ve olumlu seyreden işgücü piyasaları gelişmiş ülke merkez bankalarını normalleşme konusunda desteklemektedir. Bununla birlikte, sıkılaştırmanın özellikle geçmiş sıkılaştırma süreçleri ile kıyaslandığında daha yavaş, kademeli ve temkinli sürdüğünü söylemek mümkündür.

Merkez bankaları ve anket verilerinin işaret ettiği muhtemel sıkılaştırma senaryoları fiyatlara henüz tam olarak yansımamıştır. Fed’in 2019 yılında öngördüğü üç faiz artışına karşın, piyasanın fiyatladığı faiz artışı sayısı geçen rapor dönemi ile aynı düzeyde ve ikinin altındadır (Grafik 2.3.3). 2019 yılı için faiz artış beklentileri Ekim ayı ortalarında en yüksek düzeye ulaştıktan sonra yaklaşan ABD seçimlerinin neden olduğu belirsizliğin fiyatlanması ile bir miktar gevşemiştir. ECB için de 2019 yılı faiz artış olasılıkları benzer bir patika izlemiş ancak Ekim ayı ikinci yarısındaki düşüş daha keskin olmuştur. Bu düşüşle birlikte fiyatlanan faiz seviyesi geçtiğimiz rapor döneminin altına gerilemiştir (Grafik 2.3.4). Euro Bölgesi’nde, ücretler ve enerji fiyatları nedeniyle enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskının sürmesine karşın büyümenin son dönemde yavaşlaması, faiz artışı kararını zorlaştırmaktadır. İtalya ile ilgili belirsizliğin artması da faiz artışı beklentilerinin düşmesinde rol oynamıştır.

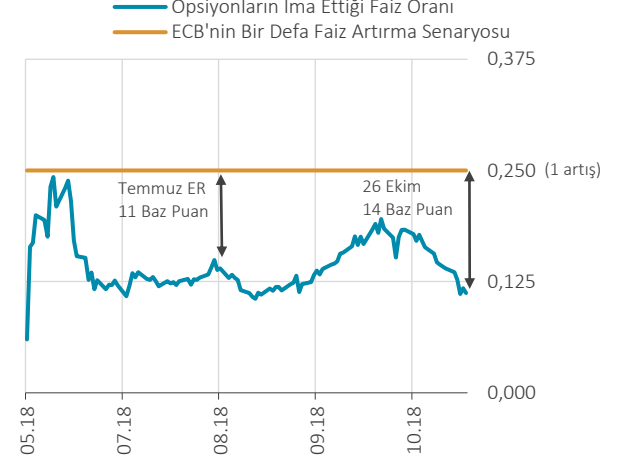
Son dönemde artan belirsizliğe rağmen, ABD’de büyüme eğilimin sürmesi ve Fed’in normalleşmeyi planlandığı şekilde sürdürmesi olası görülmektedir. Bu çerçevede, özellikle Fed faiz artışlarının, getiriler üzerinde daha fazla etki yapma potansiyeline sahip olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.3: 2019 Yılsonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (% , Üst Bant)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.3.4: 2019 Yılsonu İçin Opsiyonların İma Ettiği ECB Politika Faizi (%)

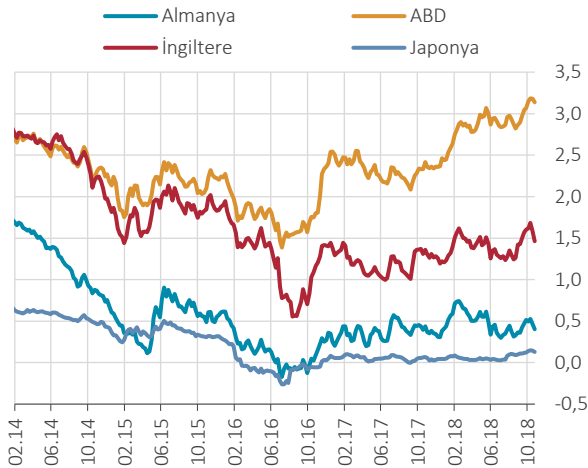


Kaynak: Bloomberg.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

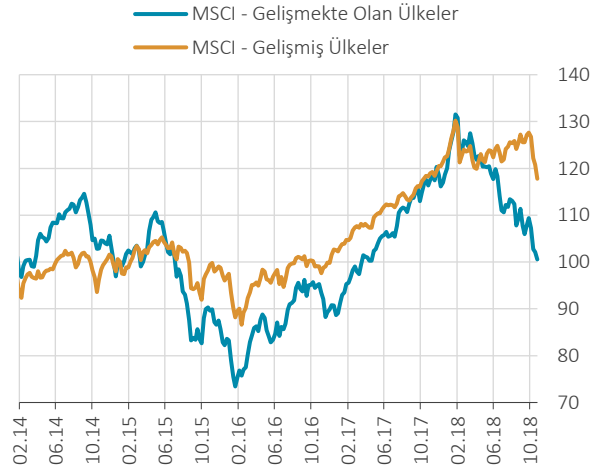
Fed ve ECB’nin sıkılaşma eğiliminin devam edeceğine dair beklentiler 2018 yılının üçüncü çeyreğinde de güçlü seyretmiş; buna paralel olarak gelişmiş ülke tahvil faizlerinde yükseliş gözlenmiştir (Grafik 2.4.1). Ticarete korumacılık eğilimindeki artış, küresel büyüme beklentilerinde aşağı yönlü revizyonlara neden olurken, ticaret hacimlerindeki azalmanın başta ihracat ağırlıklı şirketler olmak üzere şirket karlılıkları üzerinde baskı oluşturacağı beklentisiyle gelişmekte olan ülke hisse senetlerinde değer kayıpları devam etmiştir. Eylül ayı sonuna kadar artış eğilimini koruyan gelişmiş ülke hisse senetleri ise artan tahvil getirilerine paralel olarak bir miktar geri çekilmiştir (Grafik 2.4.2).

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

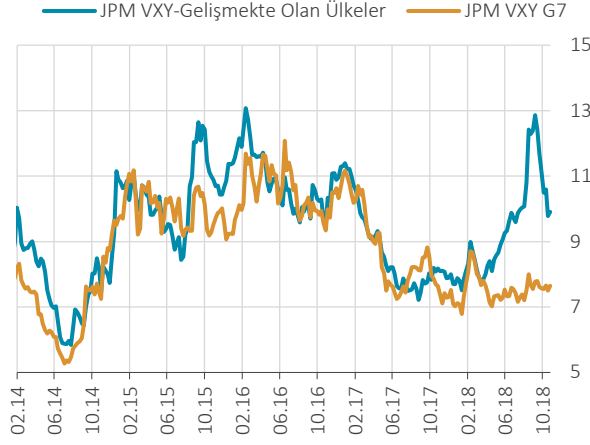
Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

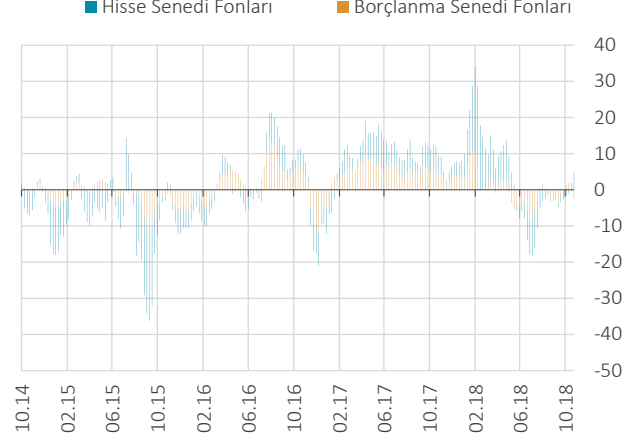
Gelişmiş ülkelerdeki sıkılaşma eğiliminin sürmesine ve yükselen tahvil getirilerine ek olarak ticarete korumacılık önlemlerinin kapsamının genişlemesi; İngiltere ve AB’nin Brexit sonrası dönem için henüz kesin anlaşmaya varmaması; İtalya’nın kamu borç stoğunu artıracığına dair endişeler ve İran’a yönelik uygulanacak yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının düşük kalmasına neden olan başlıca unsurlar olarak görülmektedir (Grafik 2.4.3).

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

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



Kaynak: EPFR.

Risk iştahının düşmesi ve makroekonomik temelleri görece daha kırılgan gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal bozulma, 2018 yılı ikinci çeyreğinde bahsi geçen ülke grubundan büyük miktarda portföy çıkışlarına neden olmuştur. Söz konusu eğilim, bir miktar yavaşlamakla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 2.4.4). Bununla birlikte, Eylül ayıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının oldukça zayıf olmakla birlikte bir miktar istikrar kazandığı ve Eylül ayının son haftasından itibaren borçlanma senedi piyasalarına girişlerin görülmeye başladığı not edilmelidir.

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

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7

Kaynak: EPFR.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarına bölgesel olarak bakıldığında, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, tüm bölgelerde, gerek borçlanma gerekse hisse senedi piyasalarından portföy çıkışları devam etmiştir (Tablo 2.4.1). Söz konusu dönemde, Arjantin, Brezilya, Güney Afrika ve Türkiye gibi finansal ve makroekonomik kırılganlıkları görece yüksek olan ülkelerin portföy hareketleri üzerinde daha olumsuz etkiler izlenirken, Çin’e yönelen portföy hareketlerinin ise söz konusu ülkelere kıyasla olumlu bir görünüm sergilediği gözlenmiştir.

Gelişmiş ülkeler finansal koşullarında sıkılaşmanın sürececek olması, jeopolitik belirsizlikler ve dünya ticaretinde artan korumacılığın olası negatif etkileri, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında halihazırda gözlenen zayıf seyrin önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir. Bunun yanında portföy hareketlerinin arkasında yatan yatırımcı davranışında gözlenen değişim gelişmekte olan ülkelerde olası küresel şoklara hassasiyeti artırmaktadır (Kutu 2.1).

Kutu 2.1

Küresel Yatırımcı Davranışlarında Son Dönemde Meydana Gelen Değişimler

Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde uygulanan genişlemeci likidite politikaları sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları önemli ölçüde hız kazanmıştır. Küresel fonların varlığı, gelişmekte olan ülkelere yatırım ve büyümeyi destekleyebilmekte, yurtiçi finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunabilmektedir. Ancak, küresel fon hareketleri varlık piyasalarındaki oynaklığı artırarak, bilanço kanalıyla, ekonomideki canlanma ve daralma dönemlerinin derinleşmesine de yol açabilmektedir. Nitekim, 22 Mayıs 2013'te yapılan "taper talk"¹ sonrasında gelişmekte olan ülkelere yüklü miktarda portföy çıkışı gerçekleşmiş; söz konusu ülkelerin yerel para birimleri değer kaybetmiş ve firmaların finansman riski artmıştır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelere reel sektörün tahvil finansmanındaki artış da göz önüne alındığında portföy hareketlerinin arkasında yatan yatırımcı davranışını anlamak önem kazanmıştır.

Sermaye akımlarının dalgalı ve döngüsel niteliklerinin, hacimlerinin büyüklüğüyle birleştiğinde, politika yapıcılar tarafından dikkatle takip edilmesi gerekmektedir. Literatür, sermaye akımlarının türlerine göre farklı davranışlar sergileyerek politika yapıcılar için farklı endişe kaynakları oluşturabildiğine işaret etmektedir. Sözgelimi, portföy akımları içerisinde tahvil piyasasına yönelen akımların hisse senetlerine kıyasla daha fazla kırılganlığa yol açma potansiyeli olduğu değerlendirilmektedir. Tahvil piyasasına yönelen akımlar içerisinde de yabancı ve yerli para cinsi ayrımı önem kazanmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanma miktarının artması, ülkenin rezervlerine ve politikalarının güvenilirliğine bağlı olmakla birlikte, daha yüksek bir kur ve borç krizi olasılığına işaret edebilmektedir. Geçtiğimiz on yılda, gelişmekte olan ülkelere yerli para cinsi borçlanma enstrümanları geliştirmeye yönelik önemli adımlar atılmış ve neticesinde yabancı para cinsi borçlanma önemli oranda düşmüştür. Ne var ki, halen gelişmekte olan ülkelere firmaların borçlanma senetlerinin yaklaşık üçte biri kadarının yabancı para cinsinden olması konunun hassasiyetini gündemde tutmaktadır. Dikkate alınması gereken bir diğer nokta ise borçlanma senetlerinin vadesidir. Kısa vadeli borçlanma araçları genel olarak daha riskli kabul edilmekte ve prensip olarak uzun vadeli olanların ülkenin temelleri ile daha uyumlu hareket ettiği değerlendirilmektedir.

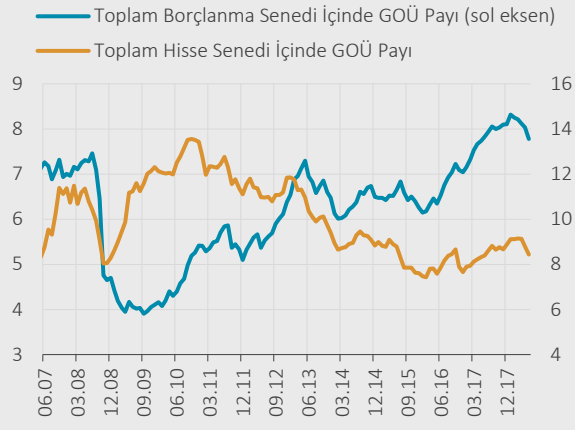
Portföy akımlarına mikro açıdan bakıldığında ise yatırımcı türünün önemli bir ayrım olarak kabul edildiği görülmektedir. Yurtiçi yerleşik olmayan yatırımcılar içerisinde kurumsal yatırımcılar perakende olanlardan farklı stratejiler izleyebilmekte, bu da yerel ve küresel şoklara farklı tepkileri gerekli kılabilir. Sözgelimi, kurumsal yatırımcılar arasında "referans alma" (benchmarking) eğiliminin artması, ülkelerdeki varlık fiyatlarının birlikte hareket etme olasılığını artırarak, ülkenin dışsal şoklara olan duyarlılığını yükseltebilmektedir. Buna ilaveten, yurt dışı yerleşiklerin küresel şoklara, yurt içi yerleşiklerin ise yerel şoklara tepki verme olasılığı daha yüksektir. Bu bağlamda, yapılan son çalışmalarda, küresel piyasalarla bütünleşmiş ekonomilerde yerel yatırımcıların finansal piyasalardaki dengeleyici rolü vurgulanmaktadır.

¹ Bu konuşmada, dönemin Amerikan Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, miktarsal genişleme programının kademeli olarak sonlandırılacağına dair ilk kez sinyal vermiştir.

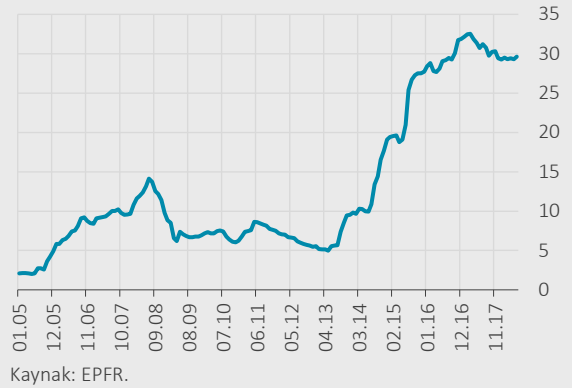
Yatırımcı Davranışındaki Değişime İlişkin Olarak Veri Ne Söylüyor?

“Taper talk” un yapıldığı Mayıs 2013 sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının kompozisyonunda belirgin bir değişim meydana gelmiştir. EPFR² tarafından açıklanan portföy akımları verilerine baktığımızda, hisse senedinden borçlanma senedine doğru belirgin bir yönelme olduğu görülmektedir. Geçtiğimiz on yıl boyunca, küresel portföy yatırımcılarının gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarındaki varlığı giderek artmış ve gelişmekte olan ülke tahvillerinin küresel tahvil fonları içerisindeki payı yaklaşık iki katına çıkmıştır (Grafik 2.a). Söz konusu tahvillerin vadesi ise, Mayıs 2013 sonrasında, önemli ölçüde kısa vadeye doğru kaymıştır (Grafik 2.b).

Grafik 2.a: GOÜ’lerin Toplam Borçlanma ve Hisse Senedi İçindeki Payı

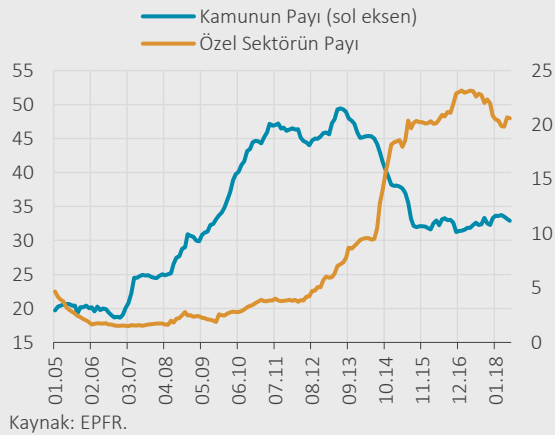


Grafik 2.b: GOÜ’lere Yönelen Borçlanma Senetlerinde Kısa Vadenin Payı

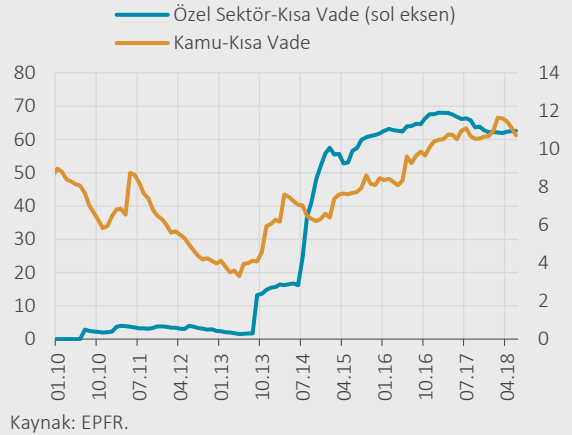


Bu dönemde devlet tahvillerinden özel sektör tahvillerine doğru da dikkate değer bir rotasyon olduğu görülmektedir (Grafik 2.c). Özel sektör tahvillerinin toplam gelişmekte olan ülke tahvilleri içerisindeki payı 2009 yılı sonunda yüzde 2,5 iken; halihazırda yüzde 20'ler civarında seyretmektedir. Aynı zamanda bahsi geçen tahvillerin vadesi de kısalmıştır (Grafik 2.d).

Grafik 2.c: GOÜ Borçlanma Senetlerinin İhrac Edene Göre Kırılımı



Grafik 2.d: Kısa Vadeli Borçlanma Senetlerinin Sektörel Kırılımı

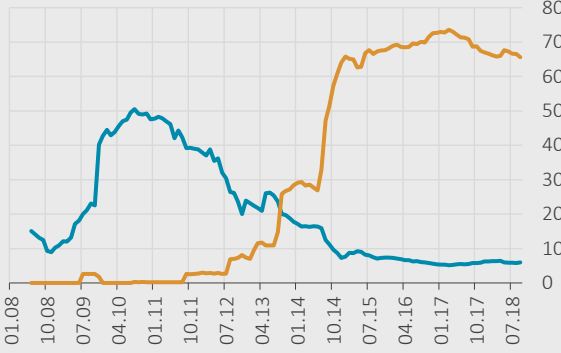


² Emerging Portfolio Fund Research, Inc.

Özel sektör tahvillerine belirgin bir yönelme olmasına karşın varlık tahsisinin daha güvenli menkul kıymetlere yönelmiş olduğu görülmektedir (Grafik 2.e). Daha yüksek yatırım notu olan özel sektör tahvillerinin toplam içerisindeki payı 2010 yılında yüzde 0,5 iken, halihazırda yüzde 70 civarlarındadır. Bu bağlamda, küresel finansal krizin hemen sonrasında “yüksek getiri” arayışıyla hareket eden yatırımcıların bu motivasyonlarının “taper talk” sonrası dönemde önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. Buna paralel olarak, 2013 yılının ikinci yarısından sonra ülkeye özgü faktörlerin yatırımcı kararlarında daha belirleyici olduğunu söylemek mümkündür. Son olarak, gelişmekte olan ülke varlıklarında yatırımcı türüne baktığımızda, kurumsal yatırımcıların giderek payını artırdığı, buna karşın perakende yatırımcıların payında istikrarlı bir azalış eğilimi olduğu görülmektedir (Grafik 2.f).

Grafik 2.e: GOÜ Özel Sektör Borçlanma Senetlerinin Riskliliği

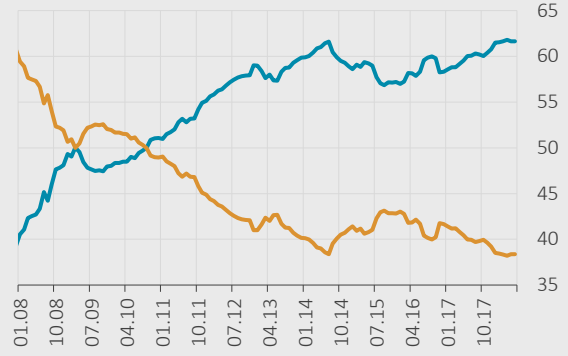
— Toplam Özel Sektör Tahvilleri İçinde Yüksek Getiri (BB+ ve aşağısı) Payı
— Toplam Özel Sektör Tahvilleri İçinde BBB- ve Yukarısının Payı



Kaynak: EPFR.

Grafik 2.f: GOÜ'lere Yönelen Portföy Akımlarının Yatırımcı Kırılımı

— Kurumsal Yatırımcının Toplam İçindeki Payı
— Perakende Yatırımcının Toplam İçindeki Payı



Kaynak: EPFR.

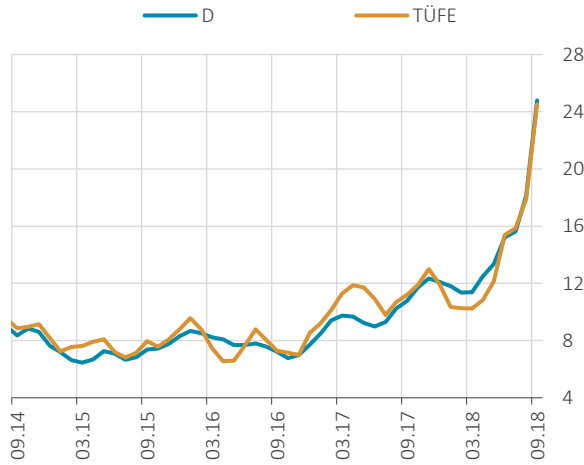
Özetle, varlığın cinsi, sektörel kırılımı, vadesi, yatırımcısı gibi alt ayrımlara bakıldığında, gelişmekte olan ülkelere yönelen yatırımcıların tercihlerinde hisse senedinden tahvile, kamudan özel sektöre, uzun vadeden kısa vadeye doğru belirgin bir yönelme olmuştur. Buna ilaveten, kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülke varlıklarına daha çok yönelmeye başladığı ve perakende yatırımcıların payının azaldığı görülmektedir. Bu durum, küresel likiditenin azalmasıyla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde küresel şoklara olan hassasiyetin artabileceğine işaret etmektedir. Bu noktada, bir ekonominin dış finansman şoklarına karşı direncini arttırmak için sağlam bir makroekonomik çerçevenin yanı sıra ülke ekonomisinin kendine has dinamiklerine uygun makro ihtiyati politikaların tasarlanması ve uygulanması tamamlayıcı nitelikte olmaktadır. Ayrıca, yatırımcının ekonomiye dair uzun vadeli bir bakış açısı oluşturabilmesine olanak tanıyan iletişim stratejilerinin geliştirilmesi de oldukça önem kazanmaktadır.

3. Enflasyon Gelişmeleri

Tüketici enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 9,13 puan artarak yüzde 24,52 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1). Enflasyondaki yükselişin ana sürükleyicileri temel mal, gıda ve enerji grupları olurken, yıllık enflasyondaki artış alt gruplar geneline yayılmıştır (Grafik 3.2). Türk lirası üçüncü çeyrekte yüzde 37 civarında değer kaybetmiş, böylelikle son bir yıldaki değer kaybı yüzde 80'i aşarak enflasyondaki yükselişin en önemli belirleyicisi olmuştur. Bu dönemde döviz kurlarında yükselen oynaklığın enflasyon belirsizliğini arttırdığı, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlendiği, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı ve bu çerçevede fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir¹. Nitekim bu dönemde başta hizmetler olmak üzere döviz kuru geçişkenliği görece düşük olan kalemlerde dahi yüksek fiyat artışları gözlenmiştir.

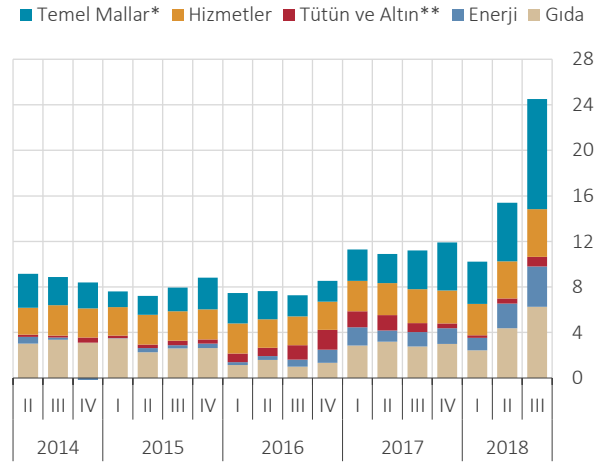
Üçüncü çeyrekte petrol fiyatları yukarı yönlü bir seyir kaydetmiş; ancak akaryakıt fiyatlarında eşel mobil uygulamasının sürmesi olası baskıları sınırlamıştır. Buna karşılık, elektrik ve doğalgazda gerek tüketici gerekse üreticilere yönelik ardışık ayarlamalar yapılmış ve enflasyon üzerinde enerji kaynaklı doğrudan ve dolaylı etkiler de izlenmiştir. İlk çeyrekte güçlü seyreden iktisadi faaliyetin, ikinci çeyrekte yavaşlayarak ana eğilimine yöneldiği ve dengelenme eğiliminin son dönemde belirginleştiği görülmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde iç talepteki yavaşlama derinleşirken, dış talep gücünü korumuştur. Turizmdeki olumlu görünümün sürmesi, bu sektörle bağlantısı güçlü kalemlerde fiyat artışlarını desteklemektedir. Bu gelişmelerle, yılın ikinci yarısında toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü destek vermeye başlamışsa da, tüketici enflasyonunun seyrinde Eylül ayı itibarıyla yüzde 46,15 ile oldukça yüksek bir seviyeye ulaşan üretici enflasyonu kaynaklı maliyet baskıları belirleyici olmaktadır.

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



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

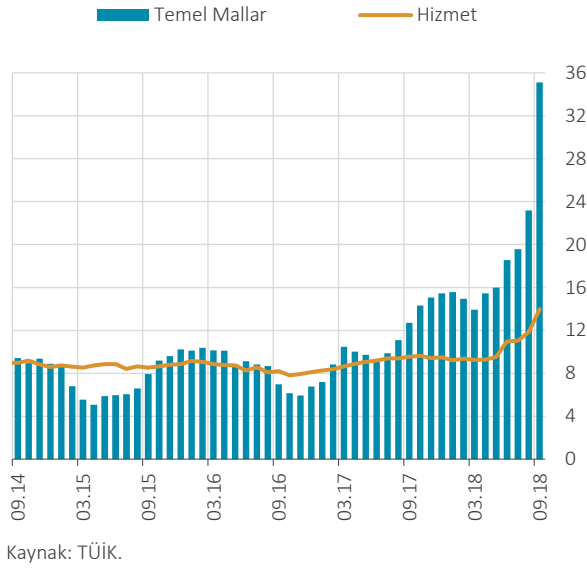
Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler, fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu nedenle talep koşullarındaki zayıflamaya karşılık, birikimli maliyet baskıları ve olası ikincil etkiler kısa vadeli enflasyon görünümünde bir süre daha belirleyici olabilecektir. Ekonomideki yavaşlamanın enflasyon üzerinde hissedilir bir etki oluşturabilmesi için, enflasyon beklentilerinin çıpalanarak geriye dönük endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması ve döviz kuru-enflasyon sarmalının kırılması önem arz etmektedir. Bu amaçla, sıkı para politikası uygulamasının yanında güçlü bir politika eşgüdümüne ihtiyaç duyulduğu değerlendirilmektedir.

¹ Fiyatlama davranışındaki bozulma ve enflasyon dinamiklerindeki değişime yönelik analizler Kutu 3.1'de ele alınmaktadır.

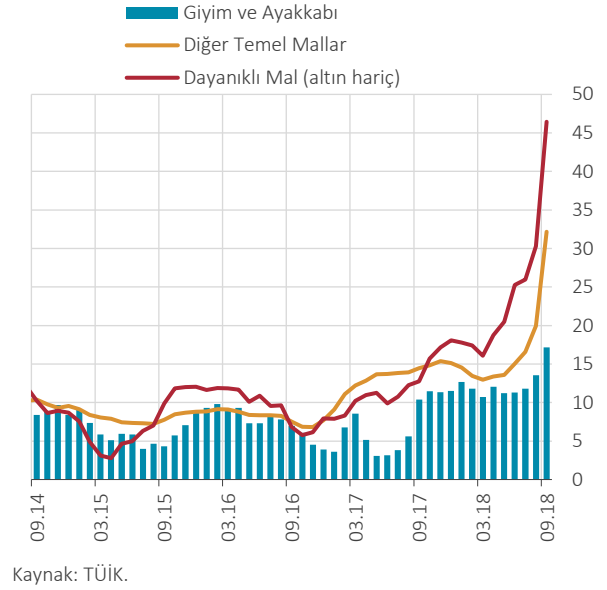
3.1 Temel Enflasyon Görünümü

Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde 16,57 puan artarak yüzde 35,12'ye yükselmiştir (Grafik 3.1.1). Bu gelişmede Türk lirasında gözlenen güçlü değer kaybının etkileri öne çıkarken, ithal içeriği yüksek olan temel mallar bu gelişmeden en olumsuz etkilenen alt kalemler olmuştur. Bu grupta enflasyondaki artış alt gruplar geneline yayılırken, döviz kuru geçişkenliği yüksek olan dayanıklı ve diğer temel mallardaki yükseliş belirgin olmuştur (Grafik 3.1.2).

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



Grafik 3.1.2: Temel Mal Fiyatları (Yıllık % Değişim)



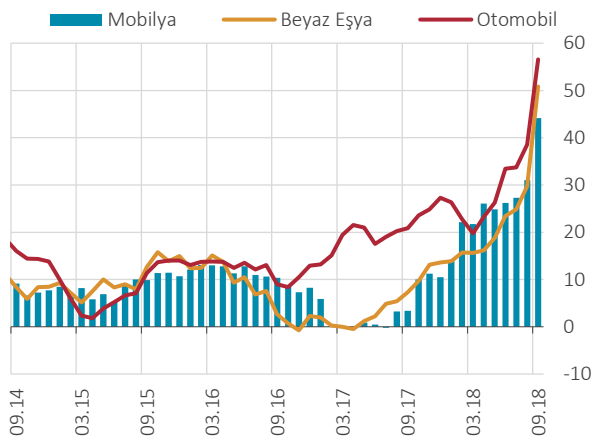
Üçüncü çeyrekte, Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısında yaklaşık yüzde 37 oranında değer kaybetmesi neticesinde, ithal bileşeni yüksek otomobil, beyaz eşya gibi dayanıklı mallarda keskin fiyat artışları gözlenmiştir. Bu doğrultuda dayanıklı mal fiyatları yüzde 20,85 ile oldukça yüksek bir oranda artmış; grup yıllık enflasyonu yüzde 46,45'e yükselmiştir (Grafik 3.1.2 ve Grafik 3.1.3). Giyim grubu yıllık enflasyonu bu dönemde 5,85 puan artarak yüzde 17,15 olmuş; bu gelişmede Türk lirasındaki değer kaybının yanı sıra ihracat ve turizm sektöründeki güçlü seyrin etkileri de hissedilmiştir. Aynı dönemde dayanıklı ve giyim dışındaki diğer temel mallarda fiyatlar yüzde 17,30 oranında artmıştır. Bu grupta, dayanıklı mallara kıyasla etkileri daha gecikmeli (6-9 ay arasında) gözlenen döviz kuru hareketlerinin çok daha kısa bir sürede fiyatlara yansıtıldığı dikkat çekmiştir. Sonuç olarak bu dönemde temel mal fiyatları enflasyonunun ana eğiliminde sert bir yükseliş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.4).

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

	2017			2018			
	III	IV	Yıllık	I	II	III	Yıllık
TÜFE	1,32	4,31	11,92	2,77	6,23	9,34	24,52
1. Mallar	0,58	5,80	12,99	2,83	7,16	10,72	29,10
Enerji	3,46	4,88	10,41	2,11	5,60	12,34	27,03
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-1,16	5,70	13,79	6,06	7,29	6,17	27,70
İşlenmemiş Gıda	-5,60	8,74	15,55	6,71	12,50	2,68	34,04
İşlenmiş Gıda	3,08	3,04	12,20	5,43	2,22	9,91	22,05
Temel Mallar	0,58	7,51	15,45	0,88	8,67	14,64	35,12
Giyim ve Ayakkabı	-5,90	13,17	11,51	-9,15	15,04	-0,95	17,15
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	3,37	7,58	18,08	4,09	8,22	20,84	46,45
Mobilya	3,88	7,30	10,49	7,35	5,46	18,65	44,14
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	1,65	4,72	10,24	1,39	4,87	20,52	34,20
Otomobil	4,32	10,27	27,30	4,39	11,11	22,41	56,56
Diğer Dayanıklı Mallar	2,58	0,90	12,77	3,76	5,98	14,45	26,99
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	2,09	3,10	15,13	4,34	4,74	17,30	32,17
Alkollü İçecekler, Tütün Ürünleri ve Altın	0,82	1,18	5,96	1,37	3,15	6,76	12,95
2. Hizmetler	3,06	0,95	9,47	2,62	3,93	5,85	13,97
Kira	2,75	2,35	9,21	1,99	2,20	3,14	10,03
Lokanta ve Oteller	3,84	1,65	11,47	2,81	4,40	9,15	19,09
Ulaştırma	4,20	0,44	12,46	1,18	4,48	7,52	14,17
Haberleşme	0,54	0,12	1,87	-0,72	6,45	1,45	7,34
Diğer Hizmetler	2,93	0,17	9,39	4,45	3,51	5,55	14,30

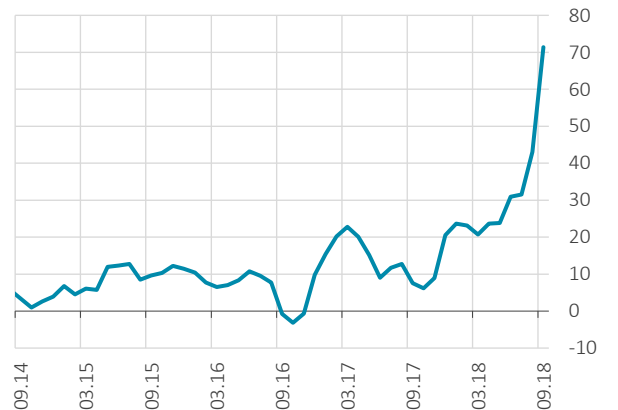
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.1.3: Seçilmiş Dayanıklı Tüketim Mali Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

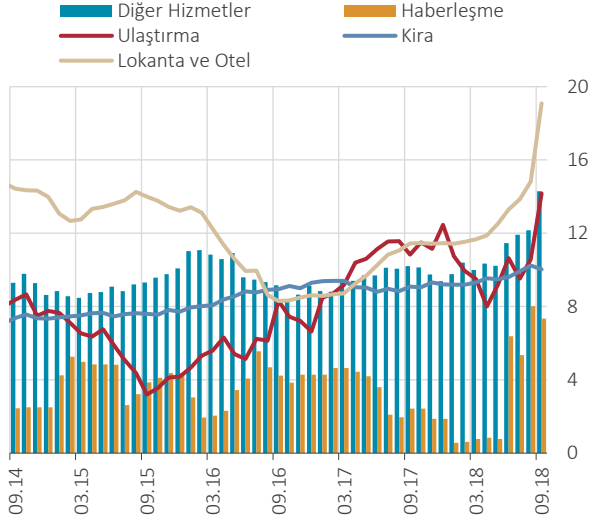
Grafik 3.1.4: Temel Mal Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

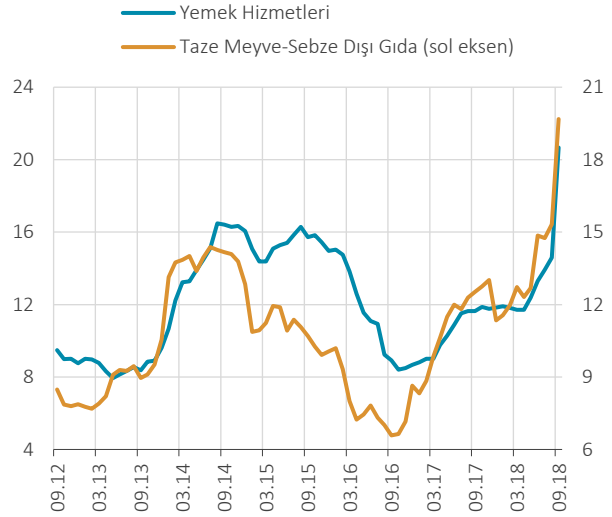
Hizmet fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 5,85 ile geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde artarken, grup yıllık enflasyonu yüzde 13,97'ye ulaşmıştır (Grafik 3.1.1). Bu dönemde yıllık enflasyon tüm alt gruplarda artış kaydetmiştir (Grafik 3.1.5).

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



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.6: Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları* (Yıllık % Değişim)

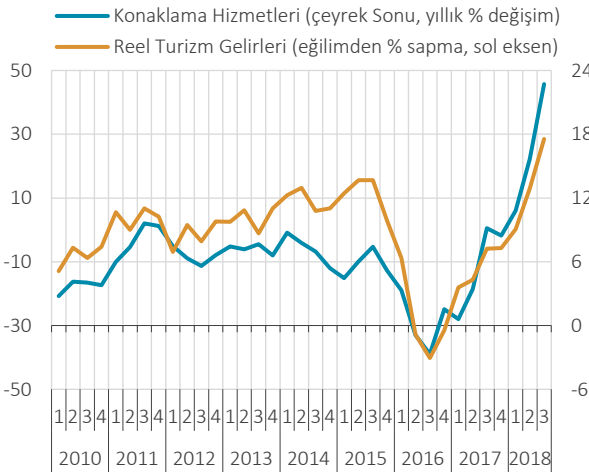


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taze meyve-sebze dışı gıda.

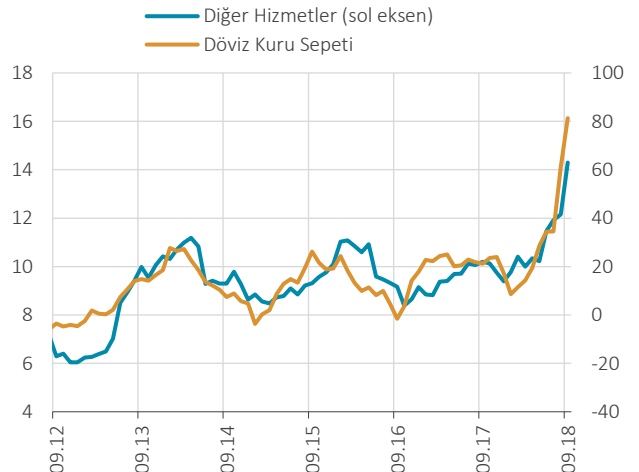
Hizmet alt grupları arasında en belirgin yükseliş lokanta-otel grubunda kaydedilmiştir; bu grupta yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 5,79 puan artarak yüzde 19,09'a yükselmiştir. Lokanta-otel grubu altındaki yemek hizmetleri enflasyonu gıda fiyatlarına bağlı yukarı yönlü seyrine devam etmiştir (Grafik 3.1.6). Bir diğer alt kalem olan konaklama hizmetleri enflasyonu ise canlı seyreden turizm sektörünün desteği neticesinde yüzde 22,72 ile endeks tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.7). Yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 14,17'ye yükselen ulaştırma hizmetleri enflasyonunda, turizm kaynaklı talep yönlü etkilerin yanında akaryakıt fiyatları kaynaklı maliyet yönlü unsurların etkisi de hissedilmiştir. Diğer hizmetler grubunda yıllık enflasyon, döviz kuru etkileriyle bir önceki çeyreğe kıyasla 2,83 puan yükselmiştir (Grafik 3.1.8). Hizmet grubunun genelinin aksine uzun süredir düşük seyreden haberleşme hizmetleri enflasyonu da, genel enflasyon görünümündeki bozulmayla birlikte, son aylarda yukarı yönlü bir seyir izlemiştir.

Grafik 3.1.7: Konaklama Hizmetleri ve Turizm Gelirleri (Yıllık % Değişim ve Eğilimden Sapma)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

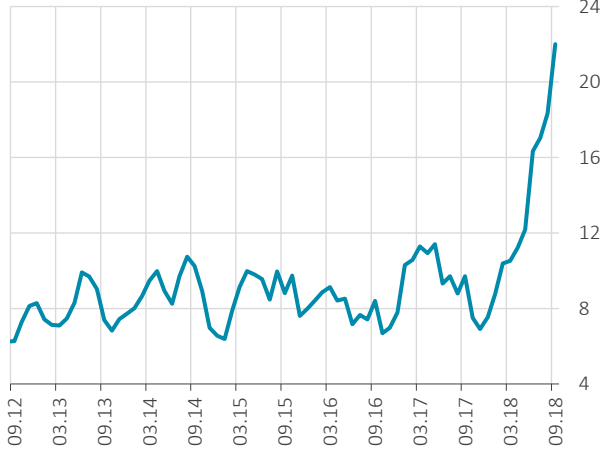
Grafik 3.1.8: Diğer Hizmetler ve Döviz Kuru Sepeti (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

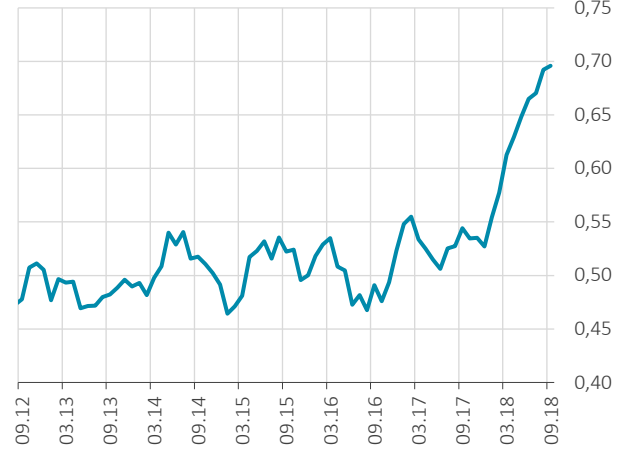
Bu gelişmeler doğrultusunda, mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama verilerle takip edilen hizmet enflasyonu ana eğilimi ve yayılım endeksinin imâ ettiği fiyat arttırma eğilimi bu çeyrekte de yükselerek, fiyatlama davranışlarında önemli bir bozulmaya işaret etmiştir (Grafik 3.1.9 ve Grafik 3.1.10).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

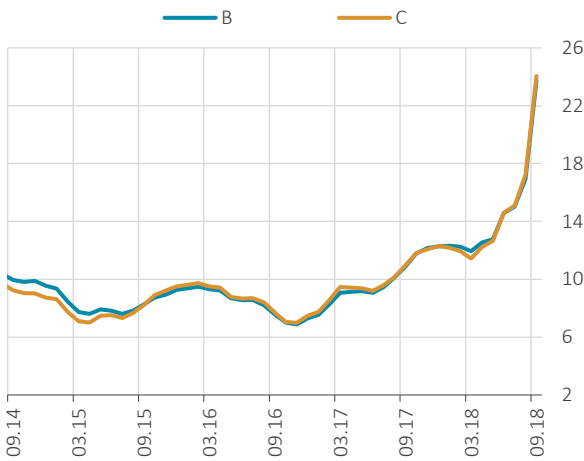


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

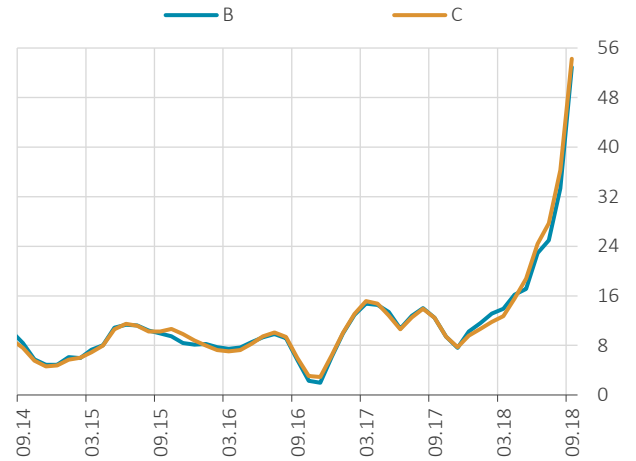
Çekirdek enflasyon göstergelerinden B ve C endeksi yıllık enflasyonları bir önceki çeyreğe kıyasla 9’ar puan artarak sırasıyla yüzde 23,71 ve yüzde 24,05 olmuştur (Grafik 3.1.11). Bu dönemde gerek B ve C göstergelerinin gerekse TCMB bünyesinde takip edilen alternatif göstergelerden Medyan ve SATRIM’in ana eğiliminde bozulma izlenmiştir (Grafik 3.1.12 ve Grafik 3.1.13).

Grafik 3.1.11: B ve C Endeksi (Yıllık % Değişim)



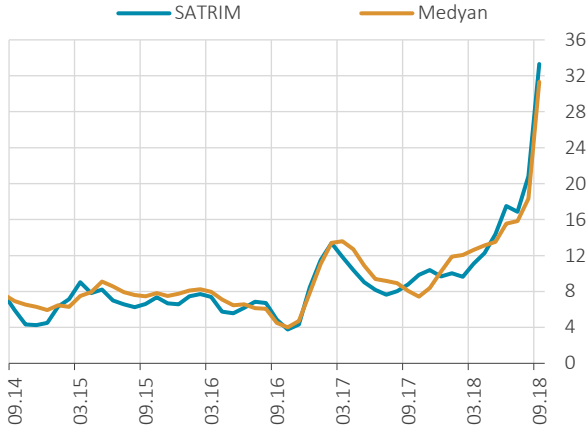
Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.12: B ve C Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış, Üç Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

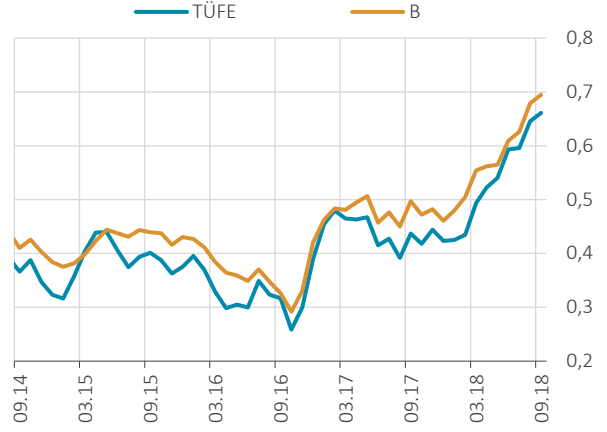
TÜFE ve çekirdek göstergelere ilişkin yayılım endekslerine göre fiyat arttırma eğilimi tarihsel olarak en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.14). Özetle, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler enflasyonun ana eğilimindeki bozulmanın oldukça güçlendiğine işaret etmiştir.

Grafik 3.1.13: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan (Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama, %)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

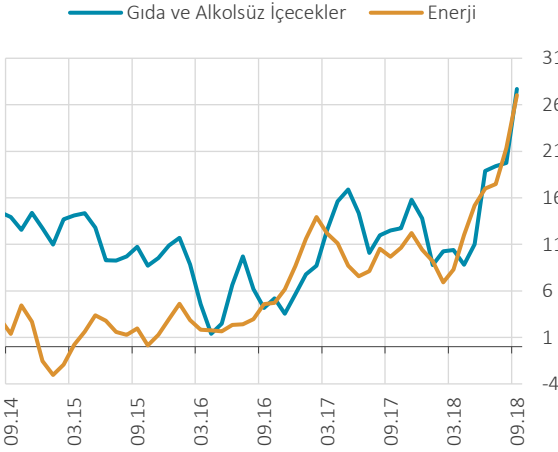
** Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin medyan aylık enflasyonu

Grafik 3.1.14: TÜFE ve B Yayılm Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

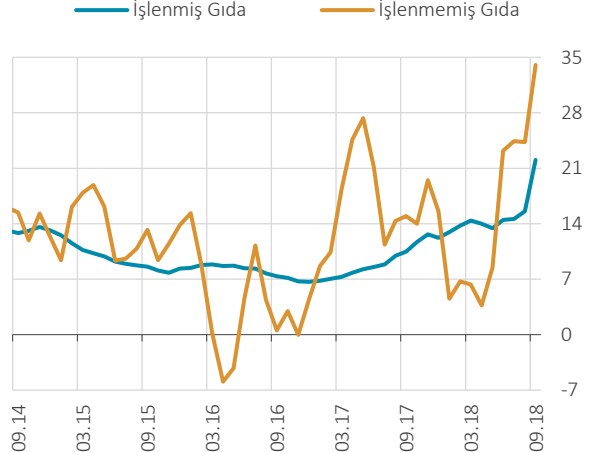
Kaynak: TCMB, TÜİK.

3.2 Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte 8,81 puan artış kaydederek yüzde 27,70 olmuştur (Grafik 3.2.1). Bu çeyrekte hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda grubunda fiyat artış eğilimi güçlenmiştir (Grafik 3.2.2). Gıda enflasyon görünümünün bozulmasında Türk lirasındaki değer kaybına bağlı maliyet yönlü gelişmeler temel belirleyici olmuştur.

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

Kaynak: TÜİK.

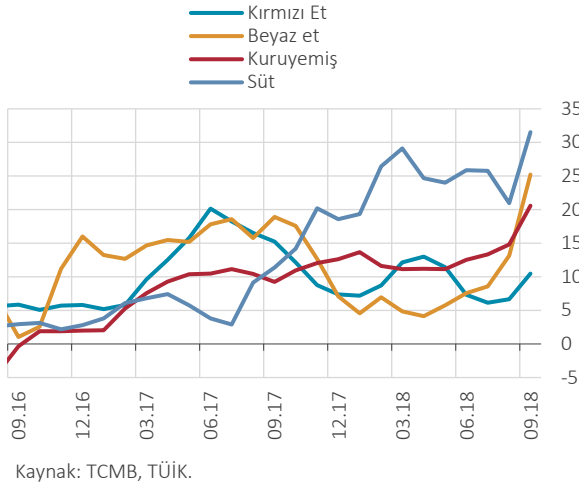
Grafik 3.2.2: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

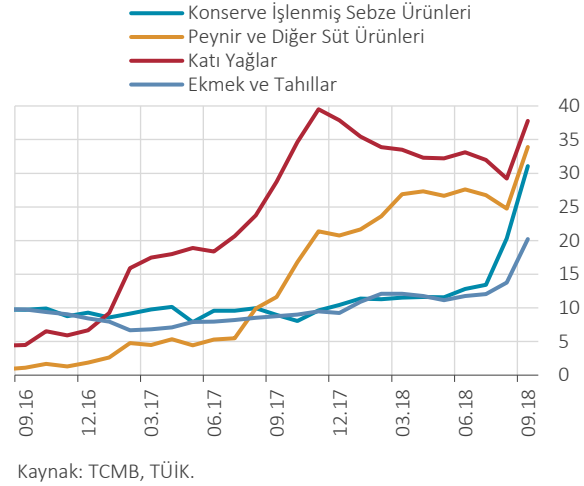
İşlenmemiş gıda yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 10,81 puan artarak yüzde 34,04 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.2.2). Taze meyve-sebze fiyatlarında Temmuz ve Ağustos aylarında beklenen düzeltme sınırlı kalmış; Eylül ayında ise güçlü bir fiyat artışı gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze dışındaki işlenmemiş gıda grubunda ise süt, beyaz et, pirinç, yumurta, kuruyemiş ve kırmızı et fiyatlarındaki artışlar öne çıkmıştır (Grafik 3.2.3). Son iki çeyrekte yataya yakın seyreden işlenmiş gıda yıllık enflasyonu bu çeyrekte 7,58 puan artarak yüzde 22,05 olmuştur (Grafik 3.2.2). Bu çeyrekte kaydedilen güçlü artışta döviz kuru gelişmelerine ek olarak girdi niteliğindeki (süt, kırmızı et gibi) işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler etkili olmuştur. Çiğ süt fiyatlarındaki artış paralelinde peynir ve diğer süt ürünleri ile katı yağlarda yükseliş görülmüştür.

(Grafik 3.2.4). Un fiyatlarındaki artışların da etkisiyle ekmek-tahıllar yıllık enflasyonunda özellikle Eylül ayında belirgin bir artış kaydedilmiştir. Ekmek-tahıllar grubu fiyatları üzerinde önümüzdeki dönemde enerji (elektrik ve doğalgaz) ve un fiyatlarındaki artışlara istinaden maliyet baskıları artmıştır. Konserve işlenmiş sebze ürünleri yıllık enflasyonundaki yükselişi ise fiyatı son üç ayda birikimli olarak yüzde 70'e yakın artan salça kaleminin sürüklediği gözlenmiştir.

Grafik 3.2.3: Seçilmiş İşlenmemiş Gıda Kalemleri (Yıllık % Değişim)

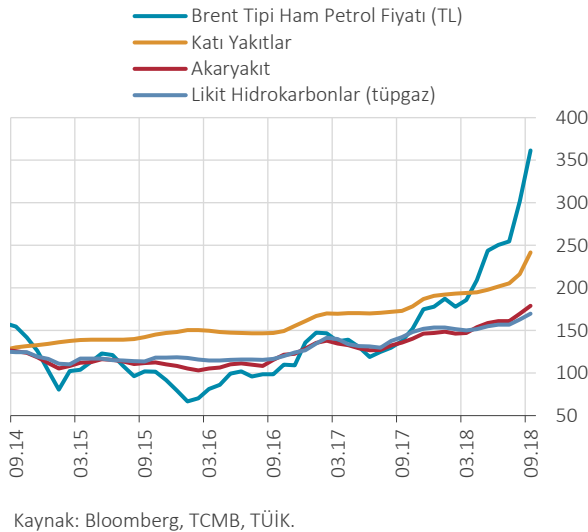


Grafik 3.2.4: Seçilmiş İşlenmiş Gıda Kalemleri (Yıllık % Değişim)

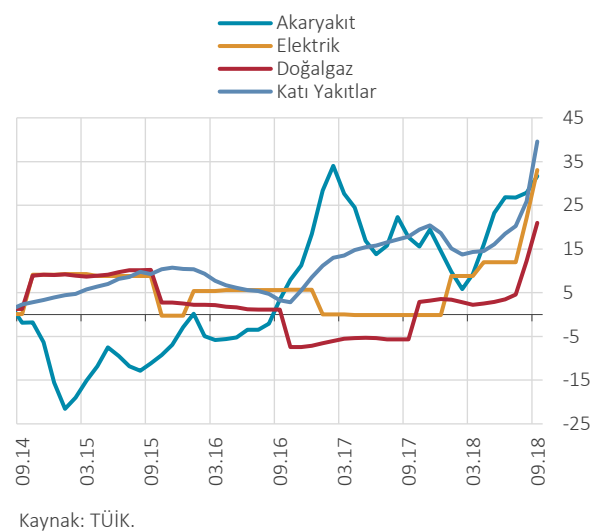


Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 12,34 ile yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.1). Bir önceki çeyrek sonunda 75 ABD doları olan Brent tipi ham petrolün varil fiyatı, Eylül ayında 79 ABD dolarına yükselmiştir. Bu dönemde Türk lirasındaki değer kaybı nedeniyle Türk lirası cinsinden petrol fiyatlarında sert bir yükseliş kaydedilmiş; ancak akaryakıt fiyatlarında eşel mobil uygulamasının devam etmesi yukarı yönlü etkileri sınırlamıştır (Grafik 3.2.5). Diğer taraftan, akaryakıt fiyatları Ağustos ayında yapılan ÖTV düzenlemesine bağlı olarak bu çeyrekte yüzde 11,21 oranında artmıştır. Buna ek olarak, katı yakıt fiyatları yüzde 19,93 oranındaki çeyreklik artışla dikkat çekmiştir. Yönetilen fiyatlardan elektrik ve doğalgaz sırasıyla yüzde 18,80 ve 16,98 oranında yükselirken, su fiyatlarındaki artış (yüzde 3,19) görece sınırlı olmuştur (Grafik 3.2.6). ²Sonuç olarak, bu dönemde yıllık enerji enflasyonu 10,04 puan yükselerek yüzde 27,03'e ulaşmıştır (Grafik 3.2.1).

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



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



² Ağustos ve Eylül aylarında tüketiciye yönelik elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yüzde 9'ar artış yapılmıştır.

3.3 Yurt İçi Üretici Fiyatları

Yurt içi üretici fiyatları (Yİ-ÜFE) yılın üçüncü çeyreğinde elektrik, gaz üretimi, dağıtımı ve imalat sanayi öncülüğünde yüzde 20,29 ile oldukça yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 3.3.1). Böylelikle, üretici fiyatları yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 22,44 puan artışla yüzde 46,15'e yükselmiştir (Grafik 3.3.1)³. Bu gelişmede, Türk lirasındaki belirgin değer kaybının yansımaları izlenmiş; uluslararası petrol fiyatlarındaki yükseliş de başta rafine edilmiş petrol ürünleri olmak üzere, petrol ile bağlantılı sektörlerde fiyatların seyrini olumsuz etkilemiştir.

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

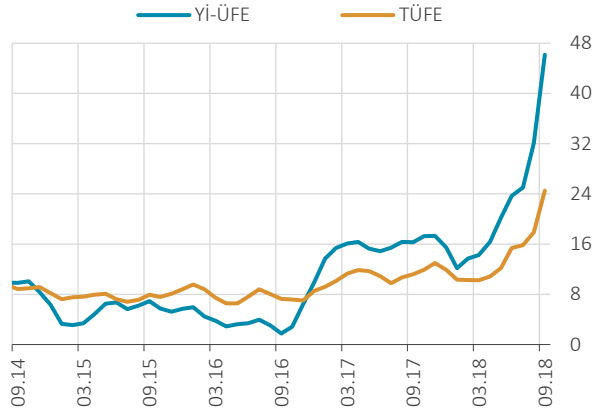
	2017			2018			
	III	IV	Yıllık	I	II	III	Yıllık
Yİ-ÜFE	1,82	5,18	15,47	5,29	9,72	20,29	46,15
Madencilik	1,85	6,88	16,13	6,52	7,02	12,62	37,20
İmalat	2,13	5,52	16,64	4,98	9,68	19,15	44,77
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	1,86	5,04	16,16	5,01	9,04	18,50	42,52
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,08	4,21	14,04	4,88	8,58	17,41	39,33
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	-2,37	-0,07	0,41	9,43	12,35	39,90	71,88
Su Temini	1,26	1,56	11,30	0,02	3,17	3,65	8,64
Ana Sanayi Gruplarına Göre Yİ-ÜFE							
Ara Mali	3,15	7,21	20,75	5,38	10,24	22,02	51,96
Dayanıklı Tüketim Malları	2,02	3,47	16,31	3,57	6,69	14,90	31,37
Dayanıklı Tüketim Malları (Mücevherat Hariç)	2,07	2,91	15,89	3,53	6,56	13,91	29,32
Dayanısız Tüketim Malları	-0,88	1,00	7,69	4,32	7,61	12,56	27,63
Sermaye Mali	3,07	6,26	17,52	5,81	8,39	19,63	45,78
Enerji	1,73	6,59	11,23	7,61	15,58	34,48	78,29

Kaynak: TCMB, TÜİK.

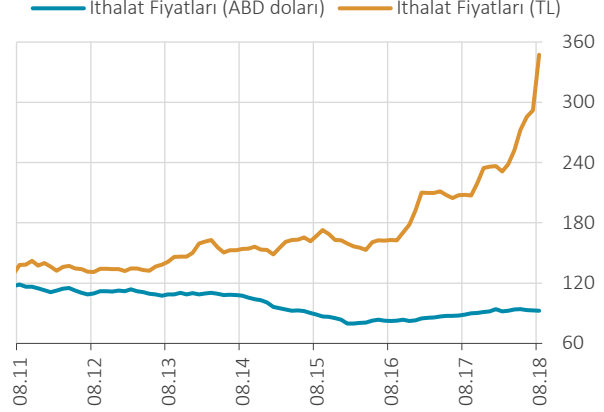
Yılın üçüncü çeyreğinde ithalat fiyatları ABD doları bazında görece yatay seyrederken, döviz kurundaki gelişmelere bağlı olarak Türk lirası bazında kayda değer bir biçimde yükselmiştir (Grafik 3.3.2). Bu dönemde özellikle enerji sektörü kaynaklı üretici fiyat artışları dikkat çekmiştir (Grafik 3.3.3). Elektrik enerjisinin üretimi, iletimi ve dağıtımı ile gaz imalatı fiyatları çeyreklik bazda yaklaşık yüzde 40 oranında artmış ve bu grupta yıllık enflasyon yüzde 71,88'e ulaşmıştır (Tablo 3.3.1)⁴. Böylelikle, elektrik ve doğalgazda tüketiciye yönelik fiyat artışlarının doğrudan etkilerinin yanında üreticiye yönelik daha yüksek oranlı ayarlamalar kanalıyla tüketici enflasyonu üzerinde maliyet yönlü dolaylı etkiler de izlenmeye başlamıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde tüketici fiyatları üzerinde enerji fiyatları kaynaklı ilave etkiler gözlenebilecektir.

³ Üretici ve tüketici fiyatları arasındaki farklılaşmanın nedenleri ile üretici enflasyonundan tüketici enflasyonuna geçişe dair kısa bir değerlendirme 5 Aralık 2017 tarihli "Üretici Fiyatları Kaçıyor Tüketici Fiyatları Kovalıyor mu?" başlıklı TCMB Blog yazısında yer almaktadır.

⁴ Ağustos ve Eylül aylarında sanayide elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yüzde 14'er artış yapılmıştır.

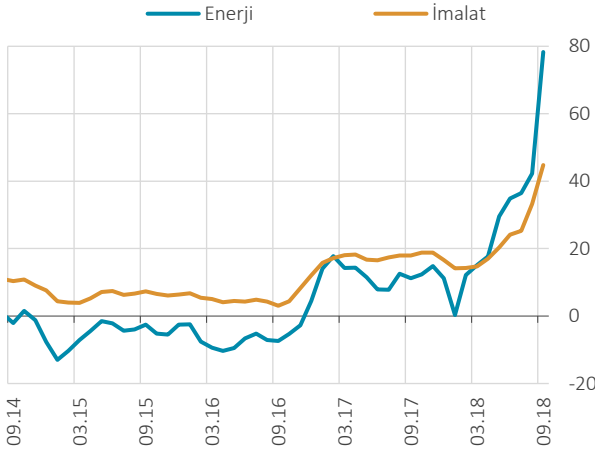
Grafik 3.3.1: Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

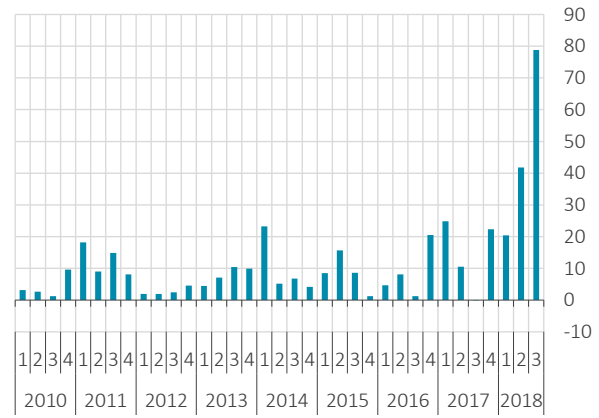
Grafik 3.3.2: ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (2010=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde, tüm alt gruplarda yüksek fiyat artışları görülmüştür (Tablo 3.3.1). Ara malı fiyatlarındaki yükselişte demir-çelik ve ferro alaşımlar, plastik ürünler, tekstil iplik ve elyaf, temel kimyasallar ve kâğıt ürünleri; sermaye malı fiyatlarındaki yükselişte ise motorlu kara taşıtları ile parça ve aksesuarları, metal yapı ürünleri ve diğer makineler etkili olmuştur. Diğer yandan dayanıklı tüketim malları grubu fiyatları mobilya ve ev aletlerine bağlı olarak; dayanıksız tüketim malları fiyatları ise gıda ürünleri ile tekstil ürünleri kaynaklı artış göstermiştir. Bu gelişmelerle birlikte, üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatlarının mevsimsellikten arındırılmış ana eğilimi önemli ölçüde hızlanmıştır. Sonuç olarak, üretici fiyat gelişmeleri özellikle enerji ve ara malları kanalıyla maliyet baskılarının oldukça güçlendiğine işaret etmiştir (Grafik 3.3.4).

Grafik 3.3.3: Enerji ve İmalat Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

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

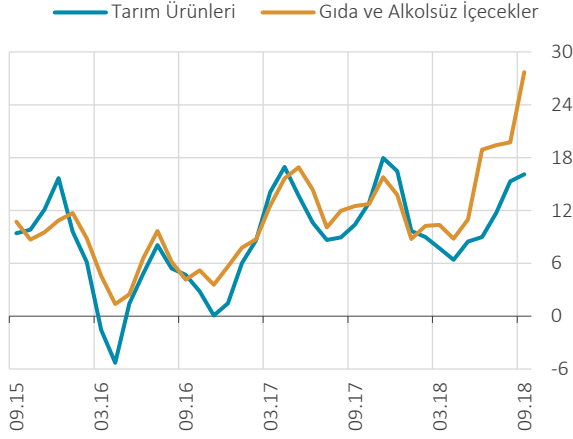
Kaynak: TCMB, TÜİK.

3.4 Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları

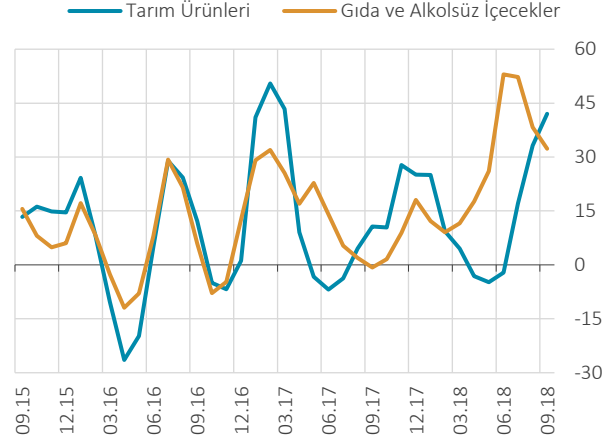
Tarım ürünleri yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte 7,12 puan yükselerek yüzde 16,09 olmuştur (Grafik 3.4.1). Bu dönemde, yıllık enflasyon buğday, mısır, arpa gibi tahıllar ile kuru fasulye ve çeltikte bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Buna ek olarak domates, salatalık gibi bazı sebzelerdeki fiyat artış eğiliminin sürdüğü gözlenmiştir. Üçüncü çeyrekte dikkat çeken bir diğer alt kalem yumurta olmuş; bu grupta yıllık enflasyon yüzde 32,54'e ulaşmıştır. Canlı hayvan fiyatları dönemlik bazda artış gösterse de bu

grupta yıllık enflasyon görece yatay seyretmiştir. Sonuç olarak, mevsimsel etkilerden arındırılmış tarım ürünleri fiyatları üçüncü çeyrekte artış kaydetmiş, bu gelişmenin yansımaları tüketici gıda enflasyonu üzerinde de hissedilmiştir (Grafik 3.4.1 ve Grafik 3.4.2).

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



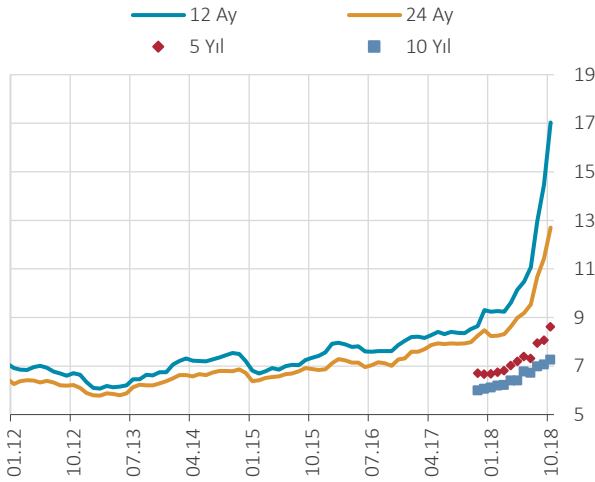
Grafik 3.4.2: Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış
3 Aylık Ortalama % Değişim)



3.5 Beklentiler

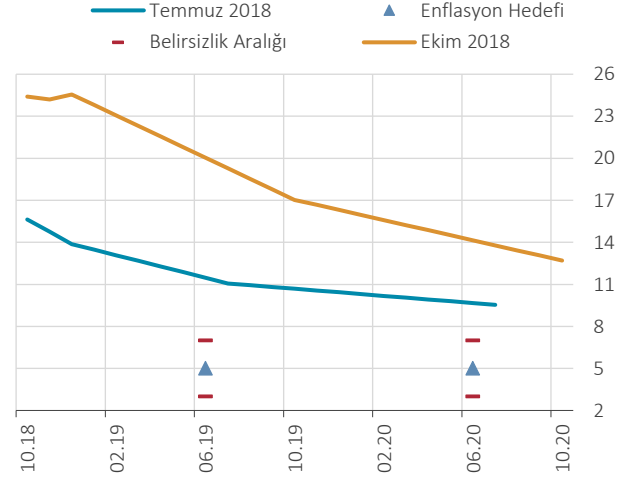
2018 yılının ikinci çeyreğinde belirgin bir artış gösteren enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirasında gözlenen değer kaybı ve bozulan enflasyon görünümüne bağlı olarak kayda değer bir yükseliş kaydetmiştir. Ekim ayı itibarıyla TCMB Beklenti Anketi katılımcılarının 2018 yıl sonu enflasyon beklentisi yüzde 24,22 seviyesindedir. 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentiler ise sırasıyla yüzde 17,03 ve 12,70 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.5.1). 5 ve 10 yıllık uzun vadeli enflasyon beklentileri de yükselişini sürdürerek enflasyon hedefinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 3.5.1).

Grafik 3.5.1: TÜFE Enflasyon Beklentileri* (%)



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

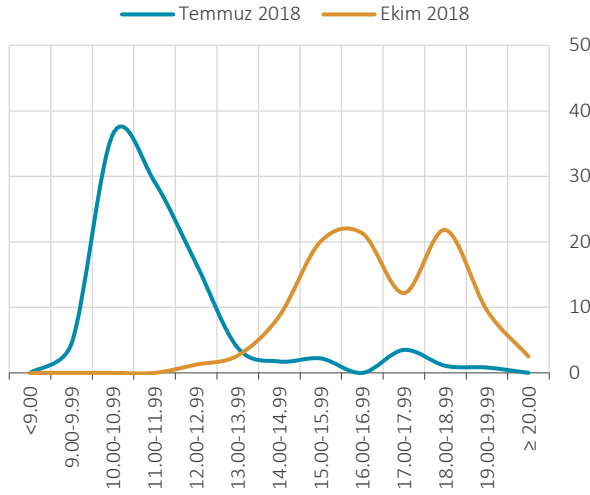
Grafik 3.5.2: Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi* (%)



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

Enflasyon beklentilerinin kısa vadede daha belirgin olmak üzere, her vadede bir önceki döneme kıyasla yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 3.5.2). Buna ek olarak, enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları da Temmuz ayına kıyasla oldukça bozulmuştur (Grafik 3.5.3 ve Grafik 3.5.4). Bu dönemde olasılık dağılımlarının birden fazla noktada tepe yapması, enflasyonun seyrine yönelik belirsizliğin de arttığına işaret etmektedir. Bu gelişmeler, ücret ayarlamaları ve genel fiyatlandırma davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

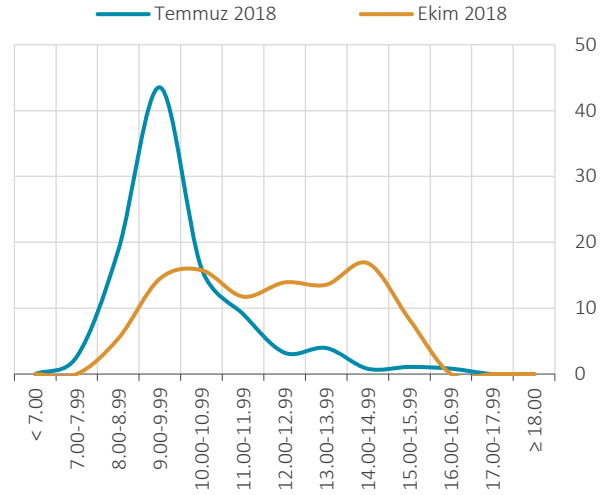
Grafik 3.5.3: Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



Kaynak: TCMB.

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

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



Kaynak: TCMB.

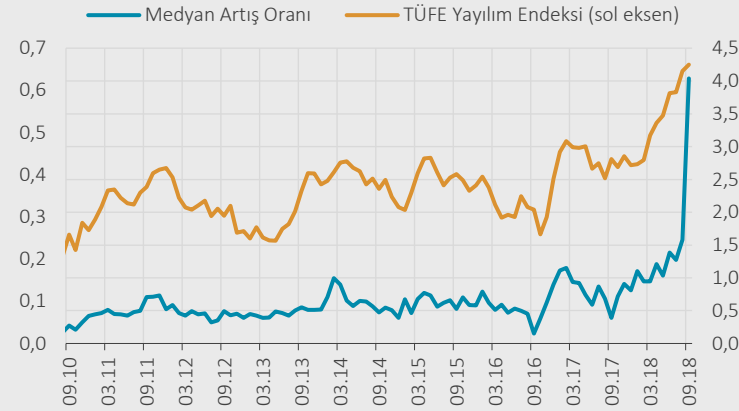
* Yatay eksen enflasyon beklenti aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için TCMB Genel Ağ sayfasından İstatistikler/Eğilim Anketleri/Beklenti Anketi/Metaveri.

Kutu 3.1

Yakın Dönem Enflasyon Gelişmelerine Dair Model Perspektifinden Bir İnceleme

2018 yılı üçüncü çeyreği, enflasyon görünümündeki bozulmanın belirginleştiği ve fiyat artırma eğiliminin alt kalemler genelinde güçlü seyrettiği bir dönem olmuştur. Nitekim yayılım endeksleri ve medyan fiyat artış oranları Eylül ayı itibarıyla tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır (Grafik 1). Enflasyonun ve orta vadeli beklentilerin uzun süredir yüksek seviyelerde seyretmesi ile fiyatlamalarda geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin artması enflasyon dinamikleri açısından içinde bulunduğumuz dönemi geçmişten ayırtmaktadır. Fiyat yapıcılarının tarihsel davranış kalıplarının son dönemde önemli ölçüde değiştiği gözlenmektedir; bu durum enflasyonun tahmin edilmesini de güçleştirmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda basit bir indirgenmiş Phillips eğrisi denklemi üzerinden enflasyon dinamiğindeki değişim incelenmektedir.

Grafik 1: TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Fiyat Artış Oranı*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

(*) Medyan artış oranı, 5-basamaklı alt fiyat endekslerinin mevsimsellikten arındırılmış aylık değişim oranlarının medyan değerini göstermektedir.

Yayılım endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır. Grafikte mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama şeklinde sunulmuştur.

Phillips Eğrisinin İstikrarı

Enflasyon tahminlerinde sıkça kullanılan bir yaklaşım indirgenmiş formda bir Phillips eğrisinin (PE) tahmin edilmesidir. Aşağıda sunulan modelde, özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden D (işlenmemiş gıda ve alkol tütün hariç TÜFE) göstergesi şu değişkenlerle açıklanmaya çalışılmaktadır:¹

$$\pi_t^D = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_{t-1}^D + \alpha_2 y_t + \sum_{i=0}^2 \alpha_{i+3} \Delta e_{t-i}^{BASKET/TL} + \alpha_6 \Delta p_t^m + \alpha_7 \Delta w_{t-1} + \tau_t + u_t \quad (1)$$

Burada π_t^D dönem sonları itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış D göstergesi çeyreklik enflasyonunu, y_t çıktı açığını, $\Delta e_t^{BASKET/TL}$ sepet döviz kurunun çeyreklik ortalama yüzde değişimini, Δp_t^m ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının çeyreklik ortalama yüzde değişimini, Δw_t reel birim ücretin çeyreklik yüzde değişimini ve son olarak τ_t vergi ayarlamalarının çeyreklik enflasyona katkısını göstermektedir².

¹ Burada kullanılan model ve tahmin yaklaşımı Kara, Ögünç ve Sarıkaya (2017) çalışmasına dayanmaktadır. Ayrıca, benzer bir yaklaşım

D enflasyonu için Model 1'in sabit parametre tahmin sonuçları Grafik 2'de paylaşılmaktadır. Bu model 2006:Ç2-2018:Ç1 dönemi için tahmin edilmiş ve elde edilen katsayılarla 2018 yılı ikinci ve üçüncü çeyrekteki enflasyon oranı için öngörü alınmıştır. Model öngörülerini ve gerçekleştirmeleri arasındaki farklar incelendiğinde, 2006Ç2-2018:Ç1 döneminde tahmin hatalarının sıfır etrafında dalgalanan makul seviyelerde olduğu görülmektedir. Anılan dönem için en yüksek tahmin hatası mutlak değerce 1 puanın altında gerçekleşirken, özellikle üçüncü çeyrekte tahmin hatasının keskin bir şekilde arttığı görülmektedir (Grafik 2). Bu model, 2018 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 10,6 olarak gerçekleşen çeyreklik D enflasyonunu yüzde 5,1 olarak tahmin etmektedir. Bir başka deyişle 2006:Ç2-2018:Ç1 döneminde geçerli olan fiyatlama davranışları son dönem enflasyon gelişmelerini açıklamada yetersiz kalmakta ve sabit parametre PE modelinin öngörü gücü üçüncü çeyrekte belirgin şekilde azalmaktadır.

Bu gözlem, "Lucas Eleştirisi"nden hareketle, davranışsal değişimlerin olduğu dönemlerde parametrelerin değişmesine izin verildiği bir model kullanmanın daha doğru olacağına işaret etmektedir. Bu doğrultuda aynı değişkenlerin yer aldığı PE denklemi, zaman içinde değişen parametre (TVP) yaklaşımıyla tekrar tahmin edilmiştir (Model 2). Bu yaklaşım hem tahmin hatalarının azalmasına yardımcı olmakta hem de katsayılar üzerinden enflasyon dinamiğindeki değişimi yorumlama imkânı sunmaktadır.

Zaman içinde değişen parametrelerle tahmin edilen PE denkleminin ilişkin öne çıkan sonuçlar şöyle özetlenebilir:

(i) Geçmiş enflasyona endeksleme: Enflasyonun bir önceki değerinin cari dönem enflasyonu üzerindeki etkisini gösteren α_1 katsayısında çarpıcı bir yükseliş görülmektedir (Grafik 3). Bu hareket, fiyatlamalarda geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığına ve enflasyondaki ataletin güçlendiğine işaret etmektedir.

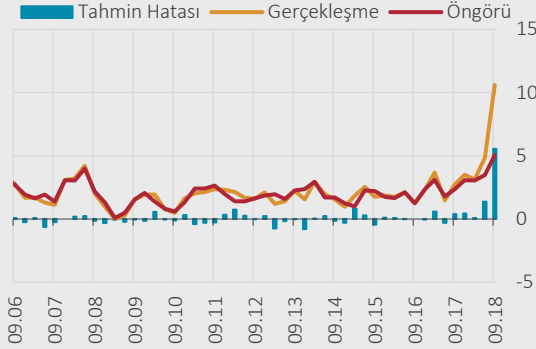
(ii) Döviz kuru geçişkenliği: Denklemden döviz kuru sepetinin hem eşanlı hem de gecikmeli değerleri yer almakta; bu katsayıların büyüklükleri döviz kurundan tüketici enflasyonuna olan geçişkenliğin hem miktarı hem de tamamlanma süresi hakkında bilgi vermektedir. Buna göre kısa dönem (uzun dönem) geçişkenliğin 2018:Ç1'e kadar uzunca bir süre yüzde 12 (yüzde 17) civarında seyrettiği görülmektedir (Grafik 4 ve 5)³. Bunun yanında, aynı çeyrek içinde gerçekleşen geçişkenliğin (α_3) gecikmeli etkilere ($\alpha_4 + \alpha_5$) kıyasla daha güçlü olduğu da izlenmektedir. Cari dönem etkisi ve gecikmeli etki katsayılarının göreceli büyüklüğü kısa dönem geçişkenliğin yaklaşık üçte ikisinin aynı çeyrek içinde tamamlandığını göstermektedir. Son dönemde ise döviz kuru geçişkenliğinin büyüklük ve tamamlanma süresi bakımından önemli ölçüde değiştiği gözlenmektedir. 2018:Ç3 itibarıyla aynı çeyrekte gerçekleşen etkide (α_3) belirgin olmak üzere toplam döviz kuru geçişkenliğinde yükseliş gözlenmektedir. Gecikmeli etkilerdeki değişimi ölçmeye yönelik olarak örneklem henüz yeterli olmamakla birlikte, eşanlı geçişkenlik katsayısındaki keskin yükseliş, döviz kuru kaynaklı etkilerin geçmişe kıyasla daha hızlı bir biçimde fiyatlara yansıtıldığına işaret etmektedir. Ayrıca, bir yandan kısa dönemli döviz kuru geçişkenliği güçlenirken, diğer yandan enflasyonun geçmiş değerlerinden daha fazla etkilenir hale gelmesi (enflasyon ataletinin artması), döviz kuru şoklarının uzun dönemli etkilerini de belirgin şekilde yükseltmektedir (Grafik 5). Ancak, bu durum uzun dönem döviz kuru geçişkenliğinin önümüzdeki dönemde de üçüncü çeyrekteki seviyelerde olacağı şeklinde yorumlanmamalıdır. Dönemsel olarak üçüncü çeyrekte yükselen geçişkenliğin son çeyrekte tekrar normalleşme eğilimine gireceği not edilmelidir.

altında, temel mal ve hizmet sektörü fiyatlama dinamiklerindeki farklılaşmaya yönelik olarak Koca ve Yılmaz (2018) çalışması incelenebilir.

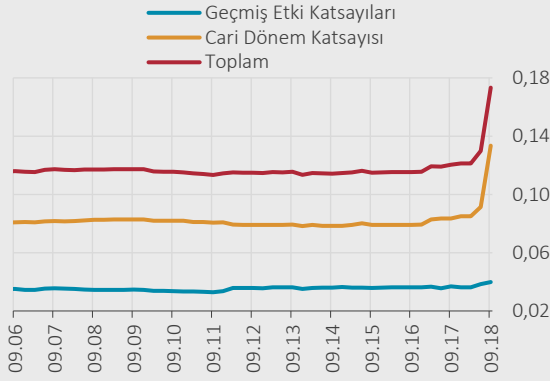
² Çıktı açığının iki çeyreklik hareketli ortalaması, reel birim ücretin dört çeyreklik hareketli ortalaması kullanılmıştır.

³ Uzun dönem kur geçişkenliği, döviz kuru katsayılarının toplamının ($\alpha_3 + \alpha_4 + \alpha_5$), geçmiş enflasyonun katsayısının birden çıkarılmış haline ($1 - \alpha_1$) bölünmesiyle elde edilmiştir.

Grafik 2: Sabit Parametre Phillips Eğrisi Tahminleri

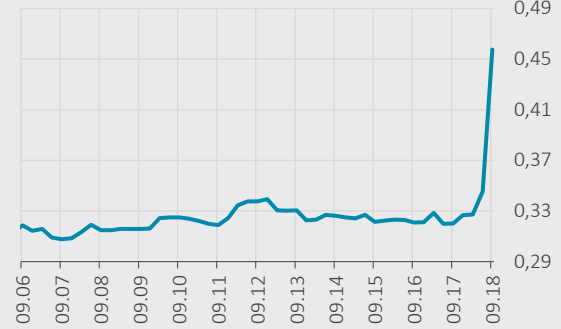


Grafik 4: TVP Phillips Eğrisinde Döviz Kuru Geçişkenliği Katsayıları

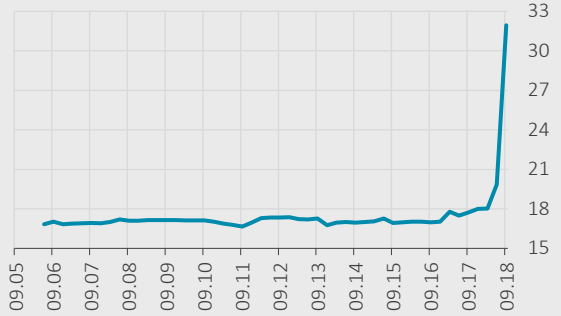


Kaynak: Yazarların Hesaplamaları.

Grafik 3: TVP Phillips Eğrisi Denkleminde Enflasyonun Gecikmeli Değerinin Katsayısı



Grafik 5: TVP Phillips Eğrisinde Uzun Dönem Döviz Kuru Geçişkenliği Katsayısının Seyri



Kaynak: Yazarların Hesaplamaları.

Özetle, son dönem enflasyon gelişmelerini açıklamada tarihsel davranış kalıplarının yetersiz kaldığı ve fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu görülmektedir. Phillips eğrisi katsayılarındaki değişim, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yaygınlaştığına ve döviz kurundan fiyatlara geçişin daha yüksek oranlarda ve daha hızlı gerçekleştiğine işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte “önden yüklemeli” bir fiyatlama davranışıyla döviz kurundan fiyatlara eş anlı yansımanın yüksek bir oranda gerçekleşmesi, önümüzdeki dönemde gecikmeli kur etkilerini tarihsel ortalamalara kıyasla sınırlayabilecektir. Ayrıca, dönemsel olarak oldukça yükselen döviz kuru geçişkenliğinin dördüncü çeyrekte yavaşlama eğilimi sergileyeceği değerlendirilmektedir. Buna ek olarak, döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin talep koşullarının zayıf olduğu (çıktı açığının belirgin ölçüde negatif olduğu) dönemlerde düştüğü, döviz kuru beklentilerindeki bozulmanın güçlendiği dönemlerde ise yükseldiği bilinmektedir (Kara ve diğerleri, 2017). Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde geçişkenliğin boyutu bahsedilen iki unsurun görece baskınlığına göre şekillenecektir.

Kaynakça

- Kara,H., Ögünç, F., Özmen, M. U. ve Ç. Sarıkaya (2017), “Kurdan Enflasyona Geçiş: Sihirli Bir Rakam Var Mı?, TCMB Blog, Ocak 2017.
- Kara,H., Ögünç, F. ve Ç. Sarıkaya (2017), “Inflation Dynamics in Turkey: A Historical Accounting”, TCMB Ekonomi Notları Sayı 17/03, Mayıs 2017.
- Koca, Y. K. ve T. Yılmaz (2018), “A Closer Look at Core Inflation Dynamics with a Historical Perspective”, TCMB Ekonomi Notları Sayı 18/07, Ekim 2018.

Kutu 3.2

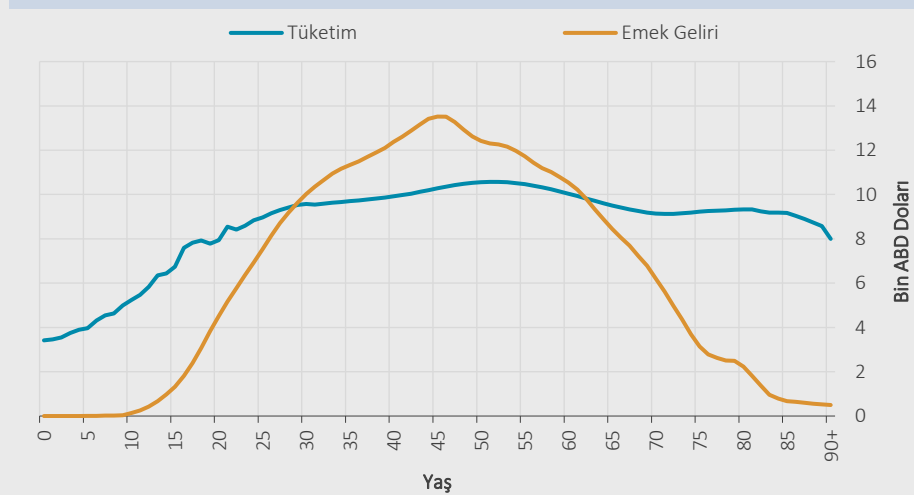
Enflasyonun Yapısal Unsurlarına Bir Bakış: Demografi

Enflasyonun iş çevrimlerine olan duyarlılığına ilişkin çalışmalar kısa/orta vadeli dinamikler hakkında bilgi verirken, demografi, dışa açıklık, verimlilik gibi yapısal unsurlarla olan ilişkisi uzun dönemli eğilimleri anlayabilmek açısından önemlidir. Bu kutuda, yapısal unsurlardan demografik gelişmelerin enflasyonla ilişkisi kurulmaya çalışılacak; ayrıca 2000’li yıllarda Türkiye’nin yaşadığı dezenflasyon sürecinde demografik gelişmelerin rolü ele alınacaktır. Son olarak, demografik gelişmelerin öngörülebilir yapısı nedeniyle önümüzdeki dönemde enflasyonu nasıl etkileyebileceğine dair projeksiyonlara yer verilecektir.¹

Ulusal Transfer Hesapları (NTA) Projesi

Yaşam boyu gelir hipotezi bireylerin tüketim düzleştirmesi yapmayı tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. Bu durumda, çalışma çağındaki bireyler cari emek gelirlerinin tüketimlerini aştığı dönemlerde, emek gelirlerinin düşeceği dönemleri düşünerek tasarruf etmektedir. Emek gelirleri olmadığından, çocuk bağımlıların tüketimleri özel ve kamusal transferlerle karşılanmaktadır. Yaşlı bağımlılar ise tüketimlerini çalışma çağında gerçekleştirdikleri birikimleri kullanarak ya da ekonomideki sosyal güvenlik sisteminin yapısına bağlı olarak, aynı dönemde birlikte yaşadıkları çalışma çağındaki bireylerce yapılan tasarrufları çekerek sağlamaktadırlar. Çalışmaya başlama yaşı, emeklilik yaşı, ortalama yaşam beklentisindeki farklılıklar ile ülkedeki ücret ve emeklilik ödemelerine bağlı olarak, yaşa göre tüketim ve emek geliri profilleri ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir. Ulusal Transfer Hesapları (NTA) projesi² hane halkı gelir anketi ve milli gelir hesaplarına dayanarak ülkeler için yaşlar itibarıyla tüketim ve emek geliri verilerini tahmin etmektedir (Grafik 1).³ Türkiye için yapılan tahminler, bireylerin emek gelirlerinin tüketimlerini 29-62 yaşları arasında aştığını işaret etmektedir.

Grafik 1: NTA Projesi Tahminlerine Göre Türkiye’de Yaşlar İtibarıyla Emek Geliri ve Tüketim Miktarı



Kaynak: <http://www.ntaccounts.org/web/nta/show/Indicators>

¹ Bu kutu, devam eden Kalafatçılar, M.K., Özmen, M.U. (2019) çalışmasının ilk bulgularını içermektedir.

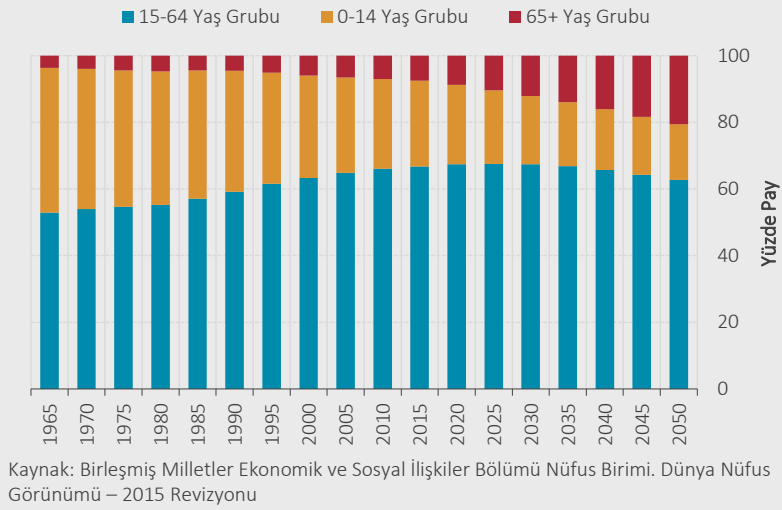
² NTA projesi, küresel ölçekte, nüfus artış hızı ve nüfusun yaş yapısı gibi demografik değişkenlerin makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkilerini incelemekte, nesil içi ve nesiller arası tasarruf aktarımlarını aydınlatmaya çalışmaktadır. NTA projesi hakkında daha detaylı bilgi sahibi olmak için, National Transfer Accounts Manual: Measuring and Analysing the Generational Economy (2013) yayını incelenebilir.

³ Grafik 1’de sunulan veriler 30-49 yaş arası emek gelirleriyle normalize edilmiştir. Ülke verileri satın alma gücü paritesi ile ABD dolarına çevrilmiştir. Veriye erişim tarihi: 24/09/2018. NTA projesinde Türkiye tahminleri İstanbul Bilgi Üniversitesi İktisat Bölümü’nden Prof. Dr. Aylin Seçkin tarafından, 2006 yılı verileriyle gerçekleştirilmiştir.

Türkiye’de Demografik Yapı

Türkiye demografik geçişine devam ederken, kadın başına düşen doğum sayısının nüfusun kendini yenileme seviyesinin altına düşmesi ve ortalama yaşam beklentisi kazanımlarının devamı da nüfusun yaş yapısında değişikliklere neden olmaktadır. Örneğin, Türkiye’de 1965 yılında çalışma çağındaki nüfusun (15-64 yaş grubu) toplam nüfus içindeki payı yüzde 52,9 ile verilerin sunulduğu 1950 sonrası dönemin en düşük değerindeyken, 2010 yılında yüzde 66,1 seviyesine ulaşmıştır. Birleşmiş Milletler tarafından yapılan projeksiyonlar, söz konusu payın sınırlı bir şekilde artmaya devam edeceğine ve 2025 yılında yüzde 67,5 ile zirve değerine ulaşacağına işaret etmektedir. Bu artış, çok büyük ölçüde, çocuk bağımlıların çalışma çağına geçmeleri kaynaklıdır (Grafik 2).⁴

Grafik 2: Türkiye’de Nüfusun Yaş Yapısı



Demografik Dönüşümün Enflasyona Etkisi: Model Tahminleri

Tüketim-tasarruf davranışı farklı olan yaş gruplarının nüfus içinde ağırlığı değiştikçe, bireysel davranışlar değişmese dahi, toplam tüketim, reel faiz, yatırım, enflasyon gibi makroekonomik değişkenler bu geçişten etkilenmeye devam edecektir. Bu çerçevede, enflasyonun yaş grupları tarafından ne ölçüde etkilendiği, 14 gelişmekte olan ülke⁵ için tahmin edilen sabit etkiler panel veri modeliyle incelenmiştir. Gelişmiş ülkeler için benzer bir çalışma Juselius ve Takats (2015) tarafından gerçekleştirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin yaşamış olduğu yüksek enflasyon deneyimleri nedeniyle, tahmin dönemi 1996 – 2015 olarak belirlenmiştir. Öncelikle beşer yaştan oluşan 17 adet yaş grubunun nüfus içindeki payları hesaplanmıştır. Söz konusu demografik değişkenler analize dahil edilirken, Juselius ve Takats (2015) çalışmasını takiben, Fair ve Dominguez (1991) çalışmasının önerdiği polinom dönüşümü⁶ kullanılmıştır. Bu dönüşüm, tam çoklu bağıntı sorununa düşmeden tüm yaş gruplarının kullanılmasına izin verdiği gibi birbirini takip eden yaş gruplarının etkilerinin farklılaşmasını da sınırlamaktadır. Dolayısıyla bağımlı değişken olarak tüketici enflasyonunu açıklamaya çalışan tahmin modellerinde demografiyi temsil eden 4 adet yaş grubu değişkeni yer almaktadır. Tahmin edilen ilk modelde sadece demografik değişkenlere yer verilirken, diğer modellerde enflasyonun temel belirleyicilerine ilişkin iktisadi değişkenler modele eklenmiştir. Baz modelde açıklayıcı değişkenler olarak çıktı açığı ve reel faiz kullanılırken, sonraki modelde reel kur eklenmiş; son modelde ise dışa açıklık, işgücü maliyet göstergesi ve ithalat birim değer endekslerinden oluşan kontrol değişkenleri yer

⁴ 1965 yılında yaklaşık bir bağımlıya (çocuk veya yaşlı) karşılık bir çalışan olduğunu gösterirken, 2025 yılına ilişkin projeksiyonlar bir bağımlıya karşılık yaklaşık iki çalışan olacağını öngörmektedir.

⁵ Bu ülkeler: Brezilya, Şili, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Meksika, Peru, Filipinler, Slovenya, Slovakya, G. Afrika, G. Kore, Tayland ve Türkiye’dir.

⁶ Bu çalışmada 17 yaş grubu dördüncü dereceden bir polinoma dönüştürülmektedir. Detaylar için bk. Juselius ve Takats (2015).

almıştır.⁷ Her ne kadar örneklem dönemi seçimi gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı yüksek enflasyon dönemini dışlasa da, 1990'lı yıllardaki yüksek enflasyon ortamından düşük enflasyona geçen üç ülke (Türkiye, Meksika ve Macaristan) için dezenflasyon kukla değişkenleri kullanılmıştır.⁸

Tablo 1: Model Tahminleri

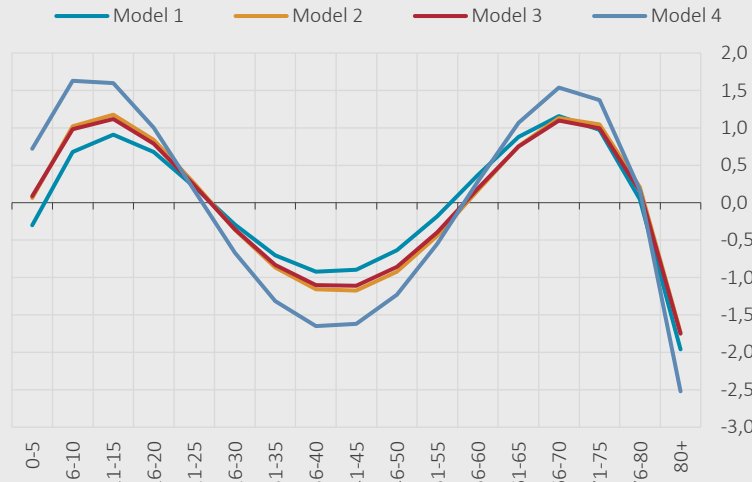
Bağımlı Değişken Yıllık TÜFE	Yaş Grubu 1	Yaş Grubu 2	Yaş Grubu 3	Yaş Grubu 4	Çıktı Açığı	Reel Faiz	Reel Kur	Dışa Açıklık	İşgücü Maliyeti	İth. BDE
Model 1	2,71**	-7,24***	6,65***	-1,95***						
Model 2	2,81**	-7,74***	7,12***	-2,08***	0,34**	-0,60***				
Model 3	2,66**	-7,36***	6,81***	-1,99***	0,44**	-0,57***	-0,07**			
Model 4	3,14**	-9,41***	8,98***	-2,68***	0,33**	-0,55***	-0,15***	-3,2**	0,42**	0,01***

Model 1996-2015 yılları için tahmin edilmiştir.

** Yüzde 5, *** Yüzde 1 anlamlılık düzeyine karşılık gelmektedir.

Modellerden elde edilen katsayı tahminleri Tablo 1’de sunulmuştur. Tüm modellerde demografik değişkenlere ait katsayıların istatistiksel ve iktisadi olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Grafik 3: Yaş Gruplarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri



Tahmin sonuçları kullanılarak ve nüfus polinomundan geri dönülerek hesaplanan yaş gruplarının enflasyon üzerindeki etkileri Grafik 3’te yer almaktadır. Buna göre, çocuk bağımlıların ve erken çalışma çağındakilerin enflasyonist oldukları saptanmaktadır. 26-30 yaş grubu ile birlikte deflasyonist etkiler gözlenmeye başlanırken bu eğilim 56-60 yaş grubuna kadar devam etmektedir. Çalışma çağıının ortalarında yer alan ve esas tasarruf edici grup olarak bilinen yaş gruplarının ise en belirgin deflasyonist etkide bulunan grup oldukları gözlenmektedir. Yaşlı bağımlılar enflasyonist olarak saptanan diğer grup olurken, 80-yaş ve üstü grubun deflasyonist

⁷ Demografik değişkenler için Birleşmiş Milletler Dünya Nüfus Görünümü (2015 revizyonu); reel kur için BIS; işgücü maliyet göstergesi hariç diğer değişkenler için ise Dünya Bankası’nın yayınladığı Dünya Kalkınma Göstergeleri’ne ilişkin veri tabanları kullanılmıştır. İşgücü maliyetine yönelik olarak Penn World tablolarından elde edilen milli gelir içinde emeğin payı serisi, istihdam artışlarıyla düzeltilerek ücret dinamiklerini yansıtacak bir seri elde edilmiştir. Dışa açıklık göstergesi ise milli gelir içinde dış ticaret hacminin enerji hariç emtia fiyatla endeksine bölünmesiyle elde edilmiştir. Birçok gelişmekte olan ülke aynı zamanda emtia ihracatçısı olduğundan, bu düzeltme yapılmadan kullanılacak bir dışa açıklık serisinin emtia fiyat hareketlerinin neden olduğu ani gelir artışlarını yansıtacağı düşünülmüştür. Gelişmekte olan ülkelere ait enflasyon beklentisi serileri yeterince geriye gitmediğinden reel faiz serileri aynı yıla ait faiz serilerinin ilgili yıl enflasyonu ile düzeltilmesiyle elde edilmiştir.

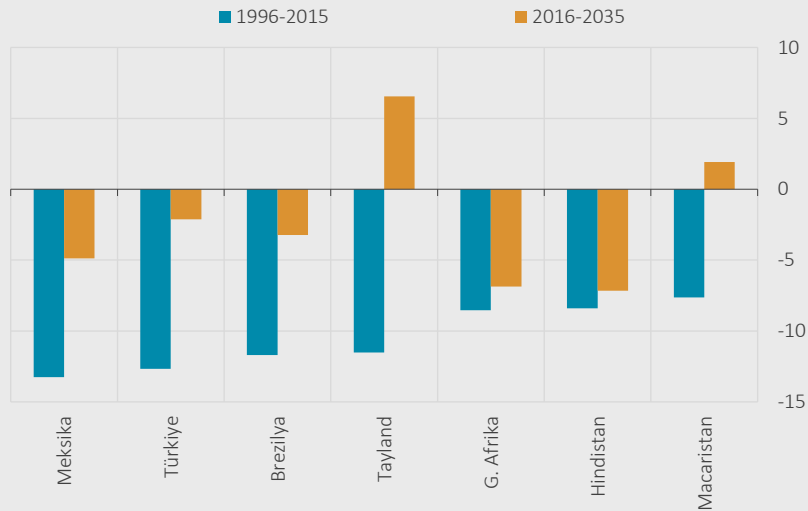
⁸ Dezenflasyon kuklaları Macaristan ve Meksika için 2000 öncesinde, Türkiye için 2004 öncesinde “1” değerini almaktadır.

oluşu ilgi çekicidir. Bu durum, o yaş grubundaki gözlem sayısına bağlı olarak tahminlerdeki güvenilirliğin daha düşük olmasıyla açıklanabileceği gibi, yaşa bağlı azalan tüketim eğilimi ve ülkedeki sosyal güvenlik sisteminin yapısıyla da açıklanabilir. Eğer sosyal güvenlik sistemi aynı dönemde yaşayan çalışanların tasarruflarının aktarılmasına aracılık ediyorsa, düşük tüketim eğilimi ile birlikte değerlendirildiğinde, bu yaş grubunun deflasyonist oluşu açıklanabilmektedir.

Bu katsayılar kullanılarak seçilen ülkeler için nüfus yapısındaki hareketlerden kaynaklanan dezenflasyonist etkiye ilişkin tarihsel muhasebe ve önümüzdeki dönem için yapılan projeksiyonlar Grafik 4'te sunulmuştur.⁹ 1996 ile 2015 yılları arasında analiz kapsamındaki tüm gelişmekte olan ülkelerin nüfus hareketleri kaynaklı dezenflasyonist gelişmeler yaşadığı saptanırken, Türkiye'nin de bu etkiden önemli ölçüde faydalandığı görülmektedir. Ancak, demografik geçişin ileri aşamalarına ulaşılmasıyla, çalışma çağındakilerin toplam nüfus içindeki payı giderek daha az artmakta, bazı ülkelerde ise gerilemeye başlamaktadır. Bu bağlamda, önümüzdeki yıllarda demografiden kaynaklanan dezenflasyonist etkinin azalacağı, bazı ülkelerde demografik gelişmelerin tekrar enflasyonist hale gelebileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

Elde edilen bulgular, Türkiye'de 1996 ve 2015 yılları arasında yaşanan dezenflasyon sürecinde, demografik unsurların da önemli etki yaptığını ortaya koymaktadır. Önümüzdeki dönemde toplam nüfus içerisindeki yaş gruplarına ilişkin dağılım değişmeye devam edecektir. Projeksiyonlara göre, deflasyonist olarak nitelendirilebilecek çalışma çağındaki nüfusun toplam içindeki payı 2025 yılında zirve yaptıktan sonra oldukça yavaş bir şekilde gerilemeye başlayacaktır. Enflasyonist etkisi bulunan iki yaş grubundan çocuk bağımlıların payı düşüş eğilimine devam ederken, yaşlı bağımlıların payı, 2020 yılı sonrası dönemde daha belirgin olmak üzere, artış eğilimini koruyacaktır (Grafik 2). Tüm yaş gruplarının toplam etkisi dikkate alındığında, incelenen ikinci yirmi yıllık dönemde demografik etkilerin önemli ölçüde azalan bir deflasyonist yapı arz etmeye devam edeceği öngörülmektedir. Demografik gelişmelerin enflasyonu sınırlayıcı yönde etkide bulunmaya devam edeceği öngörülmekle birlikte nüfusun yaş yapısındaki değişimlerin enflasyonun yapısal belirleyicilerinden yalnızca bir tanesi olduğu not edilmelidir.

Grafik 4: Tarihsel Bir Muhasebe ve Projeksiyonlar



⁹ Projeksiyonlar yapılırken dört modelden elde katsayıların basit ortalaması kullanılmıştır.

Kaynakça

Fair, R., Dominguez, K. (1991). Effects of the Changing US Age Distribution on Macroeconomic Equations. American Economic Review, 81(5).

Juselius, M., Takats, E. (2015). Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy? BIS Working Paper No: 485.

Kalafatcılar, M. K., Özmen, M. U. (2019). Enflasyonun Yapısal Unsurlarına Bir Bakış: Demografi. TCMB, devam eden çalışma.

United Nations, (2013). National Transfer Accounts Manual: Measuring and Analysing the Generational Economy. http://www.ntaccounts.org/doc/repository/NTA_manual_2013.pdf

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

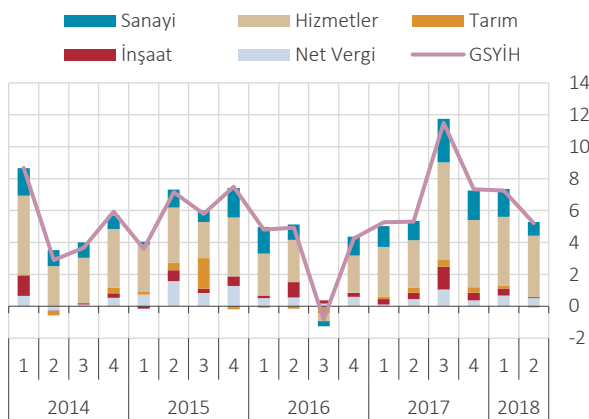
İktisadi faaliyet, yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamakla birlikte Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla bir miktar daha kuvvetli gerçekleşmiştir. İkinci çeyrekte dönemlik büyümenin temel belirleyicisi turizmdeki toparlanmanın güç kazanması ve iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak mal ithalatında gerçekleşen düşüşün katkısıyla net ihracat olmuştur. Yurt içi talep, kamu kesiminin doğrudan ve dolaylı desteğine rağmen, hem tüketim hem yatırım harcamaları kaynaklı olarak dönemlik bazda düşmüştür. İnşaat yatırımları görece olumlu seyrini sürdürürken, makine teçhizat yatırımlarında süregelen zayıflama derinleşmiştir. Özetle, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin, hız ve kompozisyon bakımından, dengelenme sürecine girdiği gözlenmiştir.

Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde, döviz kurlarındaki yüksek oynaklık ve belirsizlik algılamalarındaki bozulmayla birlikte finansal koşullarda gözlenen sıkılaşma yurt içi talep görünümünü belirgin ölçüde zayıflatmıştır. Diğer taraftan, başta turizm olmak üzere mal ve hizmet ihracatındaki güçlü büyüme ve ithalat talebindeki sert düşüş, net ihracatın büyümeye katkısını artırarak iktisadi faaliyetteki yavaşlamayı kısmen sınırlamıştır. Yılın son çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talep ve iktisadi faaliyetteki zayıflamanın derinleştiği yönünde sinyal vermektedir. Finansal oynaklıkların ve belirsizlik algılamalarının halen yüksek seviyelerde oluşu, uluslararası ticarete artan korumacılık eğilimleri ve jeopolitik sorunlar iktisadi faaliyetteki düşüşün boyutu ve süresi açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

4.1 Üretim Gelişmeleri

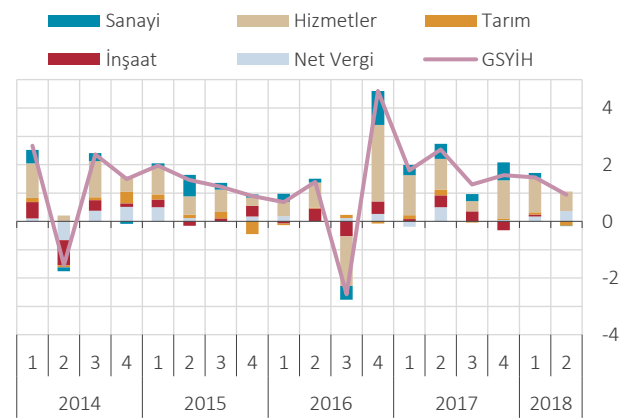
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), 2018 yılı ikinci çeyreğinde yıllık yüzde 5,2, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 0,9 oranında artmıştır. Finansal piyasalarda artan oynaklık ve yükselen belirsizlik algılaması büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur. İkinci çeyrekte iktisadi faaliyetteki yavaşlama genele yayılmış, gerek yıllık gerekse dönemlik bazda tüm ana sektörlerin büyümeye yaptıkları katkı azalmıştır. Hizmetler sektörü, turizmdeki güçlü toparlanmanın desteğiyle, büyümeye en yüksek katkıyı yapan sektör olmaya devam etmiştir (Grafik 4.1.1 ve Grafik 4.1.2).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

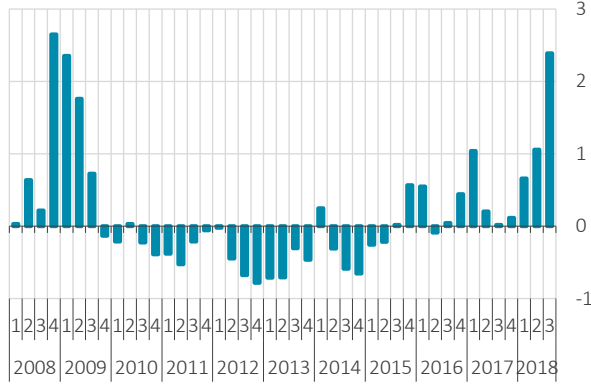
Grafik 4.1.2: GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

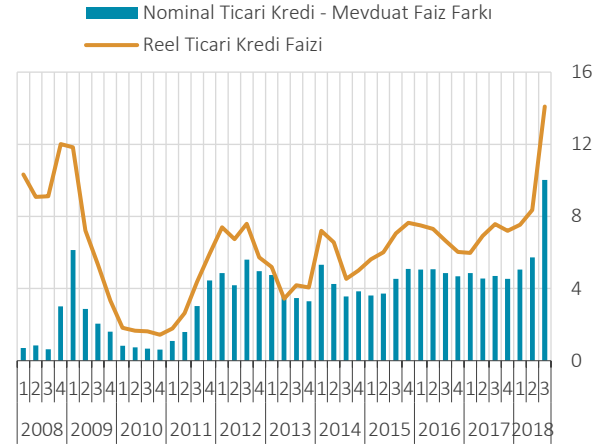
Yılın ikinci çeyreğinde büyümeyi yavaşlatan finansal oynaklık ve belirsizlik ortamı, üçüncü çeyrekte daha da belirginleşmiştir. Finansal piyasalardaki oynaklığa bağlı olarak ekonomik belirsizlik endeksi artış eğilimini korumuş ve küresel finansal kriz döneminde ulaşılmış olan seviyelere yükselmiştir (Grafik 4.1.3). Söz konusu görünüm bankalarca talep edilen kredi faizlerine de yansımış ve finansal koşullar belirgin ölçüde sıkılaşmıştır (Grafik 4.1.4). Bu gelişmeler neticesinde, iktisadi faaliyete ilişkin göstergeler üçüncü çeyrekte oldukça zayıflamıştır.

Grafik 4.1.3: Ekonomik Belirsizlik Endeksi (Seviye)



Kaynak: TCMB.

Grafik 4.1.4: Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı ve Reel Ticari Kredi Faizi* (Yıllık, Basit, %)

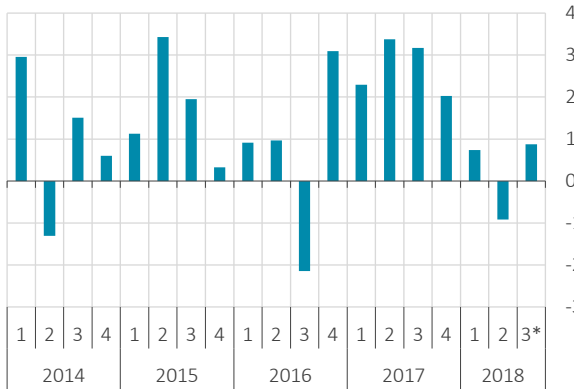


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 12 ay sonrasına ait TÜFE enflasyon beklentileri ile reelleştirilmiştir.

Sanayi sektörüne ilişkin göstergeler, zayıflayan görünümün üçüncü çeyrekte devam ettiğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki döneme göre artış kaydetse de, Eylül ayına ilişkin anket göstergeleri, Ağustos ayındaki düşüşün ardından faaliyetteki yavaşlamanın derinleştiğine ve çeyrek geneline ilişkin görünümün bozulduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.1.5, Grafik 4.1.6). Bu dönemde, ihracatçı sektörlerde nispeten olumlu seyir korunurken, inşaat bağlantısı güçlü faaliyet kolları başta olmak üzere iç piyasaya yönelik sektörler olumsuz bir şekilde ayrılmıştır. PMI verileri Temmuz ayındaki sınırlı artışın ardından, Eylül ayında daha belirgin olmak üzere, kayda değer bir düşüş sergilemiştir. İç talep gelişmelerini takip edebilmek amacıyla PMI anketindeki yeni siparişler ve yeni ihracat siparişleri sorularına verilen yanıtların oranlanmasıyla elde edilen gösterge, üretimdeki zayıflığın yurt içi kaynaklı olduğunu teyit etmiştir (Grafik 4.1.6).

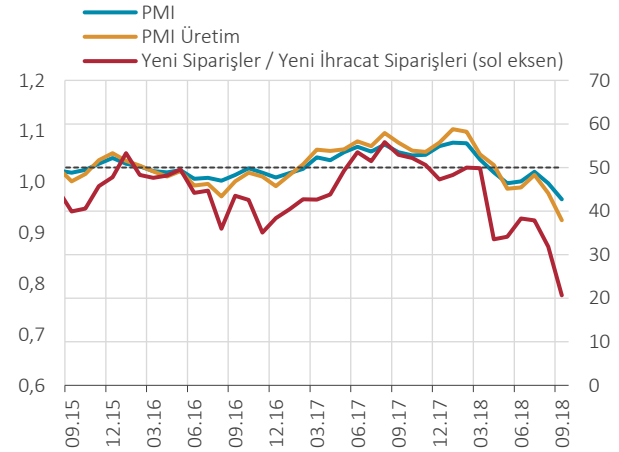
Grafik 4.1.5: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

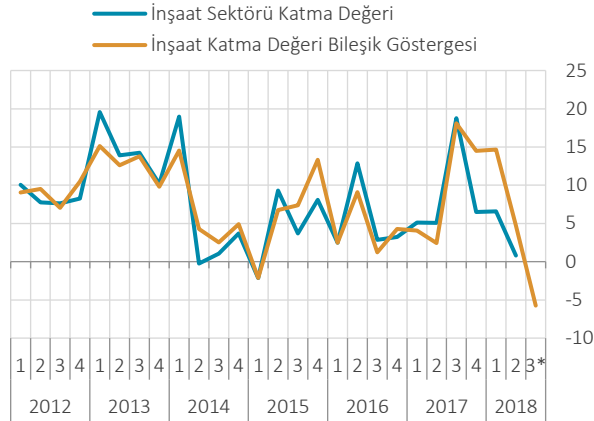
* Temmuz ve Ağustos ayları ortalamasıdır.

Grafik 4.1.6: PMI ve PMI Üretim (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

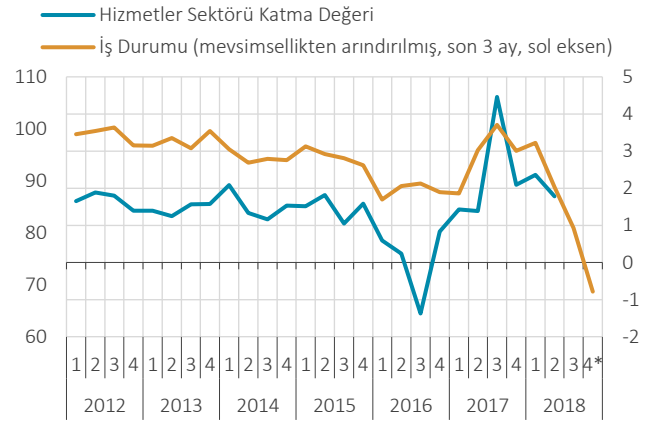
İnşaat sektörü katma değeri yılın ikinci çeyreğinde gerilemiş, sektörün yıllık büyümeye verdiği destek azalmıştır. Üçüncü çeyrekteki istihdam gelişmeleri ve bileşik göstergenin seyri dikkate alındığında, sektör faaliyetindeki zayıflamanın devam ettiği değerlendirilmektedir (Grafik 4.1.7, Grafik 4.3.4). Hizmet sektörü güven endeksi, sektör katma değerindeki olumsuz görünümün üçüncü çeyrekte belirginleştiğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.8). Sanayi ve inşaat bağlantılı hizmet kalemlerinde görece daha zayıf bir seyir olduğu, buna karşılık turizmle bağlantılı alt sektörlerde olumlu görünümün sürdüğü görülmektedir.

Grafik 4.1.7: İnşaat Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ağustos ayı itibarıyla.

** Bileşik gösterge, fabrikasyon metal ve mineral maddeler sektörleri yurt içi reel cirolarının yıllık yüzde değişimlerinden elde edilmiştir. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

Grafik 4.1.8: Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve İş Durumu ** (Yıllık % Değişim)

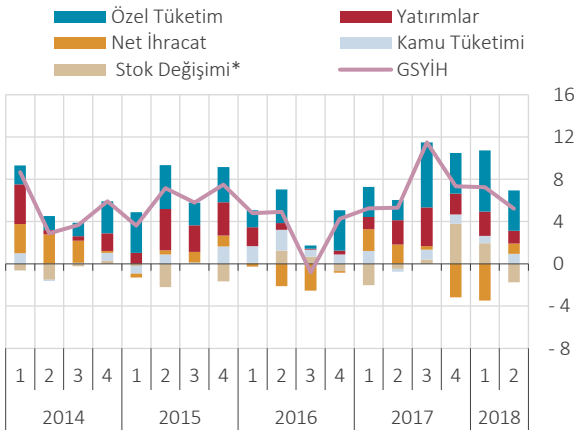
Kaynak: TÜİK.

* Ekim ayı itibarıyla.

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

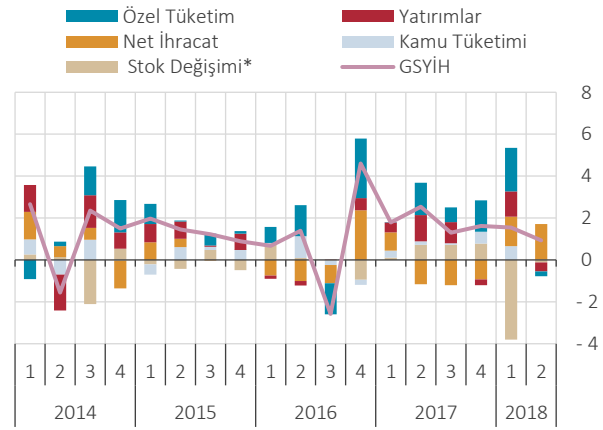
4.2 Talep Gelişmeleri

İktisadi faaliyetin yavaşladığına işaret eden ikinci çeyrek verileri harcama tarafından incelendiğinde, net ihracatın büyümeye katkısının arttığı, nihai yurt içi talebin katkısının ise gerilediği görülmüştür. Bu gelişmeler iktisadi faaliyetin kompozisyon bakımından dengelenme sürecine gireceğine dair geçmiş öngörülerle uyum arz etmiştir. Mal ve hizmet ihracatı ikinci çeyrekte artış kaydederken, iç talepteki yavaşlama ve reel kurdaki değer kaybına bağlı olarak ithalat gerilemiş ve net ihracat dönemlik büyümenin temel belirleyicisi olmuştur (Kutu 4.3). Yaşanan finansal oynaklık ve zayıflayan istihdam piyasası sonucu, kamunun doğrudan ve dolaylı kanallarla destekleyici duruşuna rağmen, özel tüketim harcamalarında dönemlik sınırlı bir gerileme gerçekleşmiş, özel tüketimin yıllık büyümeye olan katkısı azalmıştır. Reel kurdaki değer kaybı, finansman maliyetlerindeki artış ve belirsizlik algılamalarındaki bozulma makine teçhizat yatırımlarında gözlenen zayıflamanın derinleşmesini beraberinde getirmiştir. İnşaat yatırımlarında gerçekleşen dönemlik artışa rağmen toplam yatırım harcamaları bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Önceki dönemlerde yüksek seyreden kamu tüketimi ikinci çeyrekte yatay seyretmiş ve büyümeye belirgin bir dönemlik katkı yapmamıştır (Grafik 4.2.1 ve Grafik 4.2.2).

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

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

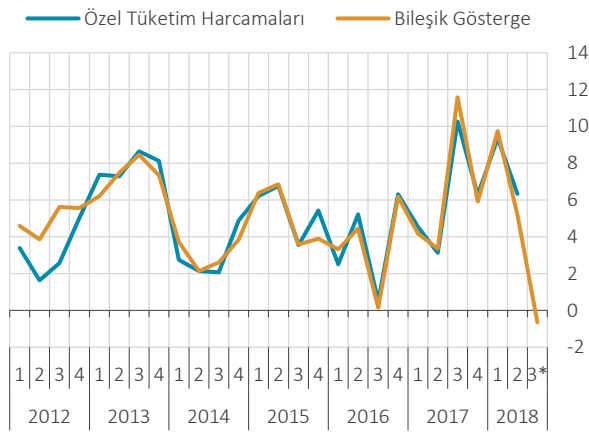
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler, ikinci çeyrekte gözlenen yavaşlamanın sürdüğünü ve talep kompozisyonundaki dengelenmenin belirginleştiğini göstermektedir. Yaşanan finansal sorunların çeyrek boyunca devam etmesi ve yükselen finansman maliyetleri, nihai yurt içi talebin daha da zayıflama ihtimalini güçlendirmiştir. Diğer yandan, olumlu seyreden mal ihracatının ve güçlü bir performans sergileyen turizm sektörünün, net ihracatın katkısını yukarıya çekeceği tahmin edilmektedir. Daralması beklenen iç talebe bağlı olarak gerileyen ithalatın da net ihracatın artan katkısını destekleyeceği öngörülmektedir.

Özel tüketim bileşik göstergesi, üçüncü çeyrekte özel tüketim yıllık artış oranının gerileyeceğine işaret etmekte, bu görünüm dönemlik bazda daralma sinyali vermektedir (Grafik 4.2.3). Fiyat artışlarının neden olduğu reel harcanabilir gelirdeki düşüş, istihdam artışlarının zayıflaması, tüketici güvenindeki gerileme ve kredi faiz oranlarındaki yükselişlerin tüketim talebini baskıladığı düşünülmektedir (Grafik 4.1.4). Dayanıklı tüketim malı satışlarında üçüncü çeyrekte gözlenen sert düşüşler, söz konusu faktörlerin önemli ölçüde belirleyici olduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.2.4).

Grafik 4.2.3: Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge (Yıllık % Değişim)**

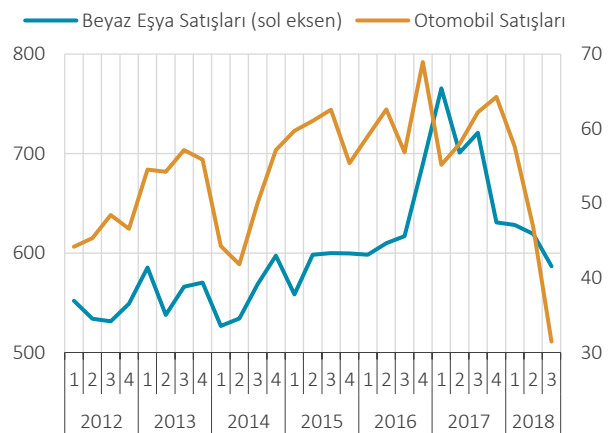


Kaynak: ODD, TCMB, TÜİK, TÜRKİBESD.

* Ağustos ayı itibarıyla.

** Bileşik gösterge dayanıksız mallarda sanayi yurt içi reel ciro, dayanıklı tüketim malı ithalat miktar endeksi, otomobil satışları ve perakende satış hacim endeksi yıllık değişimlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar regresyon analizinden elde edilmiştir.

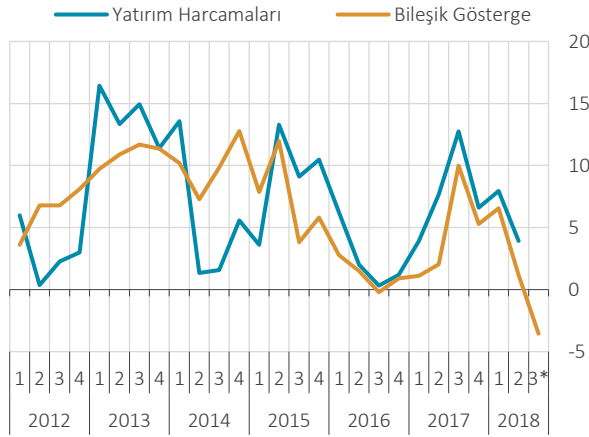
Grafik 4.2.4: Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Ortalama, Bin Adet)



Kaynak: ODD, TCMB, TÜRKİBESD.

Yatırım harcamalarına ilişkin öncü göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde tüketim harcamalarından daha belirgin bir daralmaya işaret etmektedir (Grafik 4.2.5). Artan finansal oynaklığın neden olduğu belirsizlik algılamaları, sıkılaştırılan finansal koşullar ve zayıflayan iç talep görünümü yatırım harcamalarını sınırlandıran başlıca unsurlar olmuştur (Grafik 4.1.3, Grafik 4.1.4). Yatırım harcamalarındaki düşüşte, inşaatla kıyasla makine-teçhizat yatırımlarında daha belirgin olması beklenmektedir (Kutu 4.2). Diğer taraftan, İktisadi Yönelim Anketi (İYA) verileri ihracatçı sektörlerde yatırım eğiliminin diğer sektörlerle göre daha yüksek seyrettiğini yansıtmaktadır (Grafik 4.2.6).

Grafik 4.2.5: Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge**
(Yıllık % Değişim)

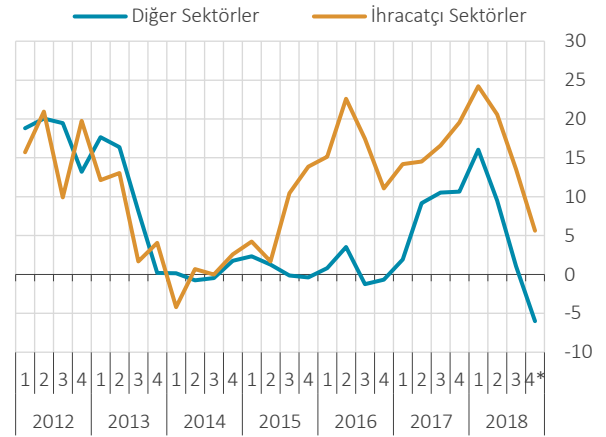


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ağustos ayı itibarıyla.

** Bileşik gösterge, sermaye malı üretimi, diğer metalik olmayan mineral maddeler üretimi ve ithalatı, ticari araç satışları, konut satışları yıllık yüzde değişimi; inşaat sektöründe alınan siparişler, ticari kredi faiz oranı, YP cinsi ticari kredilerin yıllık yüzde değişimi ve kapasite kullanım oranı (imalat, hizmet, ticaret, inşaat) serilerinin ortalamasını göstermektedir.

Grafik 4.2.6: İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak – Azalacak, %)

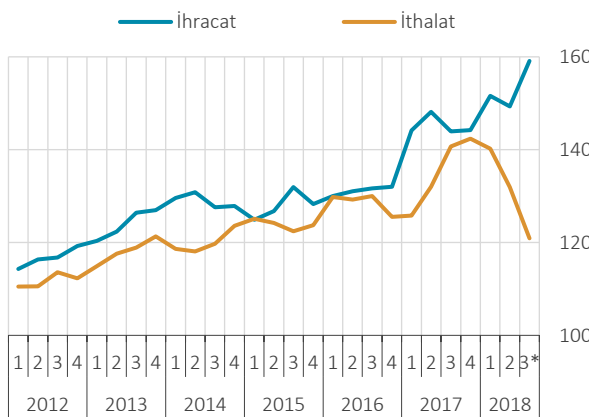


Kaynak: TCMB.

* Ekim ayı itibarıyla.

Net ihracatın dönemlik büyümeye desteğinin üçüncü çeyrekte belirginleşeceği öngörülmektedir. Başta Avrupa Birliği kaynaklı olmak üzere güçlü dış talep ve reel kurdaki değer kayıpları mal ihracatını desteklemeye devam etmektedir. Diğer taraftan, Türk lirasındaki değer kaybı ile yurt içi talepteki daralma ithalat talebini geriletmektedir (Grafik 4.2.7). Turizm ve bağlantılı hizmet faaliyetlerinin (taşımacılık) ivmelenmesi, net ihracatın büyümeye katkısını artırmış ve yurt içi talepteki zayıflamanın olumsuz etkilerini kısmen sınırlamıştır (Grafik 4.2.8).

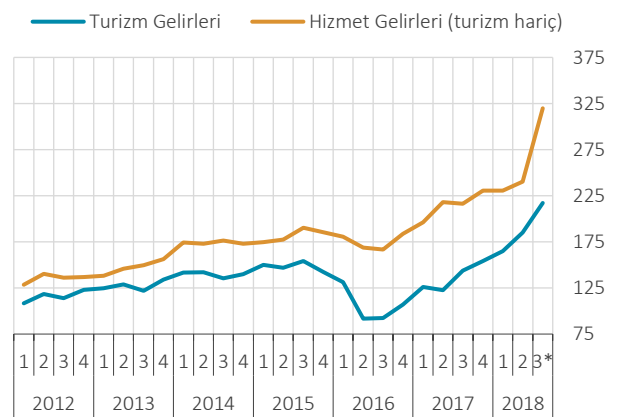
Grafik 4.2.7: İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri
(Altın Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-Ağustos dönemi gerçekleşme, Eylül ayı tahmindir.

Grafik 4.2.8: Turizm ve Hizmet Gelirleri
(Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

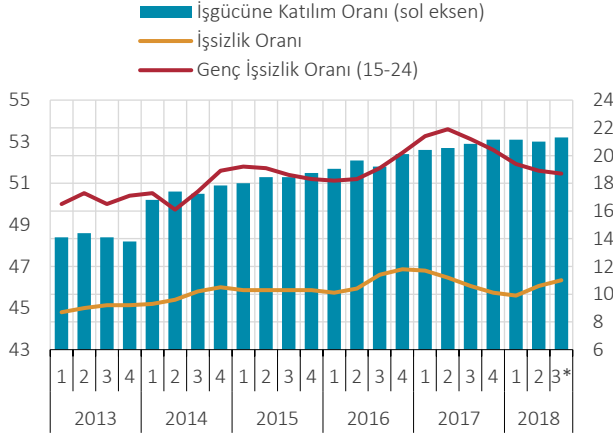
* Temmuz ve Ağustos dönemi gerçekleşme, Eylül ayı tahmindir.

4.3 İşgücü Piyasası

2017 yılı boyunca gerileyen işsizlik oranı 2018 yılı ikinci çeyreğinden itibaren tekrar artış eğilimine girmiştir. İkinci çeyrekte, mevsimsellikten arındırıldığında toplam ve tarım dışı işsizlik oranları bir önceki çeyreğe göre sırasıyla 0,7 ve 0,8 puan artarak yüzde 10,6 ve 12,6 oranlarında gerçekleşmiştir (Grafik 4.3.1). Bu gelişmede, bir önceki döneme kıyasla istihdamdaki azalış etkili olmuştur (Grafik 4.3.2). Haziran, Temmuz

ve Ağustos aylarını kapsayan Temmuz döneminde ise mevsimsellikten arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları ikinci çeyreğe göre yüzde 0,4 puan artarak sırasıyla yüzde 11,0 ve 13,0 oranlarında gerçekleşmiştir.

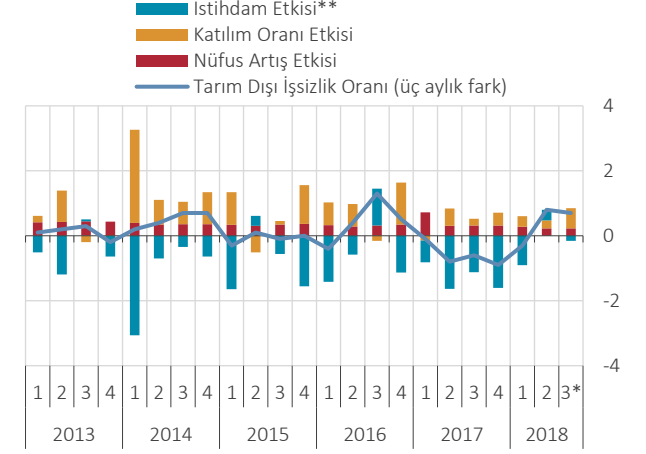
Grafik 4.3.1: İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz dönemi itibarıyla.

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



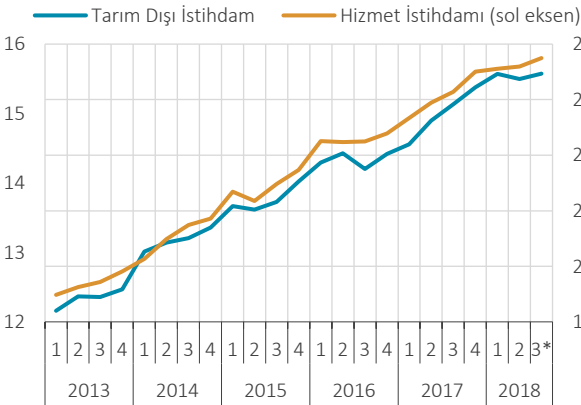
Kaynak: TÜİK.

* Temmuz dönemi itibarıyla.

** İstihdam artışı tarım dışı işsizlik oranını azaltıcı yönde etkilemektedir.

Tarım dışı sektörde, 2018 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 750 bin civarında yeni istihdam oluşturulmuştur. Tarım dışı istihdam artışına bu dönemde en yüksek katkılar sırasıyla hizmet ve sanayi sektörlerinden gelmiştir (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). Sanayi istihdamında yılın ilk yarısında görülen artışların, sektörün güçlü seyreden faaliyeti ile uyumlu olduğu görülmektedir. İnşaat sektörü istihdamı ise ikinci çeyrekte yüksek oranda gerilemiştir (Grafik 4.3.4). Temmuz döneminde Haziran dönemine kıyasla hizmet sektörü istihdamı yüzde 0,5 oranında artarken, sanayi ve inşaat istihdamı gerilemiştir.

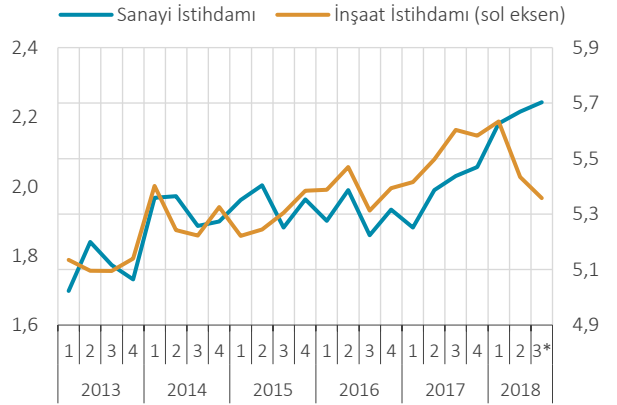
Grafik 4.3.3: Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.4: Sanayi ve İnşaat İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)

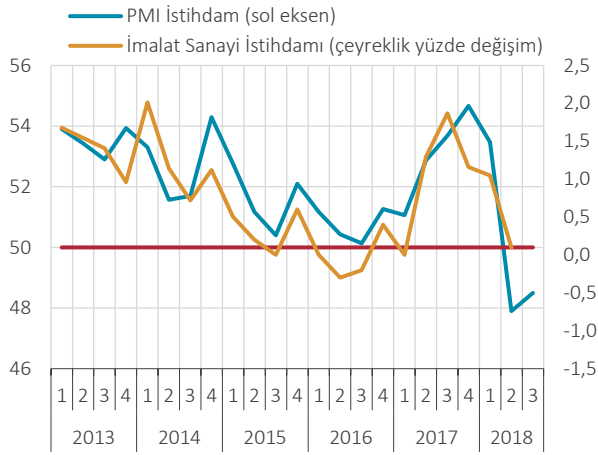


Kaynak: TÜİK.

* Temmuz dönemi itibarıyla.

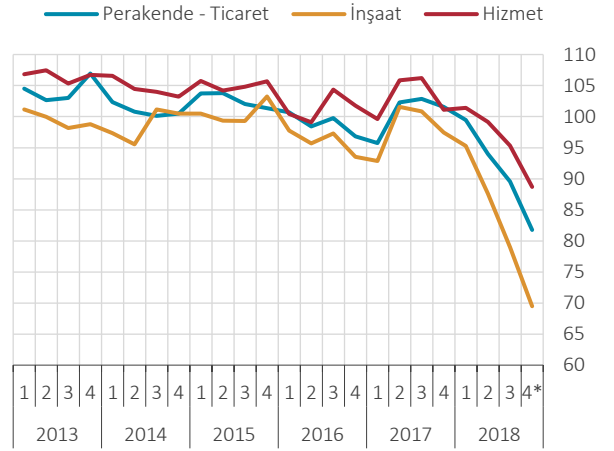
İstihdam beklentilerine sektörel bazda bakıldığında, istihdamın yavaşlayacağına dair beklentilerin sektörler geneline yayıldığı dikkat çekmektedir. PMI'dan alınan istihdam beklentilerinde üçüncü çeyrekte dönemlik bazda artış görülmekle beraber beklentilerin seviyesi 50 eşik değerinin altındadır. Bu durum, sanayi sektörü istihdamında Temmuz döneminde görülen azalışın önümüzdeki dönemde devam edebileceğine işaret etmektedir (Grafik 4.3.5). Gelecek üç ay istihdam beklentileri sektörel bazda incelendiğinde perakende ticaret, inşaat ve hizmet sektörlerinde istihdam beklentilerindeki zayıflamanın derinleşerek sürdüğünü görülmektedir (Grafik 4.3.6).

Grafik 4.3.5: İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 4.3.6: Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)

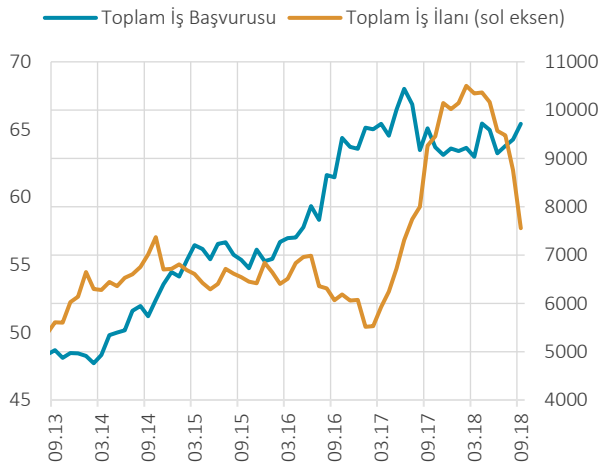


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim ayı itibarıyla.

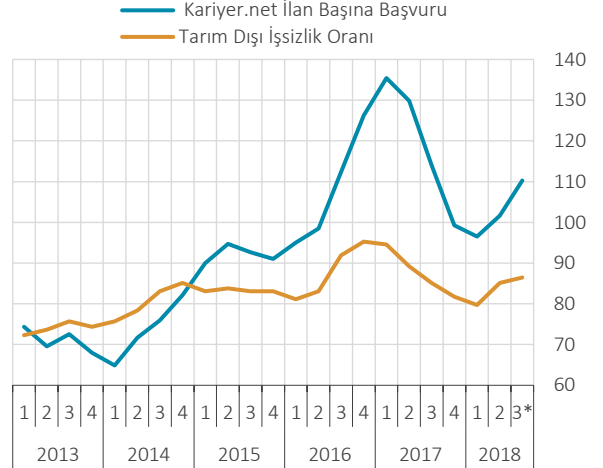
Kariyer.net'ten alınan veriler, üçüncü çeyrekte toplam iş ilanlarının yüksek oranda azaldığını, iş başvurularının ise arttığını göstermektedir (Grafik 4.3.7). İşgücü talebi azalırken işgücü arzındaki artış işsizlik oranının artacağı yönünde sinyal vermektedir. Tarım dışı işsizlik oranı ile benzer hareket eden ilan başına başvuru sayısı üçüncü çeyrekte bir önceki döneme kıyasla belirgin bir artış kaydetmiştir (Grafik 4.3.8). Öncü göstergeler, önümüzdeki dönemde istihdamdaki zayıf seyrin sektörler geneline yayılacağı ve işsizlik oranlarında görülen artışın devam edeceğine işaret etmektedir.

Grafik 4.3.7: Kariyer.Net Toplam İş İlanı ve İş Başvurusu Sayısı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Bin Kişi)



Kaynak: Kariyer.net, TCMB.

Grafik 4.3.8: Kariyer.net İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: Kariyer.net, TCMB.

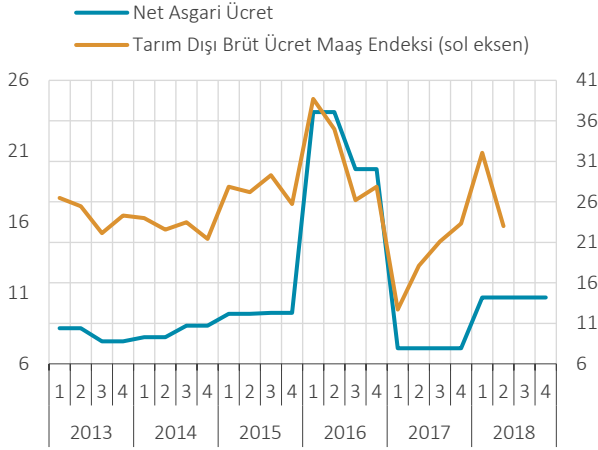
* Temmuz dönemi itibarıyla.

4.4 Ücretler ve Verimlilik

2018 yılında asgari ücretin yüzde 14,2 oranında artırılması asgari ücret dışındaki ücretleri de yukarı yönlü etkilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde yapılan ayarlamalarla birlikte ücretler bu dönemde yüzde 20,9 oranında yüksek bir artış kaydetmiş; ikinci çeyrekte ise ücret artış oranı yavaşlamıştır (Grafik 4.4.1). Tarım-dışı nominal brüt ücret ve maaş endeksindeki yıllık artış oranı ilk çeyreğe kıyasla yavaşlayarak yüzde 15,7 olurken, aynı dönemde ortalama tüketici enflasyonu yıllık artış oranı ise hızlanarak yüzde 12,8 olmuştur.

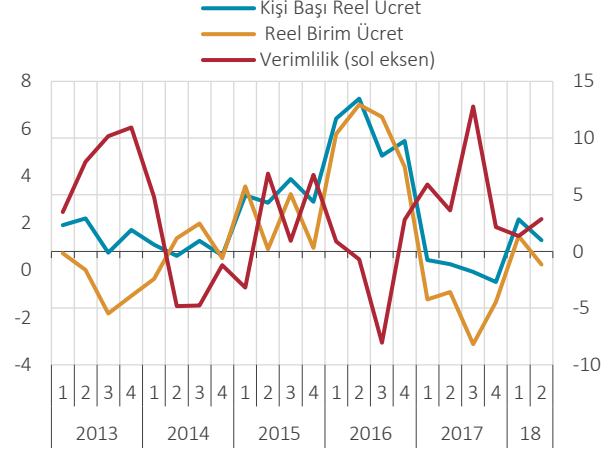
Bunun sonucunda ikinci çeyrekte reel ücretlerin artış hızı yavaşlamıştır. Söz konusu dönemde, tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (katma değer/istihdam) yüzde 2,2 oranında artarken kişi başı reel ücret artışı yüzde 1,0 ile daha sınırlı oranda kalmıştır. Buna bağlı olarak, reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) gerilemiştir (Grafik 4.4.2).

Grafik 4.4.1: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret
(Nominal, 2015=100, Yıllık % Değişim)



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

Grafik 4.4.2: Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret** (Tarım Dışı, 2015=100, Yıllık % Değişim)



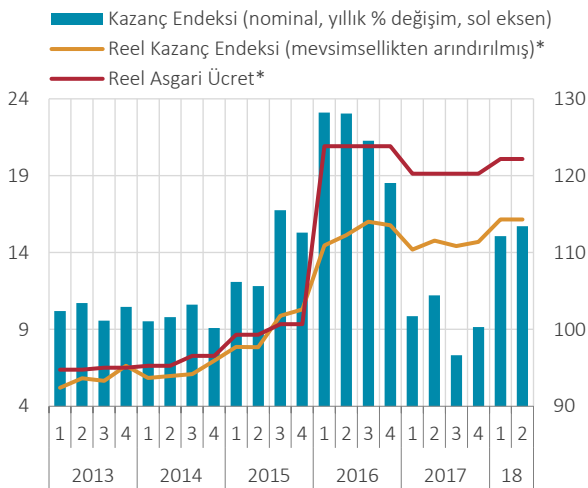
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

** Kişi başı reel ücret x istihdam/katma değer.

2018 yılının ilk çeyreğinde dönemlik bazda artan reel kazanç endeksi, ikinci çeyrekte önemli bir değişim sergilememiştir (Grafik 4.4.3). İkinci çeyrekte ilk çeyreğe kıyasla sanayi ve inşaat sektörlerinde reel kazanç bir miktar gerilerken hizmet sektöründe sınırlı oranda artmıştır. Benzer şekilde, aynı dönemde reel asgari ücret de yatay seyretmiştir. İkinci çeyrekte mevsimsellikten arındırılmış saatlik reel işgücü maliyet endeksinde ilk çeyreğe kıyasla sınırlı bir düşüş görülmüştür. İşgücü maliyetleri reel olarak azalırken kısmi emek verimliliğindeki artışlar, inşaat sektöründe daha belirgin olmak üzere, reel birim işgücü maliyetinin daha yüksek oranda gerilemesine neden olmuştur (Grafik 4.4.4).

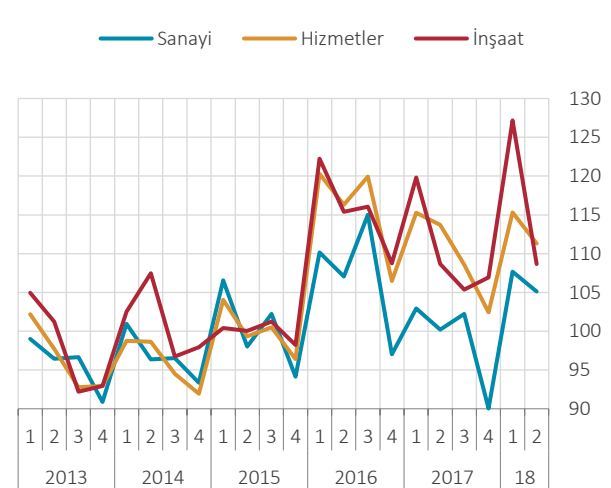
Grafik 4.4.3: Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik Kazanç Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Grafik 4.4.4: Sektörel Reel* Birim İşgücü Maliyeti** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

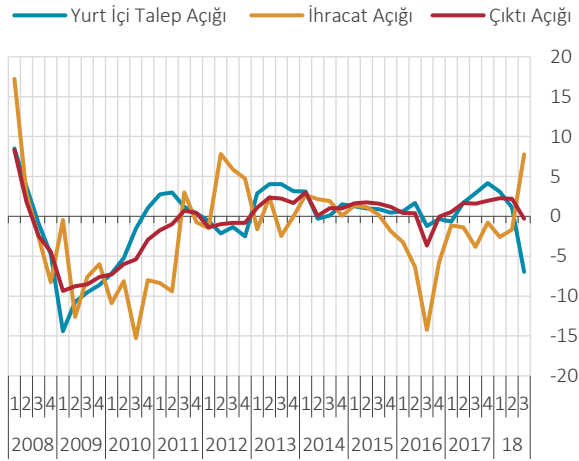
** Reel işgücü maliyeti/verimlilik (katma değer/HİA istihdam).

Asgari ücret gelişmelerinin yanı sıra iktisadi faaliyetin seyri, işsizlik oranı ve enflasyon gelişmeleri de ücretleri belirleyen başlıca faktörlerdir. Zayıflayan toplam talep görünümü altında üçüncü çeyrekte itibaren iktisadi faaliyet ve işsizliğin ücret enflasyonuna artış yönlü desteği zayıflayacak olsa da enflasyondaki yüksek düzeylerin endeksleme kanalıyla ücretlere yansımaları sürecektir (Kutu 4.1). Bu görünüm altında 2018 yılı genelinde nominal ücret artışlarının geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde seyredeceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde, reel birim işgücü maliyet baskılarının sınırlanabilmesi için verimlilik artışlarının devamlılığı önem arz etmektedir.

4.5 Çıktı Açığı

Ekonominin çevrimsel durumu ve enflasyon üzerindeki talep yönlü baskıların değerlendirilmesine yönelik olarak TCMB bünyesinde çeşitli yöntemlerle türetilen çıktı açığı göstergeleri takip edilmektedir.¹ İktisadi faaliyete ilişkin göstergeler ikinci çeyrekte ekonomide gözlenen yavaşlamanın üçüncü çeyrekte belirginleştiğine işaret etmektedir. Türk lirasındaki değer kaybı, finansal piyasalarda oynaklığın artması, kredi faizlerindeki yükseliş ve belirsizlik algısının yükselmesi, bu dönemde yurt içi talebi sınırlayan başlıca unsurlar olmuştur. Öte yandan, turizm ve taşımacılık sektörlerinde canlı seyreden hizmet ihracatı ile dış talep ve reel kur gelişmelerinin desteğiyle gücünü koruyan mal ihracatı, iktisadi faaliyetteki yavaşlamayı kısmen sınırlamıştır. Bu görünüm altında çıktı açığının bileşenleri incelendiğinde, üçüncü çeyrekte özellikle hizmet ihracatındaki ivmelenme sonucu ihracatın uzun dönem eğiliminin oldukça üzerinde seyrettiği tahmin edilmektedir (Grafik 4.5.1). Buna rağmen yurt içi talepteki zayıflamayla birlikte toplam talep koşullarının enflasyonist katkısının büyük ölçüde ortadan kalktığı değerlendirilmektedir. Nitekim, çıktı açığına ilişkin alternatif göstergeler sıfır komşuluğunda farklı sinyaller verebilmekle birlikte, üçüncü çeyrek için ortalamada, ekonominin potansiyel düzeyine yakın bir seviyede olduğuna dair bir uzlaşa söz konusudur (Grafik 4.5.2). Yılın son çeyreğinde ihracatın eğilim-üstü seyrini koruyacağı, buna karşılık yurt içi talepteki zayıflamanın derinleşmesiyle birlikte toplam talebin enflasyona düşüş yönlü katkısını belirgin ölçüde arttıracacağı tahmin edilmektedir.

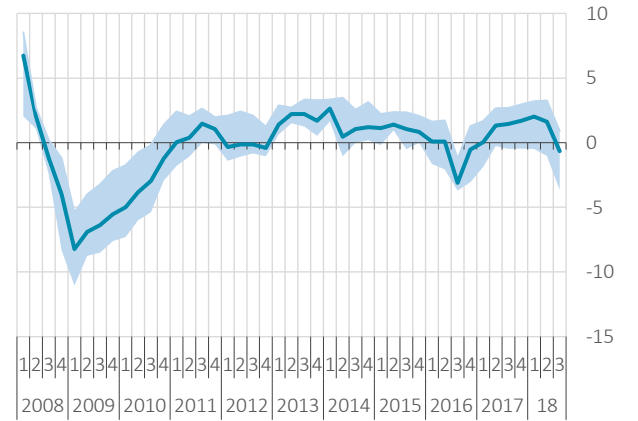
Grafik 4.5.1: Çıktı Açığı ve Talep Bileşenleri*



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

* Talep bileşenlerine göre oluşturulmuş çıktı açığı serisi (bk. Enflasyon Raporu 2018-III Kutu 4.1).

Grafik 4.5.2: Çıktı Açığı Göstergeleri (Ortalama ve Minimum-Maksimum Bandı)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

¹ Bk. Enflasyon Raporu 2017-1, Kutu 4.2, "Alternatif Göstergelerle Çıktı Açığına Bakış", sf. 55-59.

Kutu 4.1

Türkiye’de Ücret Dinamikleri

Ücretlerin gelişimi hem maliyet hem de talep kanalından enflasyonu etkilemekte, dolayısıyla ücretlerin belirlenmesinde etkili unsurların incelenmesi önem arz etmektedir. Bu kutunun ilk bölümünde ücretlerin takibinde kullanılan veriler tanıtılmıştır. Kutunun geri kalanında ise Türkiye’deki ücret dağılımının genel bir resmi çizilmiş ve ücret dinamiklerinde belirleyici olan faktörler özetlenmeye çalışılmıştır.

Ücret Göstergeleri

Ücret gelişmeleri açısından referans niteliğindeki göstergelerden biri, Çalışma ve Sosyal Hizmetler ve Aile Bakanlığı bünyesindeki (ÇSGB) Asgari Ücret Tespit Komisyonu aracılığıyla her yıl açıklanan **“Asgari Ücret”**tir (Tablo 1).

Tablo 1: Ücret Göstergeleri (Yıllık % Değişim)

	2016		2017		2018	
	Nominal	Reel ⁽³⁾	Nominal	Reel	Nominal	Reel
Brüt Asgari Ücret	33,1	23,5	7,9	-2,9	14,2	1,7
İGE Tarım Dışı Saatlik İşgücü Maliyet Endeksi	22,0	13,2	9,0	-1,9	15,3*	3,4*
İGE Tarım Dışı Saatlik Kazanç Endeksi	21,5	12,7	9,3	-1,6	15,3*	3,4*
İGE Tarım Dışı Saatlik Kazanç Dışı İşgücü Mal. End.	24,6	15,7	7,6	-3,1	15,1*	3,2*
İGE Brüt Ücret Maaş Endeksi	20,7	12,0	13,4	2,0	18,2*	6,0*
SGK Ortalama Günlük Kazanç ⁽¹⁾	22,0	13,2	10,7	-0,4	15,7**	3,1**
Birim Ücret Endeksi ⁽²⁾	21,3	10,7	5,4	-5,2	11,5*	0,4*

Kaynak: SGK, TCMB, TÜİK.

* İlk altı ay, **Temmuz ayı bir önceki yılın aynı ayına göre hesaplanmıştır.

(1) Özel istihdam ağırlıklı, her bir alt kalem için (özel ücret * özel istihdam) toplulaştırılmış ve toplam özel istihdam verisine bölünmüştür.

(2) İGE Tarım Dışı Kişi Başı Ücret * HİA Tarım Dışı İstihdam / Tarım Dışı Katma Değer.

(3) TÜFE endeksi ile reelleştirilmiştir.

Ücret maliyeti açısından izlenen en önemli veri kaynağı ise Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından üç ayda bir açıklanan işgücü girdi endeksleri (İGE) altında yer alan **“Saatlik İşgücü Maliyeti Endeksi”**dir. Söz konusu endeks, işverenin kayıtlı ücretli çalışan istihdamına ilişkin olarak katlandığı kazanç ve kazanç dışı işgücü maliyetini kapsamaktadır. Saatlik kazanç maliyet endeksinde, brüt temel ücret ve maaş ödemeleri ile ücret niteliğindeki düzenli kazançlar (her ay yapılan ikramiye, sosyal yardım vb.), fazla çalışma ödemeleri ve düzensiz kazançlar (her ay yapılmayan ikramiye, prim vb.) yer almaktadır. Saatlik kazanç dışı işgücü maliyeti ise sosyal güvenlik kurumlarına yapılan işveren payı prim kesintileri ile kıdem ve ihbar tazminatı ödemeleri gibi diğer sosyal güvenlik ödemelerini içermektedir.

Bahsedilen göstergelere ek olarak, enflasyon dinamiğindeki belirleyici rolü nedeniyle **“reel birim işgücü maliyeti”** de takip edilmektedir. Bu endeks, reel saatlik işgücü maliyet endeksinin kısmi verimlilik (katma değer/istihdam) endeksine bölünmesiyle elde edilmektedir (Tablo 1). Kayıtlı istihdamın takip edilebildiği SGK verilerinde de aylık brüt ücret serisi yer almaktadır. Söz konusu veride, 4/a kapsamındaki çalışanlar için prime esas **“ortalama günlük kazanç”**, faaliyet grupları (NACE Rev.2), cinsiyet, il, bölge, özel/kamu ve daimi/geçici ayrımında yayımlanmaktadır. Ayrıca, TÜİK İGE altında yer alan **“brüt ücret maaş endeksi”** de takip edilen veriler içerisinde yer almaktadır.

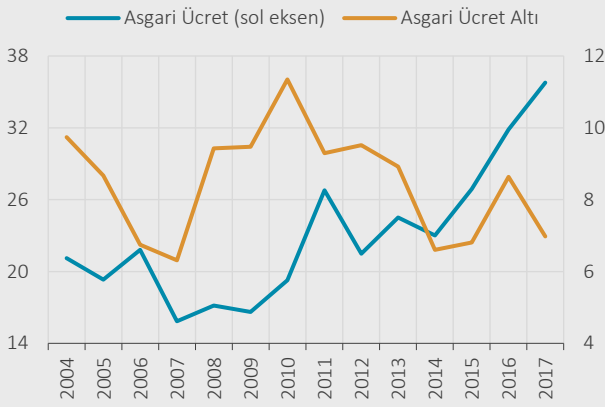
Türkiye’de Ücret Dağılımı

Kutunun bu bölümünde, 2017 yılına ait Hane Halkı İşgücü Anketi (HİA) mikro verileri kullanılarak Türkiye’de ücretli ve yevmiyeli çalışanların dağılımı incelenmiştir. Söz konusu ankette, kişilere bir önceki ay içinde esas işlerinden elde ettikleri toplam net nakdi gelir (dönemsel olarak elde edilen ikramiye, prim vb. gelirlerden aya düşen miktar dâhil) sorulmaktadır. Buna göre, 2017 yılında toplam istihdamın yüzde 67,3’ü (18,9 milyon kişi) ücretli ve yevmiyeli çalışanlardan oluşmaktadır.

16 yaşını dolduranlar için 2017 yılında geçerli olan aylık net asgari ücret (1.404 TL) çerçevesinde esas işlerinden toplam net nakdi gelir sağlayan kişi sayısı 6,7 milyon kişidir. Aylık net asgari ücretin altında gelir beyan eden kişi sayısı 1,8 milyon kişidir. Dolayısıyla 2017 yılı itibarıyla asgari ücret ve altında gelir seviyesi beyan eden 8,5 milyon kişi, ücretli ve yevmiyelilerin yüzde 42,8’ini oluşturmaktadır (Grafik 1).

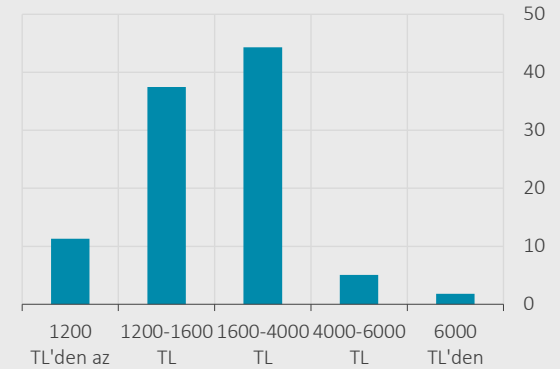
Ücret gruplarına göre incelendiğinde, 1.200 TL’den az gelir beyan edenlerin, ücretli ve yevmiyeli çalışanların yüzde 11,3’ünü oluşturduğu görülmektedir. Ücretli ve yevmiyeli çalışanların yüzde 37,5’i asgari ücret komşuluğunda (1.200-1.600 TL) yer alırken, yüzde 44,3’ü 1.600-4.000 TL arasında gelir beyan etmiştir (Grafik 2).

Grafik 1: Asgari Ücret ve Altında Çalışanların Ücretli ve Yevmiyeli Çalışanlar İçindeki Payı (2004-2017, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK 2004-2017 yılları HİA mikro verileri.

Grafik 2: Ücret Gruplarının Ücretli ve Yevmiyeli Çalışanlar İçindeki Payı (2017 Yılı, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK 2017 yılı HİA mikro verileri.

Özetle, toplam istihdamın yaklaşık üçte ikisi ücretli ve yevmiyelilerden oluşurken, ücretli ve yevmiyeli çalışanların yaklaşık yarısı asgari ücret komşuluğu ve altında çalışmaktadır. Dolayısıyla asgari ücret komşuluğunda ve altında çalışanların toplam istihdam içindeki payının üçte bir civarında olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, gerek ekonomideki genel ücret artış oranı gerekse ücret dağılımı açısından asgari ücret oldukça belirleyici bir konumdadır (Gürcihan-Yüncüler ve Yüncüler, 2016).

Ücret Artışlarında Etkili Olan Unsurlar

Nominal ücret artışlarında etkili olan temel unsurlar enflasyon (geçmiş ve beklenen) ile çıktı açığı olarak sıralanabilir. Çeşitli sektörlerle ilişkin geçmişte yapılan toplu iş sözleşmeleri (TİS) incelendiğinde ücret artışlarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının oldukça güçlü olduğu görülmektedir. Asgari ücret değişimleri normalden farklı bir yapının olduğu 2016 ve 2017 yılları dışlanarak incelendiğinde, artışın beklenen enflasyonun ortalama 3,0 puan üzerinde olduğu hesaplanmıştır. Benzer şekilde, işçi sendikalarının işverenlerle yaptığı toplu iş sözleşmeleri ve Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) sözleşme duyurusu yer alan firmaların ücret politikaları incelendiğinde, toplu iş sözleşmelerinin (TİS) ilk yılında ücretlere beklenen enflasyon oranının üzerinde bir artış yapıldığı; takip eden dönemlerdeki artış oranının ise bir önceki yılın

(veya önceki altı ayın) gerçekleşen enflasyon oranı kadar olduğu görülmektedir (Tablo 2). Ücretler, alım gücünün önemli bir belirleyicisi olan enflasyonun yanı sıra iş çevrimlerine (çıktı açığına) göre de değişebilmektedir. Isınma dönemlerinde işsizliğin düşmesiyle birlikte ücretler üzerinde artış baskısı gözlenebilmektedir. Aldan ve Gürcihan-Yüncüler (2016) asgari ücret ve komşuluğundaki ücretlerin iş çevrimlerinden etkilenmediğini, ücret dilimleri yükseldikçe ücretlerin iş çevrimlerine duyarlılığının arttığını göstermektedir.

Tablo 2: Seçilmiş Sektörlerde Toplu İş Sözleşmeleri

Sektör	Kapsadığı Dönem	Birinci Altı Aylık Zam Oranı	Diğer Altı Aylık Dönemler için Zam Oranı
Beyaz Eşya, Demir-Çelik, Otomotiv Ve Yan Sanayi	01.09.2017-31.08.2019	% 26	TÜFE
Lastik Sektörü	01.01.2017-31.12.2019	Destek hizmetleri grubu: % 14, diğer işçiler: TÜFE	TÜFE
Çimento Sektörü	01.01.2018-31.12.2019	% 13,8 (TÜFE + 4 puan)	TÜFE
Tekstil Sektörü	01.04.2016–31.03.2019	2016 yılı: % 5	% 4 + TÜFE farkı
Mobilya Sektörü	01.01.2018–31.12.2019	2018 yılı: % 16	2019 yılı: (TÜFE + asgari ücret)/2
Petrol Ürünleri Sektörü	01.01.2017-31.12.2018	% 9,0	Sırasıyla TÜFE, TÜFE ve TÜFE + 0,5
Ulaştırma Sektörü	01.01.2016-31.12.2018	% 7,0	Sırasıyla % 6, % 4, % 4, % 4, % 4
Cam Sektörü	01.01.2017-31.12.2018	% 16,3	

Kaynak: KAP'ta yer alan TİS'lerden derlenmiştir.

Yukarıdaki dinamikler ışığında, tarım dışı ekonomide genel ücret artış oranını belirleyen faktörleri inceleyebilmek amacıyla 2009 – 2018 dönemi için çeyreklik veriler kullanılarak aşağıda yer alan model tahmin edilmiştir:

$$\Delta ucret_t = \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta ucret_{t-1} + \alpha_2 * \Delta asgariucret_t + \alpha_3 * cıktıacığı_{t-1} + \alpha_4 * \Delta tufe_{t-3} + \varepsilon_t.$$

Tahmin denkleminde $ucret_t$ şeklinde ifade edilen nominal tarım dışı saatlik işgücü maliyet endeksinin yıllık yüzde değişimi, asgari ücret, çıktı açığı ve tüketici enflasyonu ile açıklanmaya çalışılmıştır. $asgariucret_t$ yıllık asgari ücret artış oranını, $cıktıacığı_{t-1}$ çıktı açığının birinci gecikmeli değerini, $tufe_{t-3}$ yıllık TÜFE enflasyonunun üçüncü gecikmeli değerini ve ε_t hata terimini göstermektedir. Parametre tahminleri, araç değişkenler yöntemi ve iki aşamalı en küçük kareler tahmin edicisi kullanılarak elde edilmiştir.

Tablo 3: Ücret Denklemi Tahmin Sonuçları ¹

	Katsayı	Standardize Edilmiş Katsayı
<i>sabit terim</i>	-0,38	-
$\Delta ucret_{t-1}$	0,20 *	0,20
$\Delta asgariucret_t$	0,44 ***	0,69
$cıktıacığı_{t-1}$	0,47 *	0,27
$\Delta tufe_{t-3}$	0,49 *	0,35
Uyarlanmış R ²	0,89	

(***) ve (*) işaretleri parametre tahminlerinin sırasıyla yüzde 1 ve yüzde 10 anlamlılık derecesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

1) Model tahmininde araç değişkeni olarak asgari ücret ve TÜFE'nin gecikmeli değerleri kullanılmıştır. Eichenbaum, Hansen ve Singleton araç ortogonallık testine göre model tahmininde kullanılan araç değişkenleri ortogonaldır ve Cragg-Donald istatistiğine göre geçerlidir. Breusch-Godfrey testine göre modelin hata terimlerinde seri korelasyon yoktur. ARCH-LM testi, modelin hata teriminde ardışık bağımlı koşullu değişen varyans olmadığını; White testi, hata terimlerinde değişen varyans olmadığını göstermektedir. Ayrıca, Jarque-Bera testine göre hata terimleri normal dağılmaktadır.

Tahmin sonuçları, yukarıda özetlendiği gibi, geçmiş dönem enflasyonunun ve asgari ücret artışının, tarım dışı sektör ücret artışları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu teyit etmektedir (Tablo 3). Asgari ücret için tahmin edilen katsayı Türkiye’deki ücret dağılımında asgari ücret komşuluğu ve altında çalışanların payı ile uyumlu görünmekte ve asgari ücretin ekonomi geneli ücret artışları için önemli bir referans olduğunu göstermektedir. Standardize edilmiş katsayılara göre ücret artışlarını belirleyen en önemli faktör Gürcihan-Yüncüler ve Yüncüler (2016) çalışmasına benzer şekilde asgari ücret artışları olurken, etki sıralamasında bunu geçmiş dönem enflasyonu takip etmektedir. Esasen asgari ücret artışları belirlenirken de geçmiş enflasyon gelişmelerinin dikkate alındığı düşünüldüğünde, indirgenmiş formda bir denklem üzerinden katsayıların göreceli büyüklüğüne ilişkin yapılan bu karşılaştırmada enflasyona atfedilen rolün gerçekte olduğundan daha küçük tahmin edildiği değerlendirilmektedir. Buna rağmen, enflasyonun gecikmeli değerlerinin anlamlı bulunması, TİS’lerde olduğu gibi ücret artışlarının belirlenmesinde geçmiş enflasyona endeksleme davranışının önemini ortaya koymaktadır.

Çıktı açığı katsayısının pozitif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı bulunması, Aldan ve Gürcihan-Yüncüler (2016) çalışmasında bulgulandığı üzere, ücretlerin iş çevrimleriyle aynı yönde (procyclical) hareket ettiğine, dolayısıyla ücret artış oranlarının iktisadi faaliyetin genişleme ve daralma dönemlerinde farklılaşabildiğine işaret etmektedir.

Özetle, Türkiye’de ücretli ve yevmiyelilerin önemli bir kısmı asgari ücret ve komşuluğunda ücrete sahip olup, özel sektör ücret artışlarında asgari ücret artışları ve TÜFE çıpa olmaktadır. Bu mekanizma, ekonomi genelinde ücretlerin iş çevrimlerine duyarlılığını sınırlayarak ücret enflasyonunda önemli bir katkıya yol açmaktadır. Kuşkusuz bu durum, ücret-enflasyon etkileşimi (çift yönlü ilişki) bağlamında enflasyon katılığını da beslemektedir.

Kaynakça

Aldan, A. ve Gürcihan Yüncüler, H. B. (2016), Türkiye’de Reel Ücretler ve İş Çevrimleri, TCMB Çalışma Tebliği, No. 16/25.

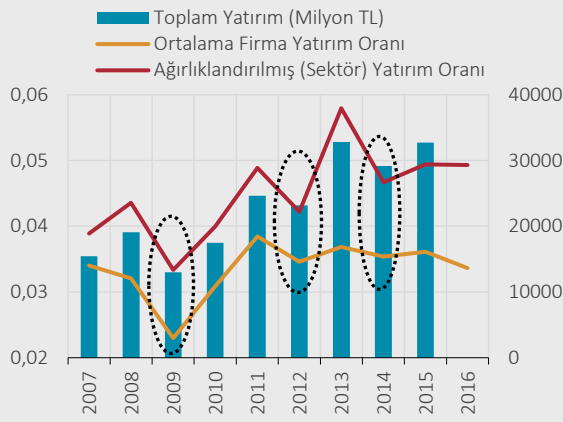
Gürcihan Yüncüler, H. B. ve Yüncüler, Ç. (2016), Asgari Ücretin Türkiye İşgücü Piyasasına Etkisi, TCMB Çalışma Tebliği, No. 16/14.

Kutu 4.2

İmalat Sanayi Firmaları Yatırım Dinamikleri

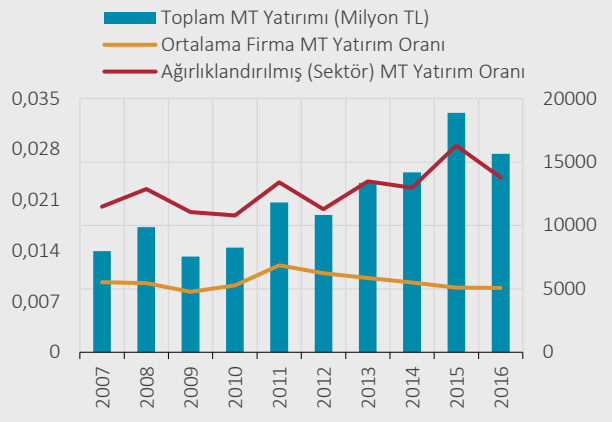
Sürdürülebilir büyümenin en önemli belirleyicilerinden birisi yatırımlardır. Yatırımların büyük oranda özel sektör tarafından gerçekleştirildiği göz önüne alındığında, firmaların yatırım davranışlarını anlamak büyümenin temel dinamiklerini anlamaya ve ilgili kamu politikalarının daha etkin tasarlanmasına yarar sağlayacaktır. Bu çalışmada, imalat sanayinde yer alan firmaların yatırım dinamikleri, Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Girişimci Bilgi Sistemine (GBS) kayıtlı 325 bin imalat sanayi firmasına ait, 2006-2016 dönemindeki 1,6 milyon bilanço ve gelir tablo verileri kullanılarak incelenmiştir.¹

Grafik 1: Toplam Firma Yatırımları (Milyon TL, Oran)



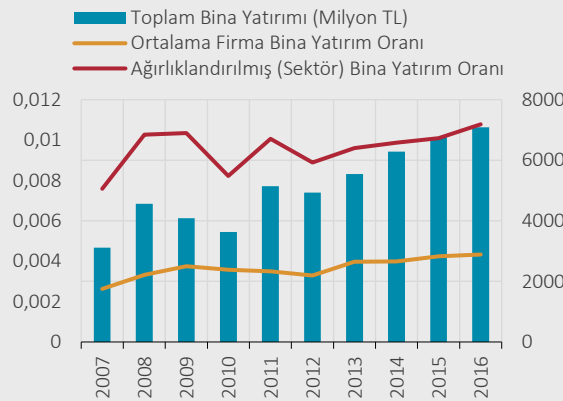
Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Grafik 2: Makine-Tekçizat (MT) Yatırımları (Milyon TL, Oran)



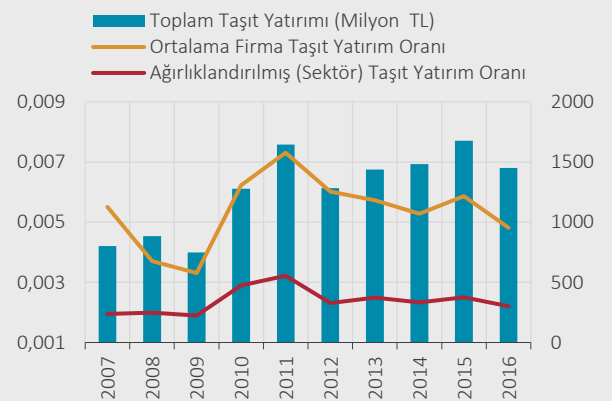
Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Grafik 3: Firma İnşaat (Bina) Yatırımları (Milyon TL, Oran)



Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Grafik 4: Firma Taşıt Yatırımları (Milyon TL, Oran)



Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Yatırımların 2006-2016 dönemindeki seyri incelendiğinde genel olarak artış eğiliminde olmasına karşın, bazı yıllarda kısa süreli düşüşler sergilediği görülmektedir (Grafik 1). Düşüşler, (1) küresel krizin etkisinin hissedildiği 2009, (2) Avrupa borç krizinin en güçlü yaşandığı 2012 ve (3) ABD Merkez Bankası'nın tahvil alımını kademeli olarak azaltmasının ve jeopolitik gelişmelerin gecikmeli olarak bilançolara yansıdığı 2014 yıllarında gözlenmektedir. Grafiklerde yer alan turuncu çizgi, firmaların ilgili yatırım oranlarının ortalamasını gösterirken, kırmızı çizgi firma net satış büyüklüğüne göre ağırlıklandırılmış (sektör) yatırım oranını göstermektedir. İmalat

sanayinde küçük firmaların çok olması sebebiyle, firma yatırım oranlarının genel ortalaması küçük firmaların eğilimlerinden etkilenirken, sektör yatırım oranı daha çok büyük firmaların eğilimini yansıtmaktadır. Bu bağlamda, genel olarak 2011 yılı sonrasında büyük firmaların yatırım oranları artarken, küçüklerin yatırım oranlarının kademeli olarak düştüğü görülmektedir (Grafik 1).

Yatırım alt kalemleri incelendiğinde, makine-teçhizat yatırımlarının toplam yatırımlara benzer bir seyir izlediği gözlenmektedir (Grafik 2). Öte yandan, yatırım oranlarının ortalamasındaki düşüş, makine-teçhizat yatırımlarında toplam yatırımlara göre daha belirgindir. Bu bulgu, küçük firmaların toplam yatırımlarındaki düşüşün sebeplerinden birisinin makine-teçhizat yatırımlarındaki azalma olduğunu ima etmektedir.

İmalat sanayii firmalarının bina (inşaat) yatırım oranı, 2011 yılı sonrası hem sektörel hem de ortalama olarak diğer kalemlerin aksine artış eğilimindedir (Grafik 3). Bu durumun, makroekonomik verilerde görülen inşaat yatırım eğilimi ile de uyumlu olarak, artan gayrimenkul varlık fiyatlarından firmaların fayda sağlamayı istemesinin bir göstergesi olduğu düşünülmektedir. İmalat sanayinde firma taşıt yatırım oranı incelendiğinde, ortalama yatırımın sektör yatırım oranının üstünde olması dikkat çekmektedir (Grafik 4). Bu bulgu, küçük firmaların yatırım kalemleri altında taşıtlara yapılan harcamaların önemli bir paya sahip olduğunu göstermektedir. Ancak, 2011 yılı sonrasında sektör yatırım oranı görece sabit kalırken, ortalama taşıt yatırım oranları düşmektedir. Buradan yola çıkarak, küçük firmaların pay olarak taşıt yatırımları gerilerken, büyük firmalarda kayda değer bir değişme olmadığı, bunun da 2011 yılı sonlarında yapılan ÖTV artışından kaynaklanabileceği tahmin edilmektedir.

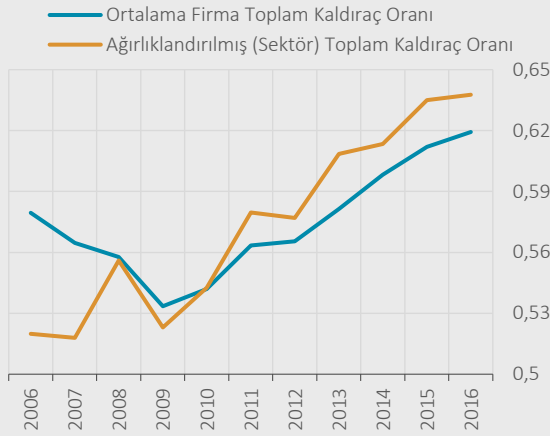
Yukarıdaki grafiklerden, 2011 yılı sonrasında konjonktürden etkilenen inşaat yatırımları dışında küçük firmaların yatırımlarının düştüğü görülmektedir. Bu düşüşün sebeplerini anlamak adına yatırımların finansmanında kullanılan iç ve dış kaynakların zaman içindeki seyrini incelenmiştir. Bu bağlamda, firma kârlılığı (faiz ve vergi öncesi kar (FAVÖK) / net satışlar) ve kaldıraç oranı (toplam yükümlülükler / toplam varlıklar) Grafik 5, 6 ve 7’de sunulmuştur. Öncelikle firmaların kaldıraç oranları incelendiğinde, 2009 yılı sonrasında hem küçük hem de büyük firmaların borçluluklarının arttığı görülmektedir (Grafik 5). Ancak, banka kredilerinin toplam varlıklara oranı olarak tanımlanan banka kaldıraç oranları 2011 yılı sonrasında önemli farklılıklar sergilemektedir. Sektör grafiğindeki yukarı yönlü hareket büyük firmaların banka kredi kullanımlarının bu dönemde arttığını, ortalama grafiğindeki aşağı yönlü hareket ise küçük firmaların krediye erişimde zorluk çektiklerine işaret etmektedir (Grafik 6). Toplam kaldıraç ve banka kaldıraç oranları grafikleri beraber incelendiğinde, 2011 yılı sonrası dönemde küçük firmaların banka borçlarında düşüş, banka dışı borçluluklarında (ticari krediler, ortaklardan alacaklar vb) artış olduğu görülmektedir. Ancak, ilgili dönemde meydana gelen düşüş, banka kredisi dışındaki borçlanma kanallarının küçük firma yatırım finansmanında kullanılmadığını düşündürmektedir.

Benzer şekilde, 2011 yılı sonrasında büyük ve küçük firmaların kârlılıkları arasında da önemli bir ayrışma gözlenmektedir (Grafik 7). Küçük firmaların kârlılıkları düşerken, büyük firmaların kârlılıklarında önemli bir artış görülmektedir. Bu durum, iç finansman koşullarının da küçük firmalar aleyhine geliştiğini göstermektedir.

Öte yandan, 2009 yılında gözlenen yatırımlardaki düşüş, takip eden yıllardaki kredi bolluğu ile kısa zamanda eski seviyelerini yakalamıştır. Son dönemde TL’de yaşanan kayıpların, küçük firmaların yanında büyük firma yatırımlarına da olumsuz etki yapabileceği değerlendirilmektedir. Buna karşın, yakın zamanda yurtdışı kredi piyasalarında 2009 yılı sonrası döneme benzer bir bolluk beklenmemesi göz önünde bulundurulduğunda, bahsi geçen olumsuz etkinin daha uzun süreli olabileceği değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, iyi tasarlanmış, özellikle makine- teçhizat yatırımlarını destekleyebilecek ve uzun vadeli büyüme stratejileriyle uyumlu finansmana erişim politikalarının uygulamaya sokulması yerinde olacaktır.

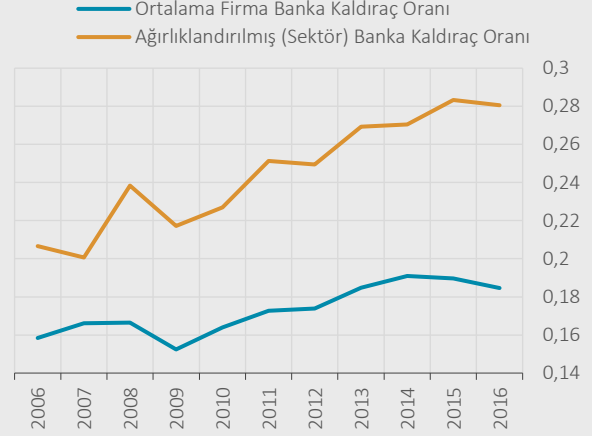
¹ Türk İmalat Sanayinde firma dinamikleri üzerine daha detaylı bilgi için bkz. OECD Turkey Report (2018), thematic chapter on firm level investment.

Grafik 5. Toplam Kaldıraç (Oran)



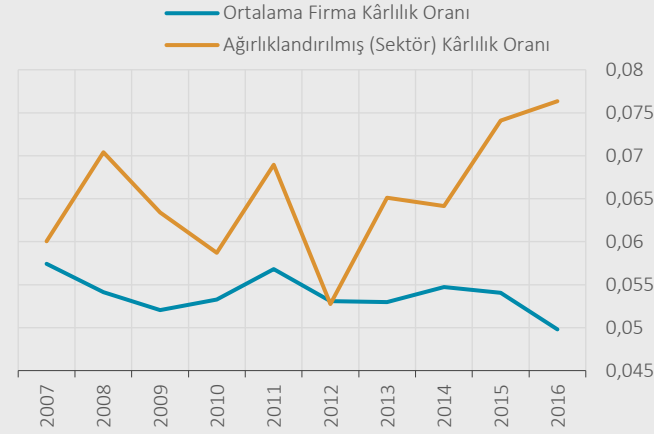
Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Grafik 6. Banka Kaldıraç (Oran)



Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Grafik 7. Kârlılık (Oran)



Kaynak: GBS ve Yazarların Kendi Hesaplamaları Son Gözlem: 2016
Dipnot: Ağırlıklandırma net satışlar üzerinden yapılmıştır.

Kaynakça

OECD, (2018). "OECD Economic Surveys: Turkey 2018", OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/eco_surveys-tur-2018-en.

Kutu 4.3

İmalat Sanayi Firmalarının Dış Pazarlara Yönelme Esnekliği¹

İmalat sanayinde faaliyet gösteren ve hem yurt içi hem de yurt dışı piyasalara mal satan firmalar iç ve dış talep şoklarına maruz kalmaktadır. Şoklar karşısında firmaların yurt içi ve yurt dışı piyasalar arasında ne derece pazar değiştirme esnekliği gösterebildiği, gerek faaliyetlerinin devamı gerekse şokların etkilerini minimize etmek açısından önem arz etmektedir. Örneğin, yurt içi talebe gelen olumsuz bir şok karşısında firma, satışlarını ihracata kaydırabildiği ölçüde zararını azaltabilir; hatta belirli durumlarda daha fazla satış gerçekleştirebilir. Benzer bir yönelim yurt dışı talep daralması şeklindeki bir şok karşısında da görülebilir. Söz konusu şoklar mikro düzeyde firma satışlarını, makro düzeyde ise iktisadi faaliyeti etkilemektedir. Bu etkilerin boyutu ise, firmaların yurt içi satışları ile ihracatları arasındaki ilişkiye bağlıdır.

İktisat yazınında firma düzeyinde yurt içi satışlar ile ihracat arasındaki ilişkiyi açıklamak için üç temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki olan kapasite (veya üretim) kısıtları yaklaşımına göre yurt içi talepteki artış, kısa dönemde üretime yönelik kısıtlar nedeniyle ihracatı azaltmaktadır (Belke ve diğ., 2015). Diğer taraftan, yurt içi talepteki düşüş bir miktar üretim kapasitesini serbest bırakarak ihracata yönelik malların üretimine daha fazla kaynak ayrılmasına olanak tanımaktadır. Firmanın kapasite kısıtları yoksa yurt içi ve yurt dışı piyasalardaki satışlarını birbirlerinden bağımsız ayarlayabilmektedir. İkinci temel yaklaşım, yurt içinde faaliyet gösteren çok uluslu firmaları ve doğrudan yabancı yatırımları göz önüne almaktadır (Wang ve diğ., 2014). Bu yaklaşıma göre, çok uluslu firmalar veya doğrudan yabancı yatırım girişleri yerel firmaların verimliliğini artırarak firmaların satışlarını olumlu etkilemektedir (*Doğrudan Etki*). Bununla birlikte, çok uluslu firmaların gelişile yurt içi piyasada artan rekabet yerel firmaların satışlarını olumsuz etkilemektedir (*Dolaylı Etki*). Üçüncü temel yaklaşım ise, uluslararası piyasalarda farklılaşmış ihracatçı firmaların varlığını ele almaktadır (McQuoid ve Rubini, 2014). Burada farklılaşmış ifadesi, firmanın sürekli ihracat yapan bir firma olması veya sadece belirli dönemlerde yurt dışına yönelen, geçici ihracatçı olarak adlandırılabilir bir firma olmasıyla ilgilidir. Firmanın hangi grupta yer aldığı firma büyüklüğü ile marjinal maliyetleri arasındaki ilişkiye bağlıdır. Sürekli veya geçici ihracatçı olması ise yurt içi satışları ile ihracatı arasındaki ilişkiyi etkilemektedir. Bunların yanı sıra, küresel değer zincirlerinin etkinliği, yurt içi ve yurt dışı piyasalarda satılan malın cinsi ve kalitesi, her iki piyasada mal satmanın göreceli karlılığı, satıcı ve alıcı arasındaki sadakat ilişkisi gibi etkenler de yurt içi satışlar ve ihracat arasındaki ilişkinin belirlenmesinde rol oynamaktadır.

Bu kutuda, Türkiye’de faaliyet gösteren ve hem yurt içi hem de yurt dışı piyasalarda mal satan imalat sanayi firmalarının yurt içi satışları ve ihracatları arasındaki ilişki ele alınmaktadır. Temel amaç, yurt içi talebin zayıf olduğu dönemlerde firmaların yurt içi satışlarını ihracatla ikame edip edemediğini (veya yurt içi satışlardan ihracata geçiş esnekliğini) sorgulamaktır. Yöntem olarak Salomon ve Shaver (2005) çalışması takip edilirken, söz konusu çalışmadan farklı olarak ihracat tek bir denklem ile modellenmektedir. Aşağıda temel dinamik tahmin modelleri sunulmaktadır.

$$ex_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{\rho} \beta_k(ex_{it-k}) + \alpha_1 ds_{it} + \alpha_2 X_{it} + \mu_i + \varphi_t + \vartheta_{it} \quad (1)$$

$$ex_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{\rho} \beta_k(ex_{it-k}) + \alpha_1 ds_{it} + \gamma(DD_{t-1})ds_{it} + \alpha_2 X_{it} + \mu_i + \varphi_t + \vartheta_{it} \quad (2)$$

(1) numaralı modelde ex , i firmasının t yılındaki Türk lirası cinsinden reel ihracatını, ds , söz konusu firmanın Türk lirası cinsinden reel yurt içi satışlarını temsil ederken, X , yaş, büyüklük, borçluluk, karlılık ve nakit oranı gibi firma düzeyinde kontrol değişkenlerini içeren matristir. İhracat ve yurt

¹ Bu kutu devam eden Gül (2018) çalışmasının ilk bulgularını içermektedir.

İç satış değişkenleri logaritmik olarak tanımlanmıştır. α_1 parametresinin katsayı tahmini, yurt içi satışlardaki yüzde 1 oranında değişimin, diğer koşullar sabitken, ihracatta neden olduğu yüzde değişimi göstermektedir. (2) numaralı model ilkinden farklı olarak, yurt içi satışlar ile yurt içi talep göstergesinin (DD) çarpımından oluşan etkileşim terimini içermektedir. Etkileşim teriminin katsayı tahmini, yurt içi talep beklenenden zayıfken yurt içi satışlardaki bir değişimin ihracat üzerine ilave etkisini göstermektedir. Yurt içi talep göstergesi, yurt içi talep dönem ortalaması veya uzun dönem eğiliminin altındaysa 1, üzerindeyse 0 değerini alan bir kukla değişkendir. Söz konusu göstergenin oluşturulmasında, OECD tarafından yayımlanan yurt içi talep tahminlerinin yanı sıra TÜİK tarafından yayımlanan GSYİH istatistikleri altındaki toplam nihai tüketim ve hane halkı nihai tüketimi verilerinden yararlanılmaktadır. Tahmin denkleminde bir önceki yılın talep koşullarının göz önünde bulundurulmasının temel nedeni, firmaların satışlarını yurt içi ve yurt dışı piyasalar arasında ayarlamasının zaman almasıdır. Veri seti yıllık sıklıkta olduğundan, söz konusu ayarlamaların bir yıl içinde tamamlanacağı varsayılmaktadır. 2004-2014 dönemine ilişkin TCMB Sektör Bilançoları İstatistiklerinin temel alındığı çalışmada modeller, olası içsellik sorunu göz önünde bulundurularak sistem GMM yöntemi ile tahmin edilmiştir. Söz konusu dönemde yurt içi ve yurt dışı kaynaklı ortak şoklar ve firmalara özgü değişkenlik göz önünde bulundurularak yıl ve firma sabit etkileri kontrol edilmektedir.

Tablo 1: Özet Bulgular

	Model I	Model II	Model III	Model IV
$Ihracat_{it-1}$	0,395*** (0,046)	0,409*** (0,050)	0,398*** (0,049)	0,452*** (0,040)
$Yurtiçi Satışlar_{it}$	-0,262*** (0,068)	-0,220*** (0,071)	-0,210*** (0,071)	-0,081* (0,048)
$Yurtiçi Satışlar_{it} * (DD_{t-1})$		-0,070** (0,035)	-0,119*** (0,042)	-0,076* (0,041)
$Kaldıraç Oranı_{it}$	-0,007* (0,004)	-0,007* (0,004)	-0,007* (0,004)	-0,011** (0,005)
$Karlılık Oranı_{it}$	0,012*** (0,004)	0,011*** (0,004)	0,011*** (0,004)	0,006 (0,005)
$Nakit Oranı_{it}$	0,008*** (0,002)	0,008*** (0,002)	0,008*** (0,002)	0,009*** (0,002)
$Firma Yaşı_{it}$	0,016* (0,009)	0,014 (0,010)	0,014 (0,010)	0,004 (0,010)
$Firma Büyüklüğü_{it}$	0,817*** (0,088)	0,780*** (0,095)	0,795*** (0,094)	0,619*** (0,057)
$Firma Sayısı$	5947	5947	5947	5947
$Gözlem Sayısı$	24167	24167	24167	24167

Not: Kaldıraç oranı, kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerle oranıdır. Karlılık oranı, toplam varlıklar içinde net karın oranı olarak tanımlanmaktadır. Nakit oranı, nakit ve nakde çevrilebilir varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranını göstermektedir. Firma yaşı, 0-50 yaş arası için 5 yıllık dönemleri kapsayan kategorik bir değişken iken, firma büyüklüğü, çalışan sayısının logaritmasıdır. Modeller, araç değişkenlerin geçerliliği ve ardışık bağıntı testlerini geçmektedir. Parantez içindeki değerler, değişen varyansa dirençli standart hatalardır. Katsayı anlamlılık dereceleri * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01 olarak sunulmaktadır.

Tablo 1’de çalışmanın bulguları özet olarak sunulmaktadır. (1) numaralı denklemin tahminleri ilk sütunda yer almaktadır. Diğer üç sütunda ise, sonuçların sağlamlığını ortaya koymak amacıyla üç farklı yurt içi talep göstergesi kullanılarak tahmin edilen (2) numaralı denklemden elde edilen bulgular sunulmaktadır. Söz konusu bulgular üç temel başlıkta ele alınabilir. Birinci bulgu, firmaların yurt içi ve yurt dışı satışları arasında ikame ilişkisi olduğuna işaret etmektedir. Yani, firmalar yurt içi satışlarındaki bir düşüş karşısında ihracatlarını artırırken, yurt içi satışlarındaki artış karşısında ihracatlarını azaltmaktadır. Büyüklük olarak ele alındığında, bir firmanın yurt içi satışlarında yüzde 10 oranındaki düşüş, diğer koşullar sabitken, firmanın ihracatını ortalama olarak yüzde 2,6 oranında artırmaktadır. Yurt içi ve yurt dışı pazarlar arasındaki ikame ilişkisini gösteren bu bulgu, özellikle Avrupa ülkeleri için yapılan çalışmaların bulgularıyla uyumlu olup, kapasite kısıtları yaklaşımı ile açıklanabilir.

İkinci temel bulgu, yurt içi satışlar ve ihracat arasındaki ikame ilişkisinin alt sektörler bazında ve firma özelliklerine göre farklılaştığıdır. İkame esnekliğinin, ihracat odaklı çalışan, düşük borçlu ve genç firmalarda iç pazar odaklı çalışan, yüksek borçlu ve yaşlı firmalara kıyasla daha yüksek olduğu tahmin edilmektedir. Firma özelliklerine göre değişkenliğin arkasında yatan muhtemel nedenler firmaların üretim teknolojileri (emek veya sermaye yoğun), mallarını genel olarak ihraç ettikleri ülkeler, yurt dışı pazarlarda sattıkları mallara yönelik rekabetin derecesi, mallarının ithal girdi bağımlılığı ve yurt dışı piyasalardaki fiyat gelişmeleri olarak sıralanabilir.

Üçüncü bulgu, yurt içi talebin ortalamanın altında olduğu dönemler sonrasında yurt içi satışlar ve ihracat ilişkisinin daha güçlü olduğudur. Bu sonuç Türkiye’de faaliyet gösteren, hem ihracat yapan hem de yurt içi piyasalarda ürünlerini satan imalat sanayi firmalarının zayıf yurt içi talep koşulları karşısında yurt içi piyasalardan yurt dışı piyasalara geçme (veya satışlarını piyasalar arasında ayarlama) noktasında esnek olduklarını göstermektedir. Bu mekanizma döngü karşıtı çalıştığı için, yurt içi iktisadi faaliyetin talep kaynaklı olarak zayıf olduğu dönemlerde iktisadi faaliyeti ihracat üzerinden desteklemektedir. Diğer taraftan, söz konusu bulgu yurt içi talebin ortalamanın üzerinde olduğu dönemlerde firmaların yurt içi piyasalara yöneleceği şeklinde yorumlanabilir. Bu durumda, iktisadi faaliyetteki yüksek performans dış ticaret dengesini hem ithalatı uyararak hem de firmaların yurt dışı ve yurt içi piyasalar arasındaki tercihlerini yurt içi piyasalar lehine kullanmaları yoluyla olumsuz etkileyecektir. İhracatçı firmaların imalat sanayinde verimlilik açısından öncü firmalar oldukları göz önüne alındığında (Demirhan, 2018), yüksek büyüme dönemlerinde ihracattan vazgeçme eğiliminin uzun dönemli yatırımları ve potansiyel büyümenin seviyesini olumsuz etkilemesi beklenebilir.

Sonuç olarak, imalat sanayi firmalarının yurt içi satışları ile ihracatları arasında ikame ilişkisi bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, firmalar yurt içi satışlarındaki düşüş karşısında dış pazarlara yönelme esnekliğine sahiptir. Söz konusu esneklik, yurt içi talebin zayıf seyrettiği yılları takip eden yıllarda daha yüksektir. Firma düzeyinde ikame esnekliğinin olması, döngü karşıtı özelliğinden dolayı, yurt içi iktisadi faaliyetteki bir zayıflamaya karşı ekonomiyi dış talep kanalıyla desteklemektedir. Bu çerçevede, yılın ikinci yarısında iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamanın, önümüzdeki dönemde firmaların ihracata yönelişini söz konusu kanal üzerinden hızlandırması beklenmektedir. Yurt dışı talep koşullarındaki olumlu görünüm ile birlikte değerlendirildiğinde, 2019 yılında net ihracatın büyümeye katkı vermeye devam edeceği öngörülmektedir.

Kaynakça

- Belke, A., Oeking, A., Setzer, R., 2015. Domestic Demand, Capacity Constraints and Exporting Dynamics: Empirical Evidence for Vulnerable Euro Area Countries. *Economic Modelling*, 48, 315-325.
- Demirhan, A. A., 2018. Türk İmalat Sanayinde Yakalamaca: Ulusal ve Bölgesel Öncülerin Rolü. TCMB Blog Yazısı, Nisan.
- Gül, S., 2018. An Analysis on the Domestic Sales and Exports: A Dynamic Model for the Turkish Manufacturing Firms. TCMB, devam eden çalışma.
- McQuoid, A., Rubini, L., 2014. The Opportunity Cost of Exporting. Society for Economic Dynamics, 2014 Meeting Papers, 412.
- Salomon, R., Shaver, J. M., 2005. Export and Domestic Sales: Their Interrelationship and Determinants. *Strategic Management Journal*, 26, 855-871.
- Wang, J., Wei, Y., Liu, X., Wang, C., Lin, H., 2014. Simultaneous Impact of the Presence of Foreign MNEs on Indigenous Firms' Exports and Domestic Sales. *Management International Review*, 54 (2), 195-223.

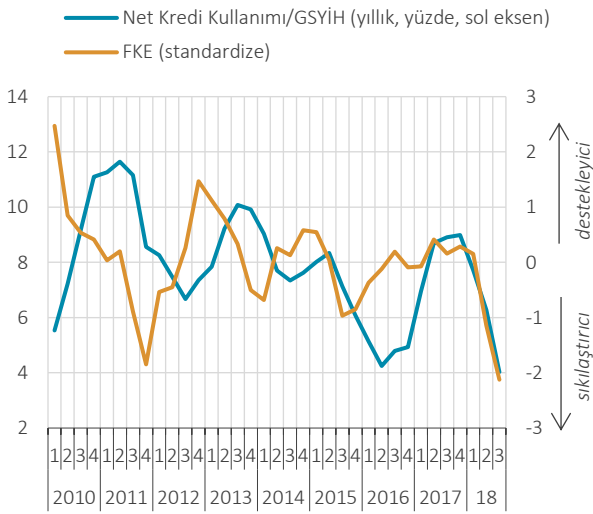
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme ve uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerinin güçlenmesinin etkisiyle, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde küresel finansal piyasaların oynaklıklarındaki artış sürmüştür; gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yükselirken para birimleri de değer kaybetmiştir. Bu nedenlerle, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışları hızlanmıştır. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye'nin finansal göstergeleri, jeopolitik gelişmeler, enflasyon görünümünün bozulması ve belirsizliklerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılmıştır. Buna karşılık alınan tedbirler ve uygulanacak ekonomi politikalarına dair açıklamaların da etkisiyle Eylül ve Ekim aylarında finansal göstergelerde bir miktar iyileşme gözlenmiştir.

Kredilerin büyüme oranlarındaki gerileme 2018 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Kredi Eğilim Anketi'ne göre bankaların 2018 yılının üçüncü çeyreğinde işletme kredilerine uyguladıkları standartlarını sıkılaştırdıkları; standartlardaki bu sıkılaştırmanın yılın son çeyreğinde de sürmesini bekledikleri görülmektedir. Öte yandan, yılın üçüncü çeyreğinde, işletmelerin kredi talebindeki azalış devam etmekle birlikte, dördüncü çeyrekte söz konusu kredi talebinde sınırlı bir artış olacağı öngörülmektedir.

Finansal koşullar endeksi, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde sıkılaştırmanın derinleştiğine işaret etmektedir. Ayrıca, kredi arzındaki daralma ve baz etkisi ile, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı düşmeye devam etmiştir (Grafik 5.1). Söz konusu çeyrekte, endeksi oluşturan tüm finansal bileşenler, endekse sıkılaştırıcı yönde katkı vermeye devam etmiş, ancak önceki Rapor dönemine göre, kredi standartlarındaki sıkılaştırma, Türk lirasındaki reel değer kaybı, kredi faiz oranlarındaki yükseliş ile getiri eğrisinin eğimindeki negatif yönlü artışın endekste sıkılaştırmaya katkısı daha güçlü olmuştur (Grafik 5.2).

Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*

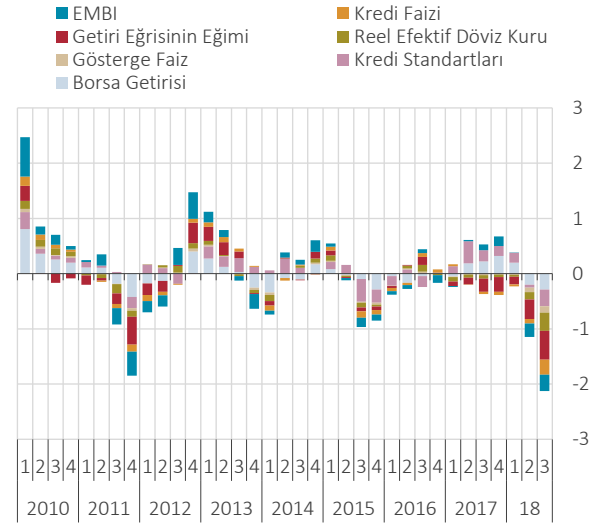


Kaynak: TCMB.

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

Net Kredi Kullanımı kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2018 yılı üçüncü çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksine Katkıları



Kaynak: TCMB.

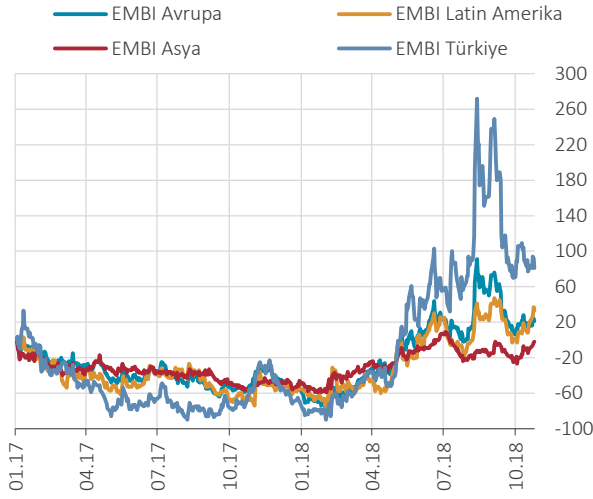
5.1 Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Mevcut Rapor döneminde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında normalleşme devam etmiş; para politikalarındaki normalleşmenin etkileri uzun vadeli faizlerde net olarak gözlenmeye başlanmıştır; ABD tahvil faizlerinde geçtiğimiz Rapor dönemine göre artış olmuştur. Gelişmiş ülkelere artan getirilerin yanı sıra dış ticarete ilişkin korumacılık söylemleri de küresel risk iştahının zayıflamasına yol

açmış; gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde yükselişler gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden belirgin ölçüde olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). 2018 yılının Şubat ayında küresel piyasalardaki oynaklık artışları, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına neden olmuş; bu eğilim bir miktar yavaşlamakla birlikte üçüncü. çeyrekte de sürmüştür. Söz konusu dönemde, Türkiye'deki portföy hareketlerinde de benzer bir eğilim gözlenmiştir (Grafik 5.1.2). Portföy hareketleri piyasalar bazında incelendiğinde çıkışların büyük ölçüde DİBS piyasasında gerçekleştiği görülmektedir.

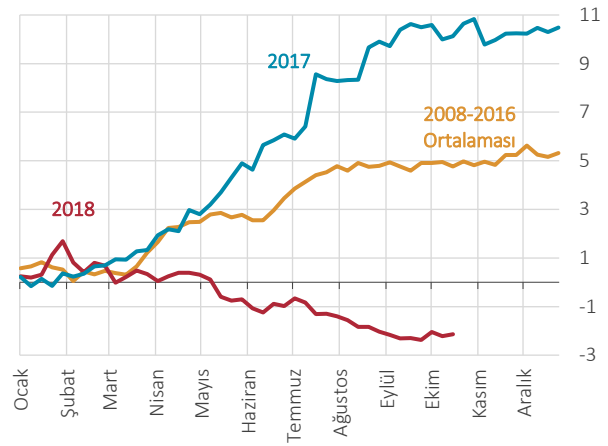
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB.

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

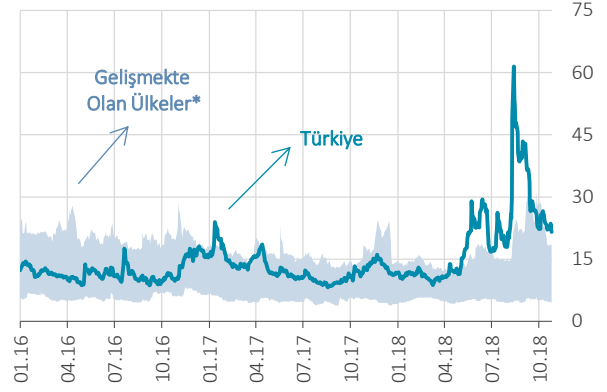
Döviz Kurları ve Piyasa Faizleri

Mevcut Rapor döneminde, ABD dolarındaki değerlenme eğiliminin sürmesi ve küresel finansal koşullarda gözlenen sıkılaşma etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının bozulması, bu ülkelere portföy çıkışlarına neden olarak yerel para birimlerinde değer kaybına yol açmıştır. Jeopolitik gelişmeler, enflasyon görünümünün bozulması ve belirsizlikler, Türk lirasındaki değer kaybının daha yüksek olmasına ve Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkelere negatif ayrışmasına yol açmıştır. Risk primindeki yükseliş ve portföy akımlarındaki azalışa bağlı olarak Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine kıyasla belirgin ölçüde değer kaybetmiş ve daha oynak bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.3). Alınan tedbirler ve Eylül ayı PPK toplantısında yapılan güçlü parasal sıkılaştırma sonrasında risk primi ve enflasyon telafisindeki gerilemenin etkisiyle uzun vadeli TL ve YP faizler ile Ağustos ayında oldukça yükselmiş olan Türk lirasının ima edilen oynaklığı Eylül ve Ekim aylarında gerilemiştir (Grafik 5.1.4).

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

Kaynak: Bloomberg.

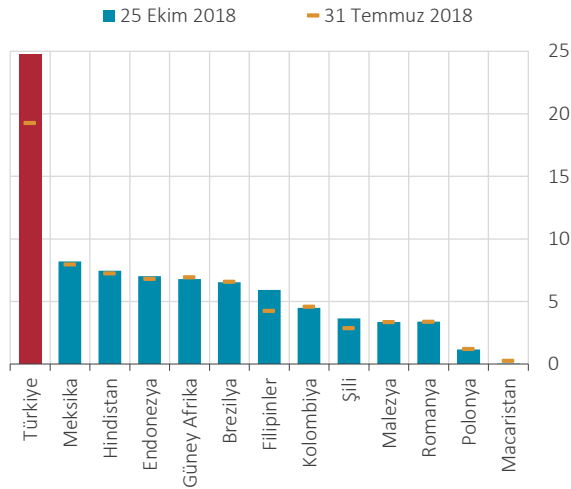
* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili yer almaktadır.

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

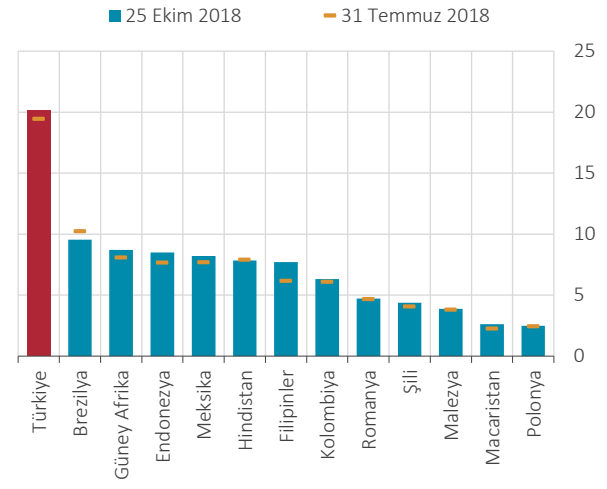
Kaynak: Bloomberg.

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

Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelerin kısa ve uzun vadeli faizleri büyük ölçüde yatay seyretmiştir. Buna karşın, Türkiye’de kısa ve orta vadeli piyasa faizleri enflasyon beklentileri ve risk primindeki artış nedeniyle Ağustos ayında belirgin miktarda yükselmiş; Eylül ve Ekim aylarında ise yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5: Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri (%)

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6: Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri (%)

Kaynak: Bloomberg.

5.2 Kredi Koşulları

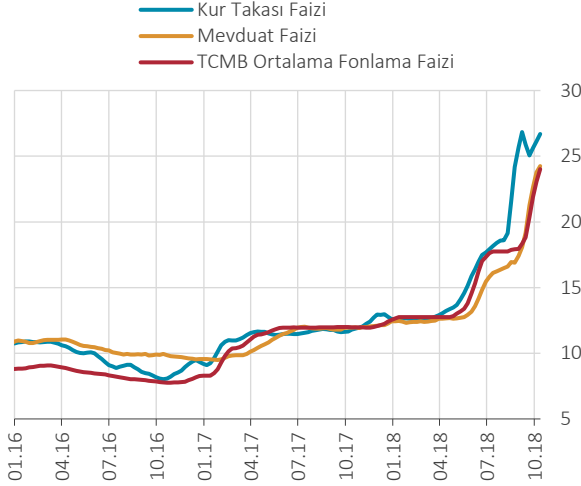
Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

2018 yılı üçüncü çeyreğinde, bankaların fonlama maliyetlerindeki artış devam etmiştir. Söz konusu harekette, risk primi ve döviz kuru gelişmeleri sonucu yükselmeye devam eden kur takası faiz oranları ve kredi faiz oranlarındaki yukarı yönlü gelişmelerin yansımaya başlaması ile artan mevduat faiz oranları etkili olmuştur (Grafik 5.2.1).

Banka Kredileri Eğilim Anketi, mevcut Rapor döneminde, endüstri ve firma riskliliğindeki artış ve genel ekonomik görünüme ilişkin bozulmalar ile bankaların para piyasasına erişim olanağı ve likidite kısıtlarının kredi standartlarını en çok etkileyen faktörler olduğunu ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, reel sektör

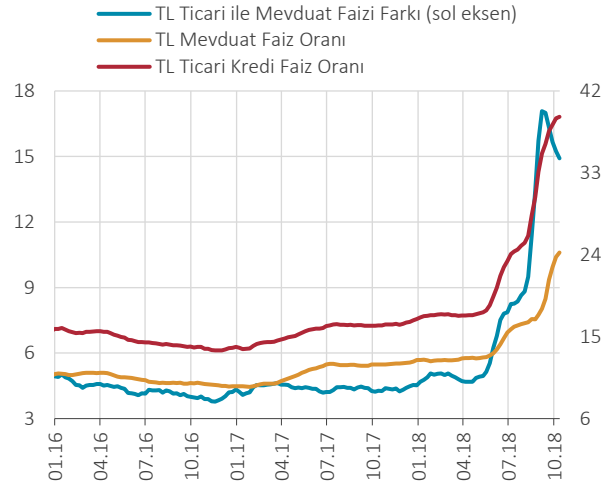
kredi risk algısındaki artış ve genel ekonomik görünüme ilişkin bozulma ile fonlama koşullarındaki sıkılaşma neticesinde kredi faiz oranlarındaki yükseliş devam etmiştir. Bu gelişmeler sonucu kredi hacmi azalmış; bu durum mevduat faiz oranlarında nispeten sınırlı bir artışı beraberinde getirmiştir. Sonuç olarak, kredi-mevduat faiz farkındaki artış tarihsel ortalamalarının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.2).

Grafik 5.2.1: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.2.2: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi* (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

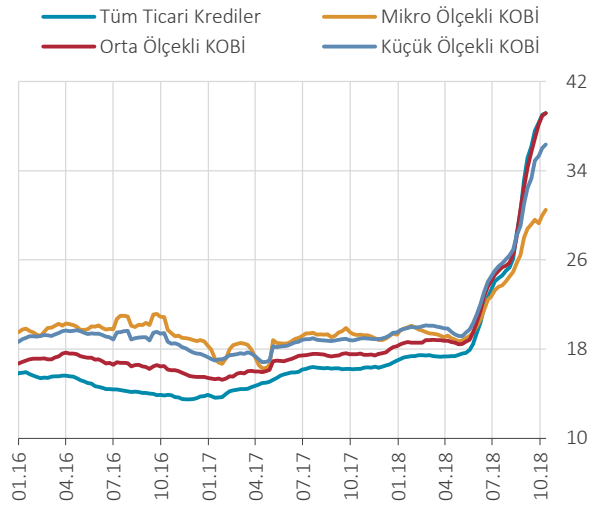


Kaynak: TCMB.

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

Ticari kredi faiz oranları firma ölçeği ayırımında incelendiğinde, mevcut Rapor döneminde mikro ölçekli KOBİ kredilerinde daha ılımlı olmak üzere, tüm alt kırılımlarda güçlü bir artış gözlenmektedir (Grafik 5.2.3). Mikro ölçekli KOBİ kredi faizlerinde gözlemlenen artışın daha ılımlı olmasında verilen teşviklerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bunun yanında, tüketici kredi faiz oranları, Banka Kredileri Eğilim Anketi'nin de işaret ettiği üzere temel olarak genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentilere bağlı olarak güçlü bir şekilde yükselmiştir (Grafik 5.2.4).

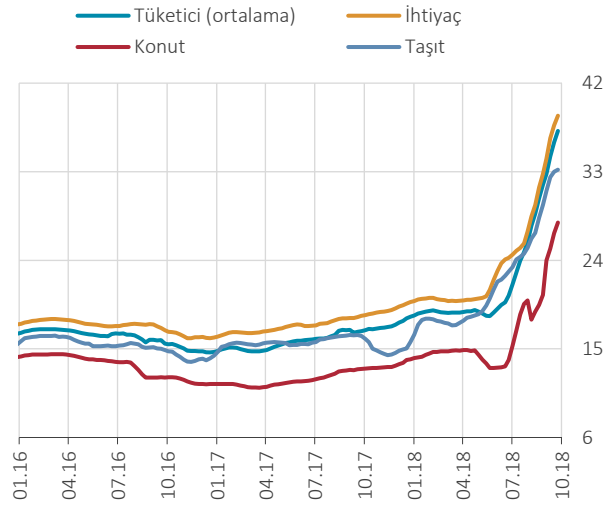
Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler* (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.

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

Grafik 5.2.4: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)

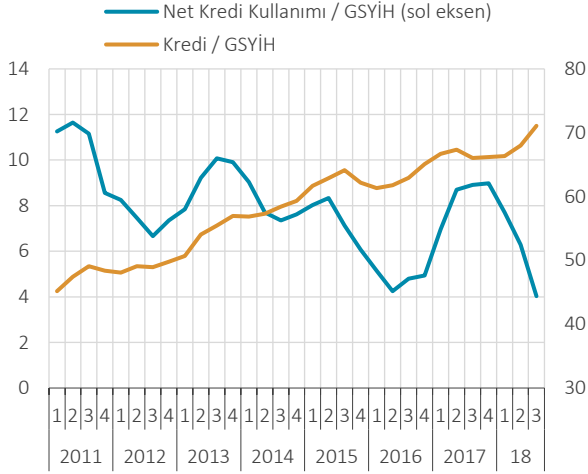


Kaynak: TCMB.

Kredi Hacmi

2018 yılının üçüncü çeyreğinde, ticari kredi arzındaki sıkılaşmaya ve yılın ilk çeyreğinden bu yana gözlenen baz etkisine bağlı olarak, kur etkisinden arındırılmış net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı düşmeye devam etmiştir. Ancak döviz kurundaki yükselme nedeni ile toplam kredilerin GSYİH'ye oranı artmıştır (Grafik 5.2.5). Söz konusu çeyrekte toplam kredi büyüme oranı, ticari ve tüketici kredilerdeki büyüme oranlarındaki gerilemenin etkisi ile düşmeye devam etmektedir (Grafik 5.2.6). Bunun yanı sıra, Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde belirtildiği üzere, hem arz yönlü sıkılaşmanın hem de kredi talebindeki düşüşün kredi büyümesindeki gerilemede etkili olduğu değerlendirilmektedir.

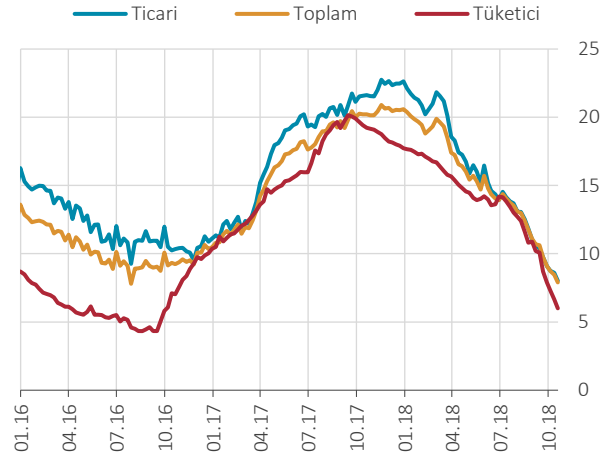
Grafik 5.2.5: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* 2018 yılı üçüncü çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

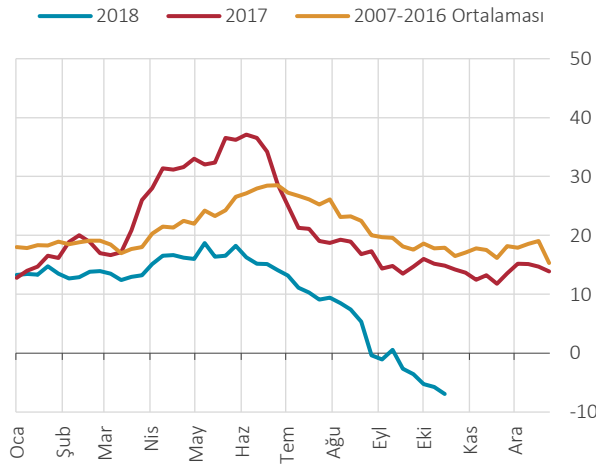
Grafik 5.2.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

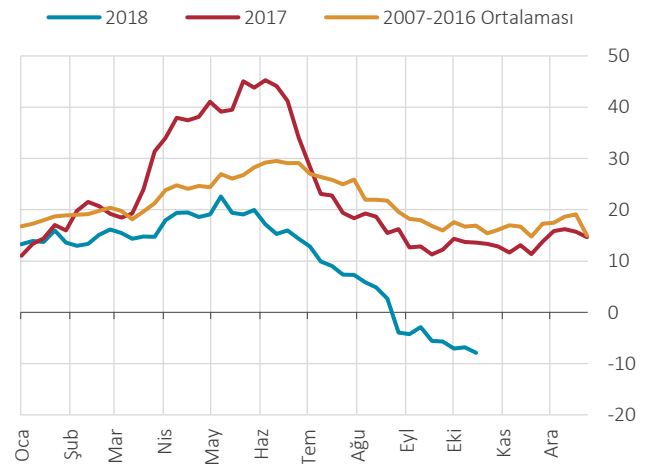
2018 yılı başından itibaren, tarihsel ortalamaların altında seyreden ticari ve toplam kredilerin büyüme oranının üçüncü çeyrekte negatif seviyelere gerilediği görülmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8).

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



Kaynak: TCMB.

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

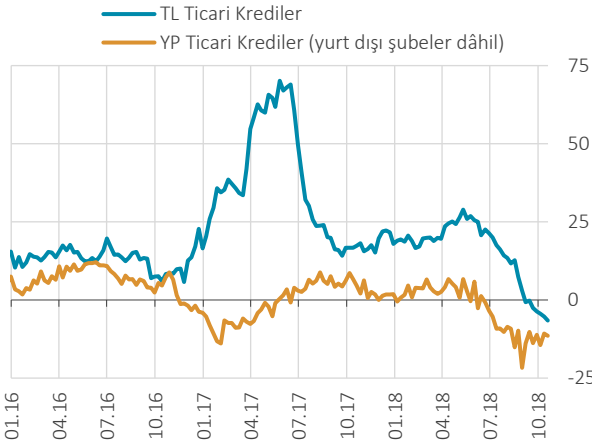


Kaynak: TCMB.

Türk lirasındaki değer kaybı ve firma döviz borçlarına ilişkin endişelerin de etkisiyle bankaların yabancı para borçlanma maliyetinde artış gözlenmiştir. Buna ek olarak, kur riski yönetimindeki düzenlemelerin etkisi ile YP kredi talebi azalmıştır. Bu gelişmeler neticesinde yabancı para kredilerdeki azalma üçüncü çeyrekte de devam etmektedir (Grafik 5.2.9). Banka Kredileri Eğilim Anketi, yabancı para kredi talebindeki gerileme ile birlikte, söz konusu kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın sürdüğünü göstermektedir.

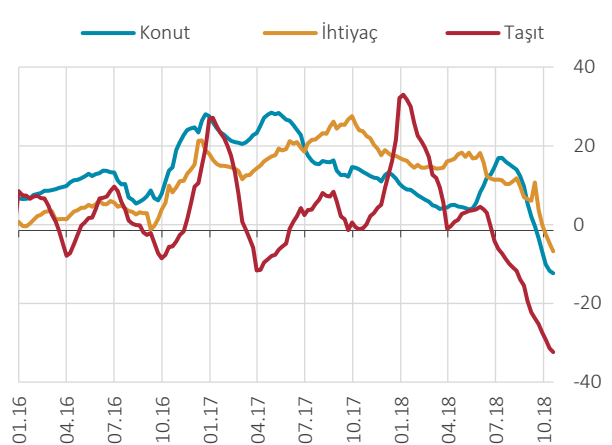
2018 yılı üçüncü çeyreğinde, tüketici kredilerindeki düşüşte ivmelenme gözlenmiştir. Çeyrek sonuna doğru kredilerdeki tüm alt kalemlerin azaldığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.10). Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde de, bahsi geçen dönemde bireysel kredilere uygulanan standartlardaki sıkılaştırmanın derinleştiği ve kredi talebindeki azalmanın güçlenerek devam ettiği bu gelişmeyi desteklemektedir.

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



Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

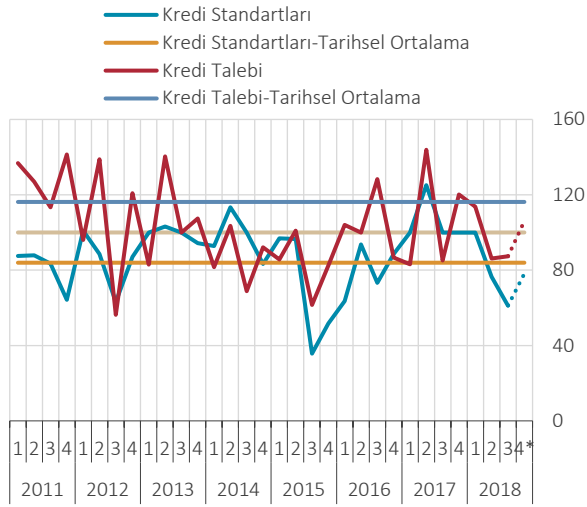
Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre bankalar, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, işletmelere verilen kredi standartlarını tarihsel ortalamaların ötesinde sıkılaştırmaya devam etmiştir. Son çeyrek dönemi için beklentiler, işletmelere verilen kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın devam edeceği yönündedir (Grafik 5.2.11). Kredi standartlarına ölçek, vade ve para cinsi ayrımında bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde tüm kırımlarda sıkılaştırma olduğu görülmekte ve bu durumun önümüzdeki dönemde de sürmesi beklenmektedir.

İşletmelere verilen kredi standartlarına ilişkin tüm alt faktörler, standartları sıkılaştırıcı yönde etkilemiştir. Bununla birlikte, genel ekonomik faaliyete dair beklentiler, endüstri ya da firmalara ilişkin görünüm, para ve tahvil piyasasına erişim olanağı ile bankaların likidite pozisyonları, standartların sıkılaştırılmasında en etkili faktörler olarak ön plana çıkmıştır. İşletmelere kullandırılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara bakıldığında ise, kar marjlarındaki sıkılaştırma çok belirgin olmak üzere, tüm faktörlerin kredi koşullarını sıkılaştırdığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, işletmelerin kredi talebindeki gerilemenin devam ettiğini göstermektedir. Ancak, önümüzdeki dönemde söz konusu kredi talebinde bir miktar artış beklenmektedir (Grafik 5.2.11). İşletmelerin kredi talebine ölçek, vade ve para cinsi ayrımında bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde tüm kırımlarda azalış olduğu görülmektedir. Son çeyrekte ise, yabancı para cinsi kredilerde gerileme beklenirken, diğer kırımlarda sınırlı bir artış öngörülmektedir.

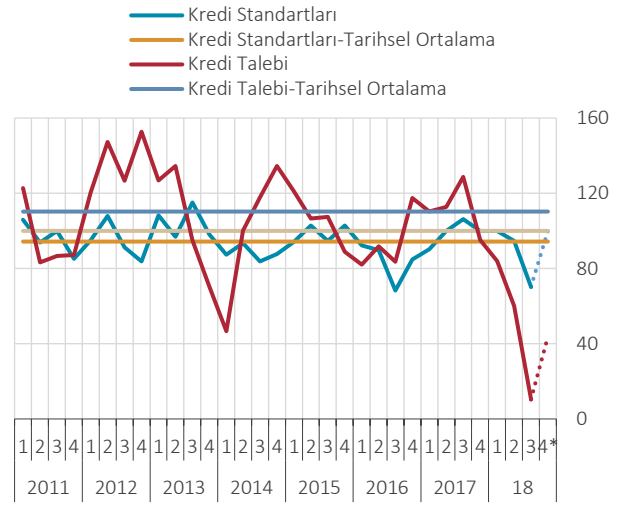
İşletmelere verilen kredi talebindeki azalışı etkileyen faktörler temelde finansman ihtiyaçları kaynaklı olup; ağırlıklı olarak sabit yatırım, birleşmeler/satın almalar ve yeniden yapılandırma ile stok artırım ve işletme sermayesine yönelik kredi talebindeki azalmadan kaynaklanmıştır. Borcun yeniden yapılandırılması ihtiyacı, iç finansman, diğer bankalardan ve banka dışı mali kesimden alınan krediler ve satıcıların peşin alımlarda uyguladığı kolaylıklar ise kredi talebini artırıcı yönde etkilemiştir.

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

Kaynak: TCMB.

*2018 dördüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

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

Grafik 5.2.12: Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi**

Kaynak: TCMB.

*2018 dördüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

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

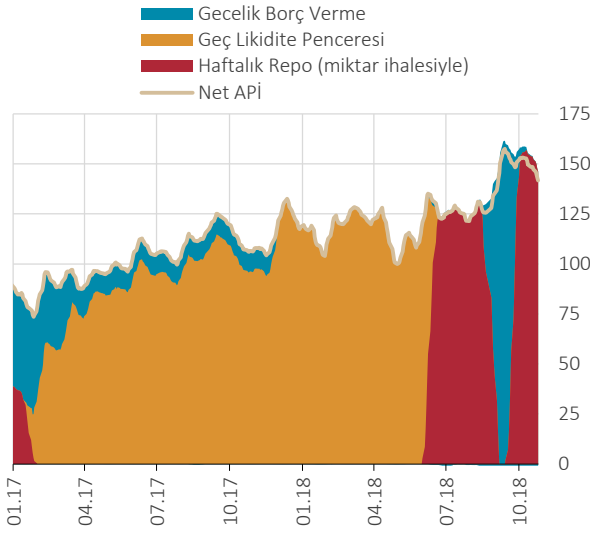
Bireysel kredilere yönelik yanıtlara göre, 2018 yılı üçüncü çeyreğinde kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın derinleştiği, son çeyreğe dair beklentilerin ise, kredi standartlarının değişmeyeceği yönünde olduğu görülmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde; bireysel kredi talebinde güçlenen azalmanın, son çeyrekte de devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

Bireysel kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında, bütün bireysel kredi türlerinde genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler kredi standartlarının sıkılaştırılmasında belirgin rol oynarken; konut kredilerinde konut piyasasına ilişkin beklentiler; taşıt ve ihtiyaç kredilerinde ise tüketicilerin kredi itibarı sıkılaştırıcı yönde etkileyen faktörler olarak göze çarpmaktadır. Konut kredisi talebini etkileyen faktörlerden, konut piyasasına ilişkin beklentiler, tüketici güveni, konut alımı dışındaki tüketim harcamaları, bireysel tasarruflar ile diğer bankalardan sağlanan krediler, talebi düşüren faktörler olarak öne çıkmaktadır. Taşıt ve ihtiyaç kredilerinde tüm faktörler talebi düşürücü yönde etkilerken, her iki kredi türünün kendi piyasasına ilişkin beklentilerin, ağırlıklı olarak, talepteki düşüşte etkili olduğu gözlenmektedir.

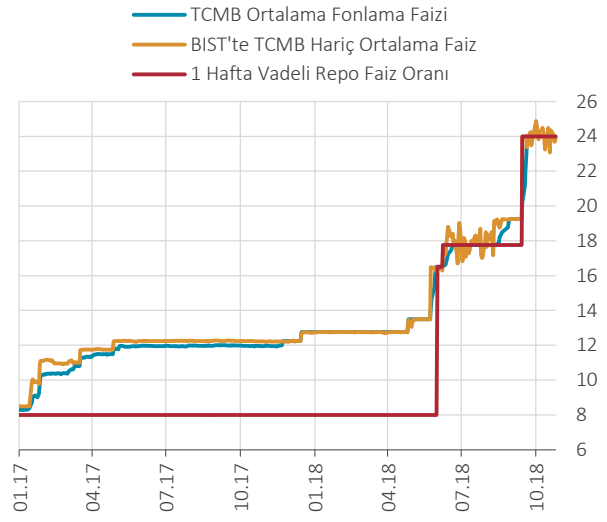
5.3 Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

TCMB, sadeleşme sürecinin tamamlanmasıyla birlikte 8 Haziran 2018 tarihinden itibaren fonlamanın tamamını haftalık repo ihaleleriyle sağlamaya başlamıştır. Ancak, 10 Ağustos 2018 tarihinde döviz piyasalarında gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve artan oynaklıklar neticesinde TCMB döviz ve TL likiditesine yönelik önlemler almış; ilaveten fonlama stratejisinde de değişikliğe gitmiştir. Bu çerçevede, 13 Ağustos – 14 Eylül 2018 tarihleri arasında haftalık repo ihalesi açılmayarak fonlama TCMB borç verme faiz oranı üzerinden gecelik vadede yapılmıştır (Grafik 5.3.1). Eylül ayı PPK toplantısında politika faiz oranı yüzde 17,75'ten yüzde 24'e yükseltilmiş ve fonlamanın tamamı tekrar haftalık repo ihaleleri ile sağlanmaya başlanmıştır. Haziran ayı başında tamamlanan sadeleşme süreci sonrasında TCMB politika faiz oranı etrafında dalgalanan BIST Bankalararası Repo faiz oranları, fonlamanın tamamının geçici bir süre gecelik vadeye kaydırılmasının ardından TCMB gecelik borç verme faiz oranı (faiz koridoru üst bandı) seviyesinde oluşmuştur. Eylül ayı PPK toplantısı ardından TCMB fonlamanın tekrar haftalık repo ihaleleri ile sağlanmasıyla birlikte BIST Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz bir hafta vadeli repo ihale faizinin etrafında dalgalanmaya başlamıştır (Grafik 5.3.2).

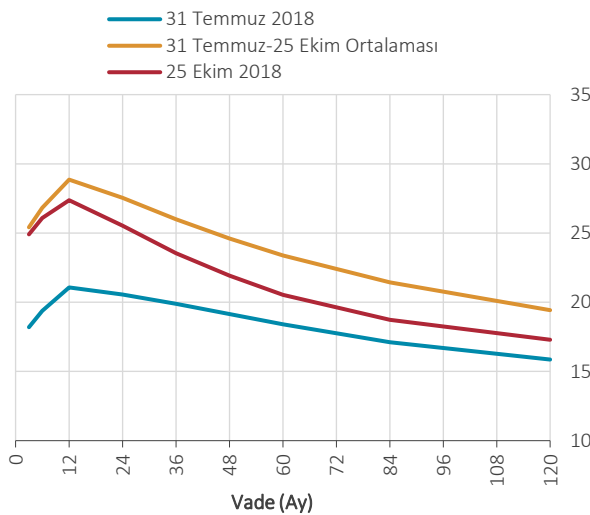
Grafik 5.3.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)

Kaynak: TCMB.

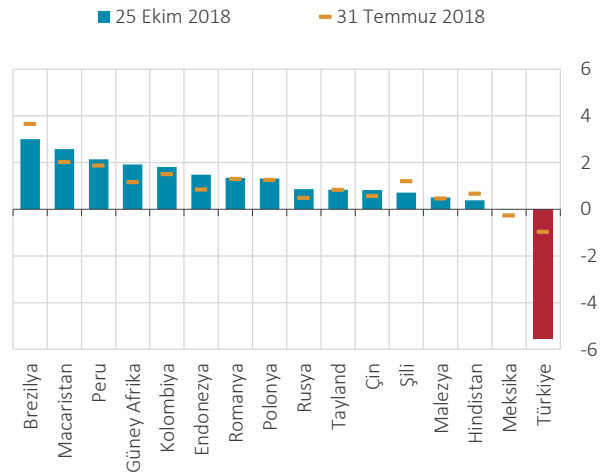
Grafik 5.3.2: Kısa Vadeli Faizler (%)

Kaynak: BIST, TCMB.

TCMB'nin Eylül ayında güçlü bir parasal sıkılaştırma yaparak politika faiz oranını 625 baz puan artırımının etkisiyle, kur takası faizleri tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre yükselmiştir. Eylül ayı PPK kararı ardından Türkiye'nin risk priminde gerileme gözlenmekle birlikte, mevcut Rapor döneminin genelinde risk primi sınırlı ölçüde artış kaydetmiş; bu gelişme verim eğrisinin yukarı kaymasında etkili olmuştur. Para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesiyle, kısa vadeli kur takası getirileri, uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeyi sürdürmüştü; uzun vadeli getirilerdeki düşüş daha belirgin olmuştur (Grafik 5.3.3). Güçlü parasal sıkılaştırma sonucunda Türkiye, bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmaya devam etmiştir (Grafik 5.3.4).

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

Kaynak: Bloomberg.

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

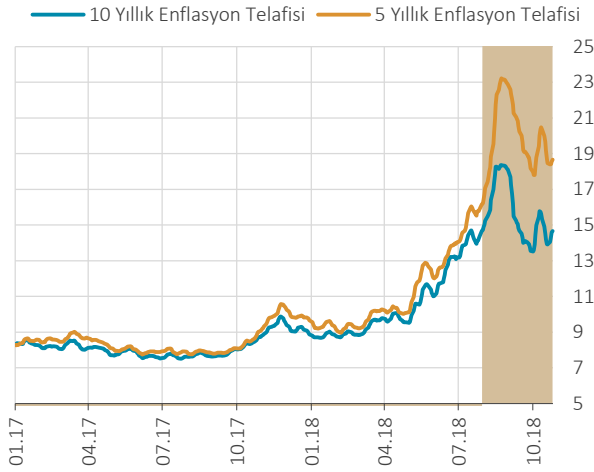
Kaynak: Bloomberg.

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

Ağustos ayında döviz kurlarında gözlenen sert değer kaybı, uzun vadeli enflasyon beklentileri ile enflasyon belirsizliğinin artmasına neden olarak mevcut Rapor döneminde enflasyon telafilerinin hızla yükselmesinde etkili olmuştur (Grafik 5.3.5). Temmuz ayı sonundan itibaren artan enflasyon telafileri,

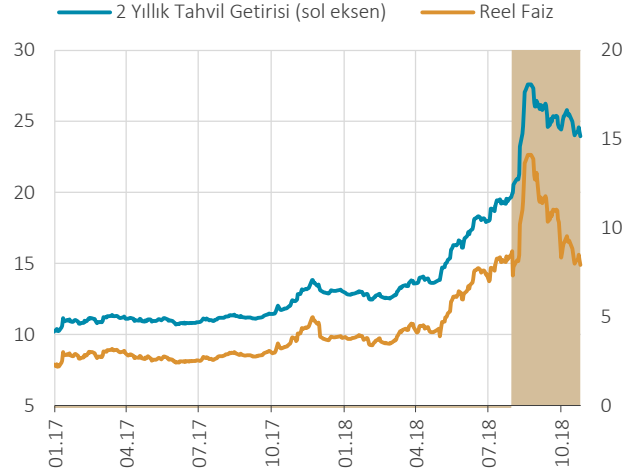
Ağustos ayı ikinci yarısıyla birlikte TCMB'nin fonlama stratejisinde yaptığı geçici değişiklik ile ağırlıklı fonlama faiz oranının yükselmesi ve alınan bir dizi önlemin döviz kuru oynaklığını düşürmesinin ardından, Eylül ayı itibarıyla azalış eğilimine girmiştir. Enflasyon telafilerindeki düşüş eğilimi TCMB'nin Eylül ayı PPK toplantısındaki güçlü politika tepkisi ardından belirginleşmiş; ancak, Eylül ayı TÜFE enflasyonunun piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşmesi ardından telafilerde geçici bir yükseliş gözlenmiştir. Beklenti Anketi verilerinden elde edilen enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan iki yıllık reel faiz, enflasyon beklentilerindeki artışın nominal faizlere kıyasla daha yüksek gerçekleşmesine bağlı olarak önceki Rapor dönemine göre sınırlı ölçüde gerilemiştir (Grafik 5.3.6).

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



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.6: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi* (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

Para Politikası Tepkisi

2018 yılı Ocak ve Mart aylarında para politikasında sıkı duruşunu sürdüren TCMB, Nisan ayı PPK toplantısında, enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyelere ve fiyatlamaya davranışları üzerindeki risklere vurgu yaparak, GLP borç verme faiz oranında 75 baz puanlık ölçülü bir artırım yapmıştır. 16 Mayıs 2018 tarihinde piyasalardaki sağlıksız fiyat oluşumları ve aşırı oynaklıkların yakından izlendiğine dair yapılan duyurunun ardından TCMB, 23 Mayıs 2018 tarihinde ara toplantı kararı almış ve bu toplantıda GLP borç verme faiz oranını 300 baz puan artırarak güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. 28 Mayıs 2018 tarihinde yapılan duyuruyla sadeleşme sürecini tamamlayan TCMB, 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren +/- 150 baz puanlık simetrik bir koridorun orta noktası olan politika faiz oranı üzerinden bir hafta vadeli repo ihaleleri düzenlemeye başlamıştır.

Nisan ayı PPK toplantısından sonra piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları karşısında özellikle döviz piyasasının etkin işleyişinin sürdürülmesi amacıyla alınan önlemler ile Mayıs ayındaki parasal sıkılaştırma ve sadeleştirme sürecinin tamamlanması finansal piyasalardaki oynaklığın gerilemesinde etkili olmuştur. TCMB, Haziran ayı PPK toplantısında parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar vermiş ve politika faiz oranını yüzde 16,5'ten yüzde 17,75'e yükseltmiştir. Temmuz ayı PPK toplantısında ise iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenme gereği dikkate alınarak politika faizini değiştirmeme kararı almıştır. Ağustos ayı başında finansal piyasalarda gözlenen aşırı oynaklık nedeniyle Türk lirasının diğer para birimleri karşısında hızlı biçimde değer kaybetmesi karşısında piyasaların etkin işleyişini sağlamak amacıyla bir dizi önlem alınmıştır (Tablo 5.3.1).

Bu çerçevede, 6 Ağustos 2018 tarihinde TCMB öncelikle ROM kapsamında döviz imkânı üst sınırını düşürerek bankacılık sistemine döviz likiditesi sağlamıştır. Ardından 13 Ağustos 2018 tarihinde Türk lirası

ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını düşürmek suretiyle bankalara likidite sağlamış; ek olarak bankaların TL ve döviz likidite yönetimlerini destekleyen finansal istikrar odaklı bir dizi tedbir açıklamıştır. 13 Ağustos 2018 tarihinden itibaren TCMB bir hafta vadeli repo ihalesi açmayarak ağırlık ortalama fonlama maliyetini yüzde 17,75 seviyesinden kademeli olarak TCMB gecelik borç verme faiz oranı olan yüzde 19,25'e yükseltmiştir. Aynı tarihte BDDK'nın yurt içi bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları kur takası işlemlerine sınırlama getirmesi TL aleyhine spekülatif pozisyon alımını sınırlamış ve kısa vadeli kur takası faiz oranlarının da yükselmesine yol açmıştır. Eylül ayı PPK toplantısına kadar alınan önlemler finansal piyasalarda gözlenen panik havasının dağılmasında etkili olmuş; piyasalardaki fiyat oluşumları daha sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur.

Eylül ayı PPK toplantısında Kurul, döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiğine dikkat çekerek fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. TCMB bu toplantı sonrası 625 baz puan yükselterek yüzde 24 seviyesine taşıdığı politika faiz oranı üzerinden haftalık repo ihaleleri düzenlemeye başlamış ve tüm fonlamasını gecelik vadeden haftalık vadeye kaydırmıştır.

Ekim ayı itibarıyla, enflasyon görünümüne ilişkin gelişmeler fiyat istikrarı açısından önemli risklere işaret etmektedir. Döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiği dikkat çekmektedir. Ekim ayı PPK toplantısında Kurul, ekonomideki dengelenme eğiliminin belirginleştiği ve finansal koşullardaki sıkılaşmanın da etkisiyle iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın devam ettiği vurgusunu yapmıştır. İç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı beklenmekle birlikte, fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklerin devam etmesi nedeniyle, Kurul sıkı parasal duruşun korunmasına karar vererek politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizini değiştirmemiştir.

Tablo 5.3.1: Mevcut Rapor Döneminde Atılan Politika Adımları

Tarih	Politika Kararı
6 Ağustos 2018	TCMB: Rezerv opsiyonu mekanizması kapsamında döviz imkânı oranı üst sınırının yüzde 45'ten yüzde 40'a düşürülmesi.
13 Ağustos 2018	TCMB: - Türk lirası ve döviz likidite yönetimine yönelik tedbirler. - Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi. 13 Ağustos 2018 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açılmayarak TCMB AOFM'nin yüzde 17,75 seviyesinden kademeli olarak yüzde 19,25 seviyesine çıkarılması. BDDK: - Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları vadede TL alım işlemleri ve bu mahiyetteki swap benzeri (spot + vadeli döviz işlemi) işlemlerin toplamının bankaların en son hesapladıkları yasal özkaynaklarının yüzde 50'sini geçemeyecek şekilde sınırlandırılması.
14 Ağustos 2018	TCMB: Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhaleleri'nde uygulanan TL faiz oranı yüzde 17,75'ten yüzde 19,25'e çıkarılması.
15 Ağustos 2018	BDDK: 13 Ağustos 2018 tarihinde belirlenen yüzde 50'lik sınırın yüzde 25'e düşürülmesi.
17 Ağustos 2018	BDDK: Bankaların vade tarihinde TL alım yönünde gerçekleştirecekleri forward, opsiyon ve bu gibi swap dışındaki türev işlemlerinin de dahil edilmesine karar verilmiştir.
20 Ağustos 2018	TCMB: Katar Merkez Bankası ile 3 milyar ABD doları karşılığı Türk lirası ve Katar Riyali cinsinden swap anlaşması imzalanması.
29 Ağustos 2018	TCMB: 13 Ağustos 2018 tarihli duyuru ile kaldırılan TCMB Bankalararası Para Piyasası limitlerine tekrar sınır getirilmesi.
31 Ağustos 2018	TCMB: - Bankamız bünyesinde gerçekleştirilen Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerinin yanında, Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) nezdinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) da işlemlere başlanması. - Merkez Bankası bünyesinde döviz karşılığı Türk lirası swap piyasasının açılmasına karar verilmesi.
3 Eylül 2018	TCMB: Para politikasına ilişkin bir duyuru ile Eylül ayı PPK toplantısında parasal duruşun yeniden şekillendirileceğinin açıklanması.
8 Eylül 2018	BDDK: Swap işlemlerine getirilen sınırlamada bankaların konsolidasyona tabi yurt dışındaki kredi kuruluş ve finansal kuruluş niteliğine haiz ortaklıklarıyla gerçekleştirdiği işlemlerin muaf tutulması.
13 Eylül 2018	TCMB: 13 Ağustos 2018 tarihinden itibaren ara verilen bir hafta vadeli repo fonlamasına 14 Eylül 2018 tarihinden itibaren tekrar başlanacağını duyurulması.
17 Eylül 2018	BDDK: Swap işlemlerindeki % 25'lik sınırlamaya dahil edilen işlemlerin hesaplamasında vadeye göre farklılaşma yapılması.
29 Eylül 2018	TCMB: 2018 yılının dördüncü çeyreğinde gerçekleştirilecek Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerine ilişkin takvimin açıklanması.

Kutu 5.1

Para Politikası Aktarımı ve Bankaların Dış Borçlanması

Para politikasının ekonomiye aktarımında önemli kanallardan biri de banka kredi arzı kanalıdır. Para politikası faizleri, bankaların ortalama fon maliyetlerini değiştirerek ticari kredilerin arzını veya faizlerini etkileyebilmektedir. Bu etki, dolaylı olarak toplam talep, ekonomik aktivite veya enflasyon gibi makroekonomik büyüklüklere yansımaktadır.

TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar, para politikası faizlerinin kredi arzına veya kredi faizlerine etkisinin bankalar arasında farklılaştığını ortaya koymaktadır.¹ Küresel likiditeye erişimi yüksek veya sermayesi güçlü olan bankaların para politikası faizlerindeki değişimleri kredi faizlerine daha ılımlı bir şekilde yansıttığı bulgulanmıştır. Bu çalışmada, bu bulgunun altında yatan mekanizmalara ışık tutmak için şu soru çalışılmıştır: “Para politikası faizlerinin artması, bankaların yurt dışı borçlanmalarını nasıl etkilemektedir?”.

Teorik açıdan, para politikası sıkılaşması sonrası, yurt dışı borçlanma yurt içi borçlanmaya nazaran daha cazip hale gelebilir (diğer bir ifadeyle, yurt dışı ile yurt içi fonlanma faizleri arasındaki fark düşebilir). Kur beklentilerinin de olumlu evrildiği bir senaryoda, bankalar, para politikası sıkılaşması sonrası, yurt dışı borçlanmalarını artırabilir. Nitekim, Avdjiev vd. (2018), Uluslararası Mutabakat Bankası’nın toplulaştırılmış uluslararası bankacılık veri tabanını kullanarak benzer bir etkinin var olabileceğini tartışmaktadır. Ancak bu olası etkinin iyi ölçülmüş (well-identified) ampirik bir çerçevede gösteren ulusal veya uluslararası bir çalışma bulunmamaktadır. Bu bağlamda, bu kutuda Türkiye’deki yerel bankaların yurt dışı bankalarla yaptığı işlemleri gösteren aylık veri tabanı kullanılarak yukarıda belirtilen soruya ışık tutmak amaçlanmıştır.

Yerel bankaların yurt dışı bankalarla yaptığı işlemleri gösteren söz konusu aylık veri tabanı, her işlem için miktar, faiz oranı, vade, açılış tarihi ve para birimine dair bilgileri sağlamaktadır. Ayrıca, veri tabanında borç veren bankanın faaliyet gösterdiği ülke bilgisi de yer almaktadır. Borç veren bankanın bir şube olması durumunda ise, ana merkezin bulunduğu ülke bilgisi sağlanmaktadır. Çalışmanın örneklem döneminde (2006-2016), yerel bankaların çoğunluğu Euro Bölgesi (%53) veya ABD ana merkezli (%23) olmak üzere 80 ülkeden 914 farklı küresel bankanın ana merkezinden ve şubelerinden ve çoğunluğu ABD doları (%67) ve euro (%31) olmak üzere 17 farklı yabancı para biriminde borçlandığını göstermektedir.

Temel ampirik spesifikasyon aşağıda yer almaktadır:

$$Y_{bgc,t} = \sum_{s=1}^3 \beta_{1,s} \Delta AOFF_{t-s} * X_{b,t-s} + \text{Kontroller} + \mu_{bg} + \vartheta_{h,t} + \zeta_c + \varepsilon_{bgc,t}$$

$Y_{bgc,t}$, b yerel bankasının g küresel bankasından c para biriminde aldığı borcun miktarındaki veya faizindeki üç aylık değişimi göstermektedir (t ayından $t+3$ aya değişimi). Odaklanılan bağımsız değişkenlerden ilki, $\Delta AOFF_{t-s}$, TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizindeki son üç aylık değişimdir. Bankaların yurt dışından borçlanırken önceki dönem yurt içi fonlama maliyetlerini göz önünde bulundurdıkları düşünülerek politika faizinin 3 aya (1 çeyrek) kadar gecikmeli değerleri modele eklenmiştir. Odaklanılan diğer bağımsız değişkenler ise, $X_{b,t-s}$, b bankasının büyüklük, sermaye, likidite veya çekirdek-dışı yabancı para yükümlülüğünü gösteren değişkenleri ifade etmektedir. Spesifik olarak bankaların aktif büyüklüğü (*Büyüklük*), sermaye yeterlilik rasyosu (*Sermaye*), likidite rasyosu (*Likidite*) veya çekirdek-dışı yabancı para yükümlülüklerinin toplam varlıklara oranı (*Çekirdek Dışı YP Yük.*) kullanılmıştır. Farklı büyüklük, sermaye, likidite ve fonlama yapısına sahip bankaların para politikası değişikliklerini yurt dışı borçlanmalarına nasıl yansıttıklarını ortaya koymak için söz konusu değişkenlerin seviyesinin yanı sıra politika faizi ile etkileşimleri modele eklenmiştir.

Yerel bankaların yurt dışı bankalardan yapacağı borçlanmayı veya borçlanma taleplerini etkileyebilecek diğer unsurlar kontrol edilmiştir:

- (i) **Kontroller**, yerel bankaların sermaye, büyüklük, likidite gibi temel özelliklerini yansıtan değişkenler, yerel makroekonomik göstergeler ve bu değişkenlerin etkileşimlerini içermektedir.² Dolayısıyla, yerel bankaların yurt dışı borçlanma taleplerinde, yurt içi ekonomik aktivite, enflasyon veya reel kur gelişmelerinin etkisi kontrol edilmiştir.
- (ii) Yerel banka ile küresel banka arasındaki borçlanma-borç verme ilişkisinin gücünü kontrol etmek için (yerel banka x küresel banka) sabit etkisi (μ_{bg}) modele eklenmiştir.
- (iii) Kontrol edilmesi gereken bir diğer önemli faktör ise arz koşullarıdır. Yerel bankaların yurtdışından borçlandığı değer, arz ve talep koşullarının oluşturduğu bir denge değeridir.³ Dolayısıyla, arz koşullarını kontrol etmek için $\vartheta_{h,t}$, küresel bankanın ana merkezinin bulunduğu ülke ile zamanın etkileşimine dair sabit etkiler, modele dahil edilmiştir. Ayrıca ek spesifikasyonlarda arz koşullarını daha güçlü bir şekilde kontrol edebilmek için küresel bankanın bulunduğu ülke ile yıl etkileşimine dair sabit etkiler de kullanılmıştır. Dolayısıyla, yerel para politikasının sıkılaşmasının yurt içi bankaların yurt dışı borçlanmasına etkisini çalışırken, küresel bankaların arzını etkileyebilecek ana merkezlerinin bulunduğu ülkenin makroekonomik koşulları veya bu bankaların fon arz etme istekleri gibi unsurlar kontrol edilmiştir.
- (iv) Son olarak, ζ_c yurt dışı borçlanmanın yapıldığı para birimine dair sabit etkileri göstermektedir.

Sonuçlar, Tablo 1 ve Tablo 2’de gösterilmektedir. Tablo 1, küresel likiditeye erişimi yüksek olan bankaların, para politikası sıkılaşması sonrası yurtdışı borçlanmalarını artırdığını göstermektedir. İkinci sütunda yurt dışı fon arzı koşulları kontrol edilmiştir. 100 baz puanlık para politikası faizi artışı sonrası, küresel likiditeye erişimi yüksek olan bankalar (çekirdek-dışı YP yükümlülüğünün toplam varlıklarına oranı yüzde 75. dilimde yer alan bankalar) düşük olan bankalara göre (yüzde 25. dilimde yer alan bankalara göre), yüzde 0,83 daha fazla yurtdışı fon talep etmektedir.⁴ Sermayesi güçlü bankalar ise, para politikası sıkılaşması sonrası, daha az yurt dışı fon talebinde bulunmaktadır.

Arz kanalının doğru kontrol edildiği bir çerçevede, talebin artmasının fiyatı artırması beklenir. Bu gözlemle uyumlu olarak, küresel likiditeye erişimi yüksek olan bankaların daha yüksek olan taleplerinin, yurt dışı borçlanma maliyetini artırdığı, sermayesi güçlü olan bankaların daha düşük olan taleplerinin ise beraberinde daha düşük yurt dışı borçlanma maliyeti getirdiği görülmektedir (Tablo 2). Ancak, fiyata dair bu etkiler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durum, yurt dışı fon arzının istatistiksel olarak tam esneğe yakın olduğunu ima etmektedir.

Özetle, sonuçlar, para politikası sıkılaşması sonrası, çekirdek-dışı YP yükümlülüğü fazla olan bankaların yurt dışından daha fazla fon talep ettiklerini göstermektedir. Bu durum, söz konusu bankaların parasal sıkılaşmayı kredi koşullarına hangi kanal aracılığıyla daha ılımlı yansıttıkları konusuna ışık tutmaktadır. Ayrıca, sermayesi güçlü bankaların yurt dışı bankalardan daha az fon talep ettikleri görülmektedir. Yurt dışı fon arzının tam esnek olmadığı dönemlerde, sermayesi güçlü bankaların düşük olan yurt dışı fon taleplerinin maliyet üzerinde olumlu etkisi olacağı değerlendirilmektedir.

¹ Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2017 Sayısı, Özel Konu IV.5.

² Yerel makroekonomik göstergeler olarak, sanayi üretim endeksi (SÜE) ile tüketici fiyat endeksinin (TÜFE) yıllık yüzde değişimleri ile reel efektif döviz kurunun aylık yüzde değişimi kullanılmıştır. Makroekonomik değişkenlerin, AOFF’nin modeldeki gecikmeli yapısı ile uyumlu olarak, 3 aya kadar gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

³ Örneğin, yerel para politikası sıkılaşması sonrası yerel bankaların artan yurt dışı borçlanması, yerel bankaların fon talebinden ziyade küresel bankaların artan arzları olabilir.

⁴ Ekonomik etkilerin hesaplanmasına dair detaylar için, bkz. Fendoğlu, Gülşen, ve Peydro (2018).

Tablo 1: Tahmin Sonuçları
Bağımlı Değişken: Yurt Dışı Borçlanma Miktarının Çeyreklik Değişimi

	(1)	(2)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Çekirdek Dışı YP Yük.}$	0.399** (0.161)	0.429** (0.208)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Sermaye}$	-0.174 (0.507)	-1.036* (0.622)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Likidite}$	-0.079 (0.14)	0.029 (0.195)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Büyükölük}$	-1.439 (1.002)	-0.316 (1.203)
Yerel Banka Kontrolleri	Evet	Evet
Makro Kontroller *Yerel Banka Kontrolleri	Hayır	Evet
Yerel Banka Sabit Etkisi	Evet	--
Yerel Banka * Küresel Banka Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Ay Sabit Etkisi	Evet	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Yıl Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Gözlem Sayısı	107,854	107,854
R ²	0.083	0.146

Not: Bu tablodaki sonuçlar en küçük kareler yöntemiyle elde edilmiştir. Örneklem 2006:1-2016:12 dönemini kapsamaktadır. Sabit etkilere dair satırlarda ‘Evet’ sabit etkinin dahil edildiğini, ‘Hayır’ sabit etkinin dâhil edilmediğini, ‘--’ ise sabit etkinin daha kapsayıcı sabit etkilerce yansıtıldığını ifade etmektedir. Standart hatalar yerel banka*küresel banka ve ay seviyesinde gruplanmıştır (clustered). ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 2: Tahmin Sonuçları
Bağımlı Değişken: Yurt Dışı Borçlanma Faizinin Çeyreklik Değişimi

	(1)	(2)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Çekirdek Dışı YP Yük.}$	0.004 (0.003)	0.002 (0.003)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Sermaye}$	-0.008 (0.008)	-0.012 (0.013)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Likidite}$	-0.005 (0.003)	0.001 (0.005)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Büyükölük}$	-0.001 (0.017)	-0.027 (0.024)
Yerel Banka Kontrolleri	Evet	Evet
Makro Kontroller *Yerel Banka Kontrolleri	Hayır	Evet
Yerel Banka Sabit Etkisi	Evet	--
Yerel Banka * Küresel Banka Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Ay Sabit Etkisi	Evet	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Yıl Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Gözlem Sayısı	107,854	107,854
R ²	0.125	0.171

Not: Bu tablodaki sonuçlar en küçük kareler yöntemiyle elde edilmiştir. Örneklem 2006:1-2016:12 dönemini kapsamaktadır. Sabit etkilere dair satırlarda ‘Evet’ sabit etkinin dahil edildiğini, ‘Hayır’ sabit etkinin dâhil edilmediğini, ‘--’ ise sabit etkinin daha kapsayıcı sabit etkilerce yansıtıldığını ifade etmektedir. Standart hatalar yerel banka*küresel banka ve ay seviyesinde gruplanmıştır (clustered). ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Kaynakça

Avdjiev, S., C. Koch, M. P., and G. von Peter (2018). Transmission of monetary policy through global banks: whose policy matters? BIS Working Paper No.737.

Fendoğlu, S., Gülşen, E., Peydro, J.L. (2018). Global Liquidity and the Impairment of Local Monetary Policy Transmission. TCMB Çalışma Tebliği Serisi, Değerlendirilme ve Onay Aşamasında.

6. Kamu Maliyesi

Maliye politikası, 2018 yılının ilk yarısında uygulamaya koyulan tedbir ve teşviklerin yanı sıra, kamu tüketim ve özellikle yatırım harcamaları kanalıyla iktisadi büyümeyi desteklemiştir. Yatırım, istihdam ve ihracatı artırmaya yönelik olarak uygulanan teşvikler kapsamında yapılan harcamalar ve cari transfer giderlerindeki artışlar, yılın ilk yarısında bütçe açığının artmasına neden olmuştur. İktisadi faaliyette yılın ikinci yarısı için öngörülen yavaşlamanın vergi gelirleri üzerindeki muhtemel aşağı yönlü etkisine rağmen Eylül ayında kamuoyuna açıklanan Yeni Ekonomi Programında (2019-2021) faiz dışı kamu harcamalarında yapılacak tasarruflar yoluyla bütçe açığındaki artışın sınırlandırılacağı belirtilmiştir.

2018 yılının Ocak-Eylül döneminde, bütçe gelirlerinde gözlenen olumlu performansa karşın, faiz ve faiz dışı giderlerdeki artış sonucunda bütçe açığının geçen yılın aynı dönemine göre belirgin bir şekilde arttığı gözlenmektedir. Bununla birlikte, faiz dışı bütçe giderlerini kısmaya yönelik tedbirlerin yanı sıra vergi ve diğer bazı alacakların yeniden yapılandırılması, imar barışı ve bedelli askerlik kapsamında elde edilecek gelirlerin yılın geri kalan kısmında bütçe açığındaki artışın sınırlandırılması öngörülmektedir.

Eylül ayında kamuoyuna açıklanan YEP’de sıkı para ve maliye politikalarının eş güdüm içerisinde yürütüleceği ve mali disiplinin dengelenme sürecinin en temel destekleyicisi olacağı belirtilmiştir. YEP’de öngörülen mali uyum, faiz dışı harcamaların GSYİH’ye oranının YEP dönemi boyunca kademeli olarak azaltılacağı ve vergi gelirlerinin GSYİH’ye oranının ise görece olarak ılımlı olmakla birlikte kademeli olarak artırılacağı bir çerçeve sunmaktadır (Kutu 6.1).

2017 yılında, iktisadi faaliyeti desteklemeye yönelik olarak uygulanan genişletici maliye politikasıyla birlikte artan kamu finansman ihtiyacı, büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla karşılanmış; iç borç çevirme oranı yüzde 125,6 olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılının Ocak-Eylül dönemi itibarıyla, bütçe açığındaki artış ve net dış borçlanmadaki azalış büyük ölçüde iç borçlanmayla finanse edilirken, kamu mevduatı birikimleri de kısmen finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılmıştır. Bu dönemde iç borç çevirme oranı yüzde 107,6; dış borç çevirme oranı ise yüzde 43 olmuştur.

6.1 Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçe dengesi, 2017 yılının Ocak-Eylül döneminde 31,6 milyar Türk lirası, 2018 yılının aynı döneminde ise 56,7 milyar Türk lirası açık vermiştir (Tablo 6.1.1). Bütçe gelirlerine kıyasla daha yüksek artış gösteren harcamaların etkisiyle bütçe açığı, geçen yılın aynı dönemine göre yükselmiştir. Borçlanma maliyetlerindeki yükselişin etkisiyle artan faiz giderleri bütçe açığını artıran diğer bir unsur olmuştur. Faiz dışı bütçe fazlasının geçen yıla göre bir miktar düşük olmakla birlikte ilk dokuz ayda fazla vermeye devam ettiği görülmektedir.

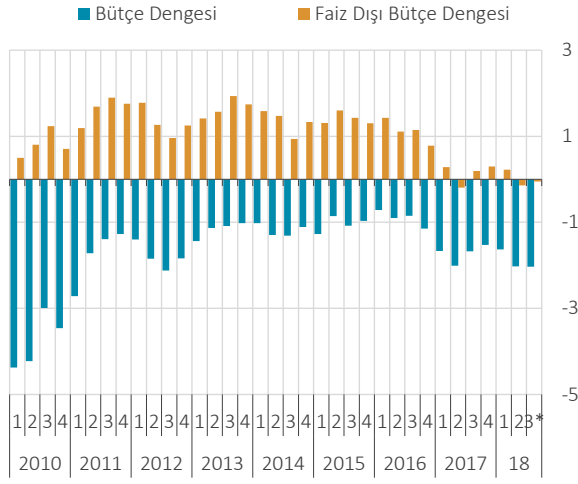
Tablo 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2017	Ocak-Eylül 2018	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	488,2	603,5	23,6	79,1
Faiz Giderleri	46,6	60,4	29,7	84,3
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	441,6	543,1	23,0	78,6
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	456,6	546,8	19,8	78,5
I. Vergi Gelirleri	385,3	459,4	19,2	76,6
II. Vergi Dışı Gelirler	71,3	87,5	22,7	89,8
Bütçe Dengesi	-31,6	-56,7	79,4	86,0
Faiz Dışı Denge	15,0	3,7	-75,3	63,9

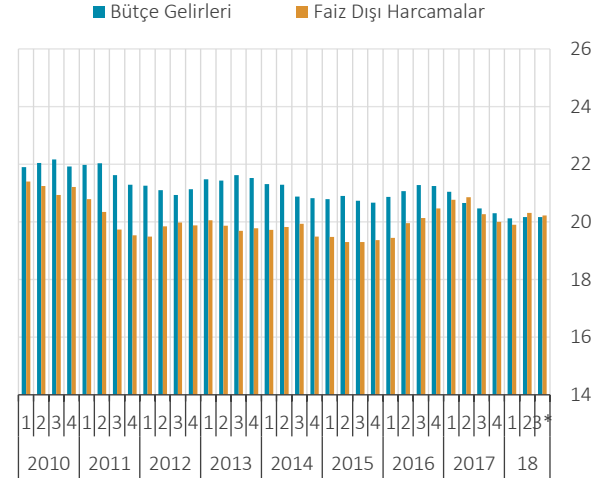
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

2018 yılı Eylül ayı itibarıyla yıllıklandırılmış bütçe açığının GSYİH'ye oranının yüzde 2,0; faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının ise yüzde -0,1 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir (Grafik 6.1.1).

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



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



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının 2018 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre hemen hemen aynı düzeyde kalarak yüzde 20,2 seviyesinde, Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının ise geçen yılın aynı dönemine göre bir miktar azalarak yüzde 20,2 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.2).

Merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderleri, 2018 yılının Ocak-Eylül döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23 oranında artarak 543,1 milyar Türk lirası olmuştur (Tablo 6.1.2). Faiz dışı harcamalar içindeki en önemli kalem olan cari transferler 2018 yılı Ocak-Eylül döneminde yüzde 18,9 oranında sınırlı bir artış sergilemiştir. Haziran ve Ağustos aylarında emeklilere verilen bayram ikramiyesi ilk dokuz aylık dönemde cari transfer giderlerinde artışa neden olurken, 2017 yılının ilk üç ayına ilişkin sigorta prim ödemelerinin yılın son çeyreğine ertelenmesinden kaynaklanan baz etkisi nedeniyle sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerinin düşük bir artış kaydetmesi, cari transferlerdeki artışı sınırlamıştır. Hane halkına yapılan transferlerin yüksek artış hızı kaydetmesinde Kamu Özel İşbirliği (KOİ) projelerine yapılan transferlerin de etkili olduğu düşünülmektedir. Diğer yandan, kamu yatırımlarını gösteren sermaye giderleri ile sermaye transferlerinde görece yüksek artış hızları dikkat çekmektedir. Borç verme kaleminde ise, gerek Haziran ayında üniversite hastanelerinin tıbbi malzeme ve ilaç alımlarıyla ilgili biriken borçlarının bir kısmının oluşturulan bir sistem çerçevesinde Maliye Bakanlığı tarafından karşılanmasının gerekse KGF'ye aktarılan tutarların etkisiyle önemli bir yükseliş kaydedilmiştir.

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

	Ocak-Eylül 2017	Ocak-Eylül 2018	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Faiz Dışı Bütçe Giderleri	441,6	543,1	23,0	78,6
1. Personel Giderleri	122,7	150,6	22,8	82,3
2. SGK Devlet Primi Giderleri	20,2	25,0	23,8	81,2
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	40,6	46,4	14,5	70,3
4. Cari Transferler	204,1	242,6	18,9	81,0
a) Görev Zararları	4,7	5,6	19,4	80,4
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	103,9	114,9	10,6	84,7
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	10,0	10,8	8,1	74,5
d) Gelirden Ayrılan Paylar	52,8	69,9	32,5	77,8
e) Hane Halkına Yapılan Transferler	11,7	17,3	47,8	81,5
5. Sermaye Giderleri	37,4	52,2	39,6	75,9
6. Sermaye Transferleri	7,4	10,7	45,1	70,1
7. Borç Verme	9,3	15,5	66,3	76,7

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri, 2018 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 19,8 oranında artarak 527 milyar Türk lirası olmuştur (Tablo 6.1.3). Gelir vergisi, kurumlar vergisi ve ithalde alınan KDV'nin görece olarak iyi bir performans sergilediği görülürken, dâhilde alınan KDV ve ÖTV tahsilatlarındaki artış, akaryakıttaki vergi indirimlerinin yanı sıra iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle sınırlı kalmıştır. Nitekim petrol ve doğalgaz ürünlerinden alınan ÖTV tahsilatında Mayıs ortasında yürürlüğe giren eşel-mobil sistemi nedeniyle geçen yılın aynı dönemine göre azalma olurken otomobil satışlarındaki azalış nedeniyle de motorlu taşıtlar üzerinden alınan ÖTV tahsilatı düşüş kaydetmiştir. İthalde alınan KDV'de gözlenen yüksek artışta ise artan döviz kuru etkili olmuştur. Vergi dışı gelirler incelendiğinde, geçen yıla göre özelleştirme gelirlerindeki gerilemenin belirgin olduğu; teşebbüs ve mülkiyet gelirlerindeki artışın Nisan ayındaki Merkez Bankası kâr transferi kaynaklı olarak görece yüksek gerçekleştiği; faizler, paylar ve cezalardan oluşan gelirlerin ise bedelli askerlik ve imar affının da etkisiyle önemli oranda artış sergilediği görülmektedir (Tablo 6.1.3). Bu çerçevede, imar barışı ve bedelli askerlik kapsamında Eylül sonuna kadar bütçeye aktarılan tutarların sırasıyla 3,1 milyar Türk lirası ve 3,4 milyar Türk lirası olduğu gözlenmektedir. Önümüzdeki dönemde vergi ve diğer alacakların yeniden yapılandırılması, imar affı ve bedelli askerlik uygulamalarından elde edilecek gelirlerin bütçe gelirlerini olumlu yönde etkilemeye devam etmesi beklenmektedir.

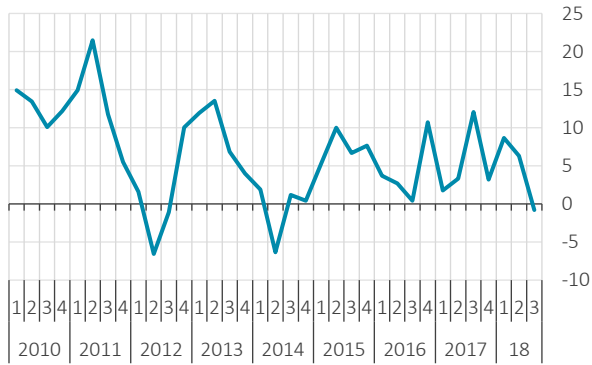
Tablo 6.1.3: Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri (Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2017	Ocak-Eylül 2018	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Genel Bütçe Gelirleri	439,9	527,0	19,8	77,3
I-Vergi Gelirleri	385,3	459,4	19,2	76,6
Gelir Vergisi	79,5	99,8	25,5	81,3
Kurumlar Vergisi	39,9	52,9	32,4	80,3
Dâhilde Alınan KDV	41,1	45,7	11,3	69,3
ÖTV	98,8	102,8	4,0	70,1
İthalde Alınan KDV	68,2	89,4	31,0	82,9
II-Vergi Dışı Gelirler	54,6	67,6	24,0	82,6
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	16,7	22,3	33,5	110,9
Faizler, Paylar ve Cezalar	25,8	37,8	46,5	81,4
Sermaye Gelirleri	9,0	5,8	-35,7	48,1

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

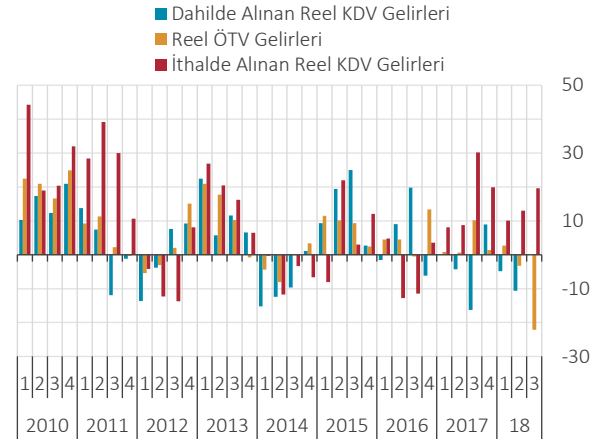
2018 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla reel vergi gelirlerinin sınırlı oranda azaldığı görülmektedir (Grafik 6.1.3). Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, ithalde alınan KDV’de reel bazda artış, KDV ve ÖTV gelirlerinde ise reel bazda azalış olmuştur (Grafik 6.1.4).

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



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

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

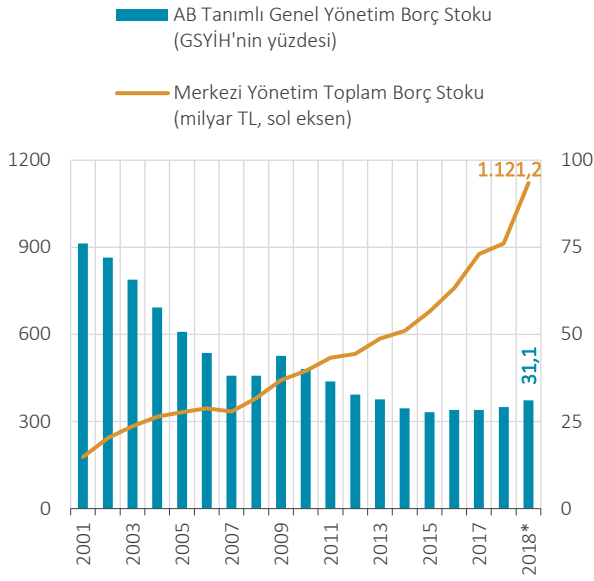


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

6.2 Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

YEP’de 2018 yılı gerçekleşme tahmini yüzde 31,1 olarak verilen AB tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYİH’ye oranı, 2018 yılının ilk yarısında bir önceki yıla göre 0,9 puan artarak yüzde 29,2 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 6.2.1).

Grafik 6.2.1: Kamu Borç Stoku Göstergeleri

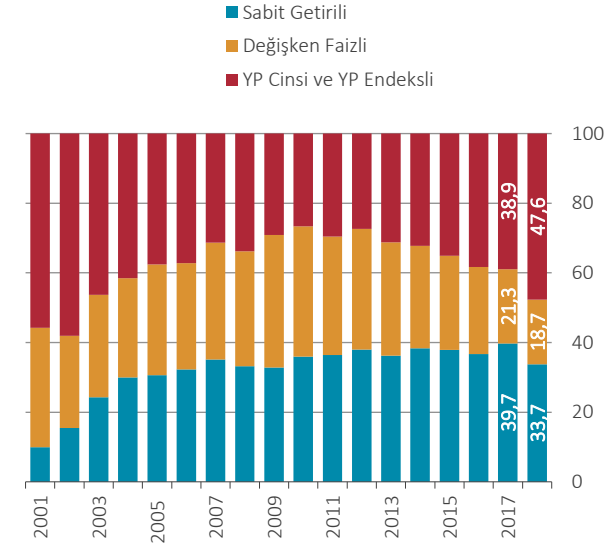


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Merkezi yönetim toplam borç stoku için 2018 yılı

Eylül ayı gerçekleşmesi, AB tanımlı genel yönetim borç stoku için YEP 2018 yılı gerçekleşme tahmini.

Grafik 6.2.2: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu* (%)

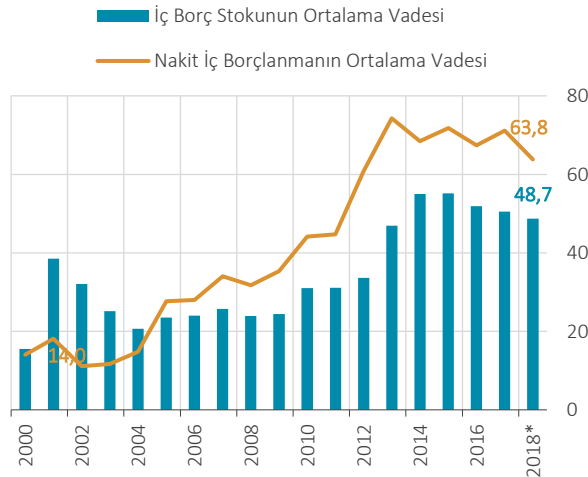


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Eylül ayı itibarıyla.

2018 yılı Eylül ayı itibarıyla, sabit getirili ve değişken faizli borç senetlerinin payı 2017 yılına göre azalırken, yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin payı kurlardaki yükseliş nedeniyle belirgin oranda artmıştır (Grafik 6.2.2). Söz konusu dönemde iç borçlanma ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılmıştır.

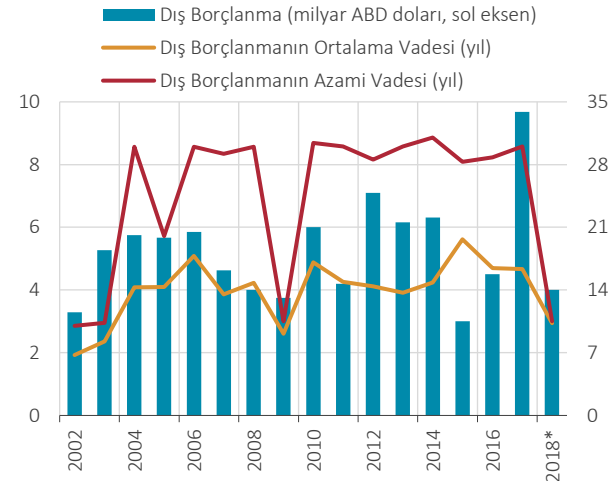
Grafik 6.2.3: Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Eylül ayı itibarıyla.

Grafik 6.2.4: Tahvil İhracı Yoluyla Dış Borçlanma



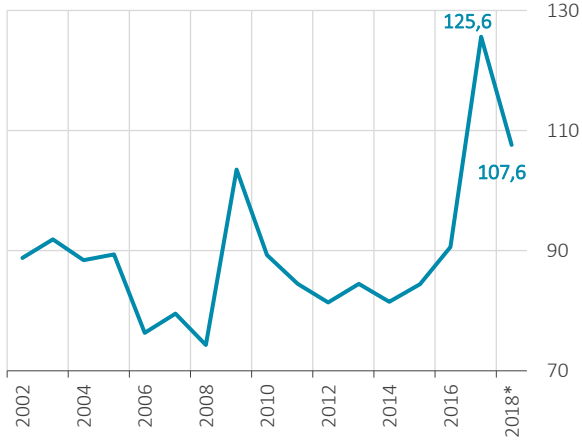
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Eylül ayı itibarıyla.

İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 2018 yılı Eylül ayı itibarıyla 48,7 ay düzeyindedir (Grafik 6.2.3). 2018 yılı Ocak-Eylül döneminde, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 4 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 10,3 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4). Dış borç çevirme oranı, 2018 yılı Eylül ayında bir önceki yıla göre azalarak yüzde 43 olmuştur. Bu dönemde, Hazine'nin dış borçlanmada net ödeyici konumunda olduğu görülmektedir.

İç borç çevirme oranı, 2018 yılı Eylül ayı sonunda yüzde 107,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). Bu dönemde kamu finansman ihtiyacı büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla karşılanmış; kamu mevduatı birikimlerinin bir kısmı da finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılmıştır. Ortalama iç borçlanma reel faiz oranı¹ ise son dönemde finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma ve ülke risk primindeki artışa bağlı olarak belirgin bir artış göstermiştir (Grafik 6.2.6).

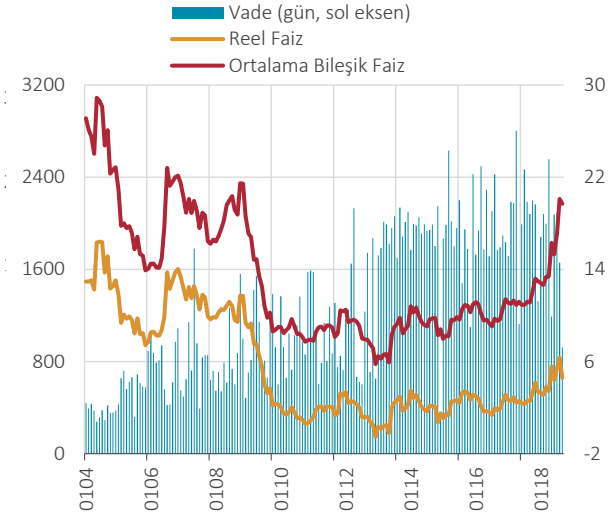
Grafik 6.2.5: Toplam İç Borç Çevirme Oranı (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Eylül ayı itibarıyla.

Grafik 6.2.6: Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı*



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Eylül ayı itibarıyla.

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

Kutu 6.1

Yeni Ekonomi Programı Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu

2019-2021 dönemini kapsayan Yeni Ekonomi Programı (YEP) 20 Eylül 2018 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır. YEP'in temel amacı, kısa vadede fiyat istikrarının ve finansal istikrarın yeniden tesis edilmesi, ekonomide dengelenmenin ve bütçe disiplininin sağlanması, orta vadede sürdürülebilir büyüme ve adaletli paylaşıma yönelik ekonomik değişimin gerçekleştirilmesi olarak ifade edilmiştir. Kamu maliyesi alanında mali disiplinin, dengelenme sürecinin en temel destekleyicisi olacağı belirtilmiştir. Sıkı maliye politikası çerçevesinde kamu harcamalarının azaltılacağı ve kamu gelirlerinin artırılacağı bir görünüm ortaya koyulmuştur. Bu sayede önümüzdeki üç yıl için bütçe açığının GSYİH'ye oranının yüzde 2'nin altında olması, faiz dışı bütçe fazlasının GSYİH'ye oranının ise kademeli bir artış göstererek dönem sonunda yüzde 1,3 seviyesine yükselmesi hedeflenmiştir (Tablo 1).

Sıkı maliye politikası çerçevesinde faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının 2018 yılında yüzde 19,9 olan seviyesinden 2019 yılında yaklaşık 1 puanlık azalma ile yüzde 19'a geriletilmesi; YEP dönemi boyunca bu eğilimin devam ederek 2021 yılında yüzde 18,5 seviyesine düşürülmesi planlanmaktadır (Tablo 1, Grafik 1). Aynı dönemde, faiz ödemelerinin GSYİH'ye oranının Hazine'nin artan borçlanma ihtiyacının yanı sıra faiz oranları ve kurlarda gözlenen gelişmeler neticesinde 2018 yılındaki yüzde 2'lik seviyesinden 2021 yılında 1 puanlık artışla yüzde 3 seviyesine yükseleceği öngörülmektedir. Öte yandan, maliye politikasının bir diğer önemli aracı olan vergi gelirlerinde de YEP dönemi boyunca bir artış eğilimi olduğu, 2018 yılında yüzde 16,9 oranında gerçekleşmesi beklenen vergi gelirinin GSYİH'ye oranının kademeli bir artış sergileyerek 2019 yılında yüzde 17'ye, 2021 yılında ise yüzde 17,5 seviyesine yükseleceği gözlenmektedir. Özetle YEP'de maliye politikasının, küçülen bir kamu ekonomisi ile makro dengelenme sürecine katkı sunması beklenmektedir.

Tablo 1: Merkezi Yönetim Bütçesi (GSYİH'ye Oran Olarak, %)

	2017	2018 ⁽¹⁾	2019 ⁽²⁾	2020 ⁽²⁾	2021 ⁽²⁾
Harcamalar	21,8	22,0	21,6	21,6	21,4
Faiz Hariç Harcamalar	20,0	19,9	19,0	18,7	18,5
Faiz Harcamaları	1,8	2,0	2,6	2,9	3,0
Gelirler	20,3	20,0	19,8	19,7	19,7
Vergi Gelirleri	17,3	16,9	17,0	17,2	17,5
Vergi Dışı Gelirler	3,0	3,2	2,8	2,5	2,3
Bütçe Dengesi	-1,5	-1,9	-1,8	-1,9	-1,7
Faiz Dışı Denge	0,3	0,1	0,8	1,0	1,3
AB Tanımlı Borç Stoku	28,3	31,1	28,5	28,2	27,2

Kaynak: YEP (2019-2021).

⁽¹⁾ Gerçekleşme tahmini.

⁽²⁾ Program.

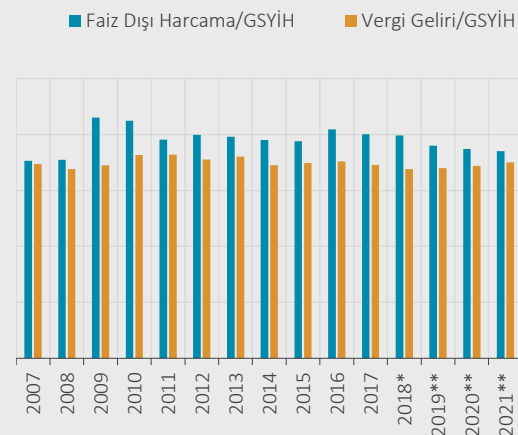
Mali konsolidasyonun en önemli bileşeninin vergi artışlarından ziyade kamu harcamalarından sağlanacak tasarrufa dayalı olması fiyat istikrarına katkı sağlama açısından olumlu bir görünüm arz etmektedir. Nitekim 2019 yılında yapılması planlanan toplam 76 milyar Türk liralık tasarruf tedbirinin 60 milyar Türk lirasının harcama kesintisi, 16 milyar Türk lirasının ise kamu gelirlerini

artırıcı önlemlerden oluşacağı ifade edilmiştir. Kamu harcamalarından yapılacak tasarrufların büyük ölçüde esnek bir harcama kalemi olarak değerlendirilen kamu yatırımlarından sağlanması ve bütçe harcama katılıkları elverdiği ölçüde cari transfer ve tüketim harcamalarından da kesinti yapılması planlanmaktadır.

Kamu mali duruşunun değerlendirilmesinde döngüsel etkilerden arındırılmış faiz dışı bütçe dengesinin kullanılması önem taşımaktadır. İktisadi faaliyetin güçlü (zayıf) olduğu dönemlerde otomatik dengeleyiciler vasıtasıyla vergi gelirlerinin yüksek (düşük) olması, faiz dışı bütçe dengesinin ima ettiği maliye politikası duruşunun okunmasını zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede vergi gelirlerinin iş çevrimlerine duyarlı olan bölümünün ayıklanması yoluyla elde edilen döngüsel etkilerden arındırılmış faiz dışı bütçe dengesinin ihtiyari maliye politikası uygulamalarını yansıtmaları açısından daha sağlıklı bir yaklaşım olacağı değerlendirilmektedir¹ Grafik 2’de 2013 yılından bu yana azalma eğilimine giren döngüsel etkilerden arındırılmış faiz dışı bütçe dengesinin 2017 yılında uygulamaya koyulan genişletici maliye politikaları sonucunda sert bir şekilde gerilediği görülmektedir. Çıktı açığının sıfıra yakın olduğu 2018 yılında faiz dışı bütçe dengesi ile döngüsel etkilerden arındırılmış faiz dışı bütçe dengesi arasındaki farkın kapanması; çıktı açığının negatif bölgede yer alacağı ve ihtiyari olarak sıkı maliye politikasının uygulanacağı 2019 yılında ise iki tanım arasındaki farkın genişlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede 2019 yılında döngüsel etkilerden arındırılmış faiz dışı bütçe dengesinin ima ettiği maliye politikası sıkılaşmasının faiz dışı bütçe dengesinin ima ettiği sıkılaşmaya göre yaklaşık 0,4 puan daha yüksek olacağı değerlendirilmektedir (Grafik 2). Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik sıkı para ve maliye politikası bileşiminin risk priminin düşürülmesine katkı sağlayarak para politikasının etkinliğini artırması beklenmektedir.

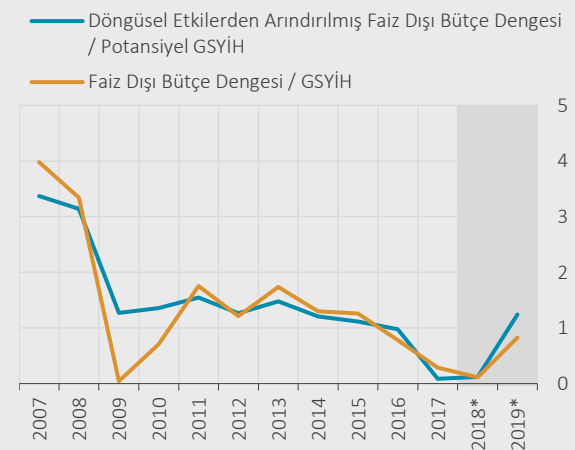
Makro dengelenme sürecinde, ılımlı büyümenin yanı sıra faiz oranlarındaki ve kurlardaki göreceli artışların borç stokunu artırıcı etkisinin sıkı para politikası ve sağlanacak mali disiplin yoluyla dengeleneceği ve bu dönemde borç stokunun GSYİH’ye oranının kademeli olarak düşürülerek maliye politikasının para politikasına destek vereceği bir politika çerçevesi esas alınmıştır (Tablo 1). Etkin politika koordinasyonu için maliye politikasının yönetilen ve yönlendirilen fiyatlar ile vergi ayarlamaları kanalıyla enflasyon ile mücadelede verdiği katkının sürdürülmesi ve maliye politikası tarafında program çerçevesinden sapmaların en aza indirilmesi önem arz etmektedir.

Grafik 1: Faiz Dışı Harcamalar ve Vergi Gelirleri
(GSYİH’ye Oran Olarak, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
* YEP(2019-2021) gerçekleşme tahmini.
** YEP (2019-2021) program.

Grafik 2: Döngüsel Etkilerden Arındırılmış Faiz Dışı Bütçe Dengesi
(Potansiyel GSYİH’ye Oran Olarak, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TCMB hesaplamaları.
* Tahmin.

¹ Kamu harcamaları iktisadi dalgalanmalardan ziyade büyük ölçüde ihtiyari maliye politikaları sonucu belirlendiği için faiz dışı harcamalar için döngüsel etkilerden arındırma işlemi yapılmamıştır.

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

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

Tüketici enflasyonu, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde hızla yükselerek Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin bir biçimde üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 7.1.1). Bu dönemde Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri ve fiyatlama davranışlarında görülen bozulma enflasyon tahminlerindeki sapmada etkili olmuştur. Enflasyondaki artışın alt gruplar geneline yayıldığı, ana eğilim göstergelerinde de belirgin bozulmanın devam ettiği gözlenmiştir. Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler, gerek beklenti gerekse geçmişe dönük endeksleme kanalıyla fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemektedir. Üretici enflasyonunun üçüncü çeyrek itibarıyla yüksek seviyelere ulaşmasıyla tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları belirginleşmiştir.

Güncel olarak açıklanan milli gelir ve istihdam verileri ile geriye dönük güncellemeler iktisadi faaliyetin, 2018 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinden bir miktar daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri yılın ikinci çeyreği için yukarı yönlü, üçüncü çeyreği için ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Öte yandan, son dönemde Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybı ve yükselen belirsizlik algısının etkisiyle finansal piyasalarda görülen oynaklık artmış; finansal koşullar öngörülerin üzerinde sıkışmıştır. Bu çerçevede, 2018 yılının son çeyreğinde talep koşullarındaki yavaşlamanın daha hızlı olacağı değerlendirilmektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, maliye politikasının dengelenme sürecine vereceği katkının arttığı ve risk algısının kademeli olarak iyileştiği bir görünüm esas almıştır.

Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2018-II	2018-III
Çıktı Açığı	1,3 (0,4)	-0,7 (-0,5)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	15,4 (15,4)	24,5 (15,4)
İşlenmemiş Gıda, Tütün ve Alkollü İçecekler Dışı Enflasyon (İGTD) (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	15,2 (15,2)	24,8 (15,7)

* Parantez içindeki sayılar Temmuz Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

Temmuz Enflasyon Raporu sonrası dönemde Türkiye'ye ilişkin finansal piyasa göstergeleri, jeopolitik gelişmeler, enflasyon görünümünün bozulması ve makro politika bileşimine dair belirsizlikler nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelerden olumsuz ayrılmıştır. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de Ağustos-Ekim döneminde portföy çıkışları artmıştır. Finansal piyasalarda gözlenen oynaklığın da etkisiyle kredi-mevduat faiz farkı oldukça yüksek seviyelere çıkmış ve finansal koşullardaki sıkılık belirgin şekilde artmıştır. Kredilerdeki daralma hem arz hem talep kaynaklı olarak devam etmektedir. Banka Kredileri Eğilim Anketi de, üçüncü çeyrekte kredi standartlarının sıkılaştığına ve bu sıkılaştırmanın dördüncü çeyrekte de devam edeceğine işaret etmektedir.

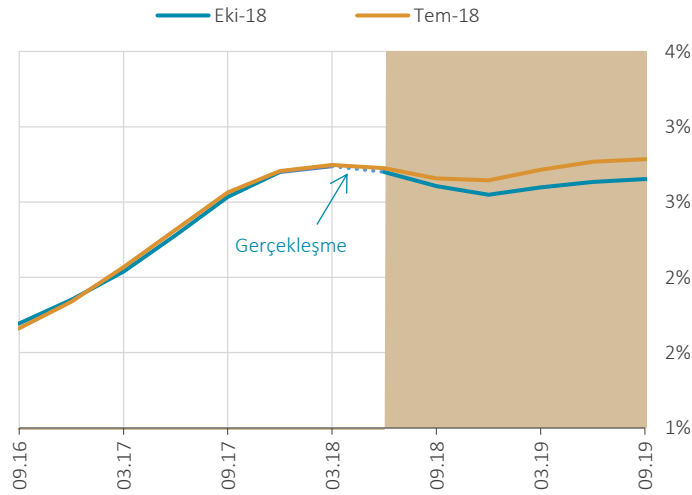
Ağustos ayında TCMB ve BDDK'nın aldığı likidite tedbirleri ve Eylül ayı PPK toplantısında fiyat istikrarı amacını desteklemeye yönelik olarak yapılan güçlü parasal sıkılaştırmanın etkisiyle Eylül ve Ekim aylarında finansal göstergelerde bir miktar iyileşme gözlenmiş ve Türk lirası kayıplarının bir kısmını geri almıştır. Ekim ayı PPK toplantısında finansal koşullardaki sıkılaştırmanın da etkisiyle iç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı öngörüsüyle fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklere dikkat çekilerek sıkı parasal duruşun korunmasına karar verilmiştir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel Büyüme

Temmuz Enflasyon Raporu sonrası dönemde küresel büyüme hızı ivme kaybetmiştir. Bu dönemde açıklanan verilere göre ABD'de büyüme yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe benzer bir seyir gösterirken, Euro Bölgesi'nde büyüme yavaşlamıştır. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler küresel büyümenin daralmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Eylül Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2018 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminleri bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, ABD için değişmemiş, Euro Bölgesi için ise sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu büyüme eğiliminin, yılın geri kalanında ve 2019 yılında gelişmekte olan ülkeler ve Euro Bölgesi kaynaklı olarak bir miktar yavaşlayacağı beklenmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak alınan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı önümüzdeki dönem için bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin dış talep görünümünde, jeopolitik gelişmeler ve korumacılık söylemleri ile ilişkili olarak aşağı yönlü riskler daha belirgindir.

Grafik 7.1.1: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi* (Yıllık Ortalama % Değişim)



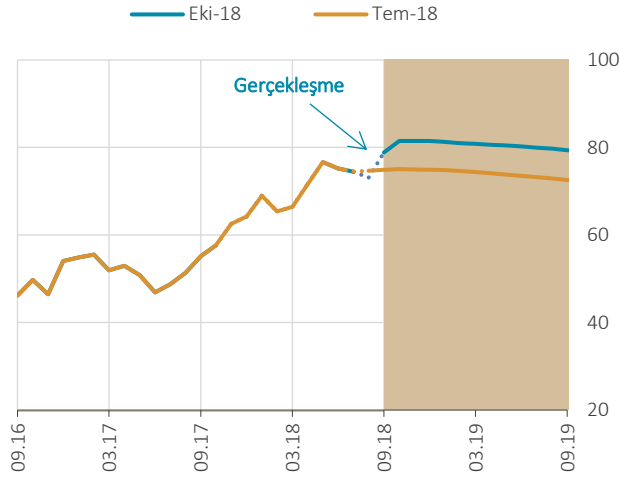
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

İthalat Fiyatları

Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak, Temmuz Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için ortalama 73 ABD dolarından 75 ABD dolarına, 2019 yılı için ise 73 ABD dolarından 80 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşme, Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. 2019 yılına ilişkin varsayımlar ise sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

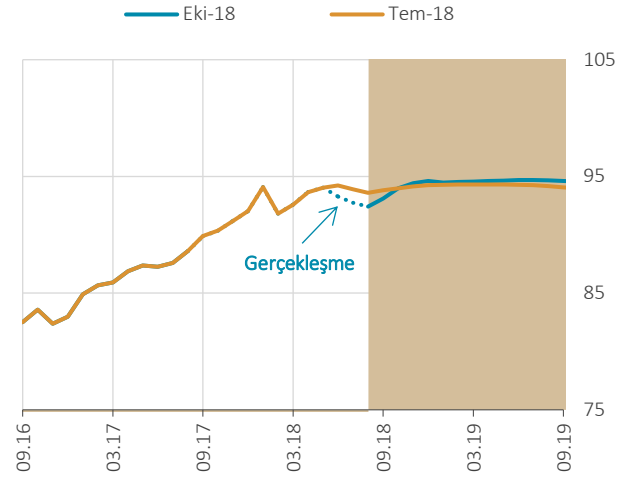
Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 7.1.3: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (Endeks, 2010=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bu yana gelişmiş ülkelerin para politikalarında normalleşme devam etmektedir. Fed beklentilerle uyumlu olarak 2018 yılının üçüncü faiz artırımını yapmıştır. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırma eğilimini kademeli bir şekilde devam ettirmesi beklenmektedir. Fed'in 2019 yılında öngördüğü üç faiz artışına karşın, piyasanın fiyatladığı faiz artışı sayısı geçen rapor dönemi ile aynı düzeyde ve ikinin altındadır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre 2019 yılının ikinci yarısı itibarıyla sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

İşlenmemiş Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir diğer değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı üçüncü çeyreği sonunda yüzde 34'e ulaşarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze fiyatlarında Temmuz ve Ağustos aylarında beklenen düzeltme sınırlı kalmış, Eylül ayında ise güçlü bir fiyat artışı gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler ışığında, 2018 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini yüzde 13'ten yüzde 29,5'e; 2019 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini ise yüzde 10'dan yüzde 13'e güncellenmiştir (Tablo 7.1.2).

Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre iktisadi faaliyeti daha az destekleyici bir konuma gelmiştir. Eşel mobil uygulamasıyla uluslararası petrol fiyatları ve döviz kurundaki artışların akaryakıt fiyatlarına yansımaları sınırlı kalmaya devam etmiştir. Buna karşılık, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yapılan ayarlamalar Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen oranların üzerinde gerçekleşerek, enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. 20 Eylül 2018 tarihinde açıklanan Yeni Ekonomi Programı'nda, kamu maliyesinin, makro dengelenme sürecine sıkı politika çerçevesi izleyerek katkıda bulunacağı belirtilmiştir. Sıkı politika çerçevesinin vergi artışları yolu ile değil, harcamalarda kesinti yoluyla belirlenmiş olması, fiyat istikrarına katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, ileriye dönük tahminler oluşturulurken, 2019 yılında daha belirgin olmak üzere kamunun iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun yerini zayıf bir duruşa bıraktığı;

buna bağlı olarak harcama ve cari transferlerdeki artış oranlarının azaldığı; kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde büyük ölçüde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlendiği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür (Kutu 6.1).

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

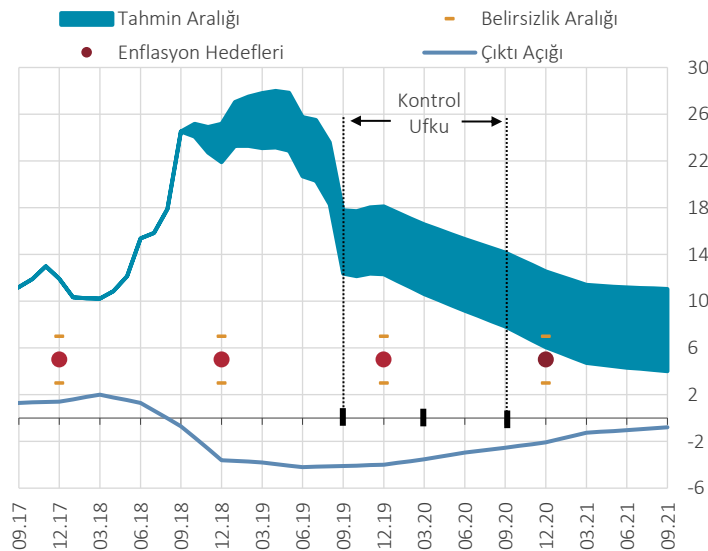
	2018	2019
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,5 (2,6)	2,6 (2,7)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	75 (73)	80 (73)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,0 (6,3)	1,3 (0,5)
ABD 3 Aylık Tahvil Faizleri (Yıl Sonu, Yüzde)	2,3 (2,3)	3,0 (2,9)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	29,5 (13,0)	13,0 (10,0)

* Parantez içindeki sayılar Temmuz Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

7.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 23,5 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 15,2'ye, 2020 yılsonunda yüzde 9,3'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 21,9 ile yüzde 25,1 aralığında (orta noktası yüzde 23,5), 2019 yılı sonunda yüzde 12,3 ile yüzde 18,1 aralığında (orta noktası yüzde 15,2), 2020 yılı sonunda ise yüzde 6,0 ile yüzde 12,6 aralığında (orta noktası yüzde 9,3) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1). Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Enflasyon tahminlerindeki yukarı yönlü güncelleme büyük ölçüde, Temmuz Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde döviz kurunda gözlenen hızlı yükseliş ve fiyatlama davranışındaki bozulmadan kaynaklanmıştır (Grafik 7.2.2). Öte yandan, çıktı açığı 2018 yılı son çeyreğinden itibaren özellikle 2019 yılı için belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiş ve talep koşullarının bir önceki Rapor dönemine göre enflasyonu düşürücü yöndeki etkisi güçlenmiştir. 2018 ve 2019 yılına ilişkin enflasyon tahminlerindeki yukarı yönlü güncellenmenin kaynakları Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

Tablo 7.2.1: 2018 ve 2019 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

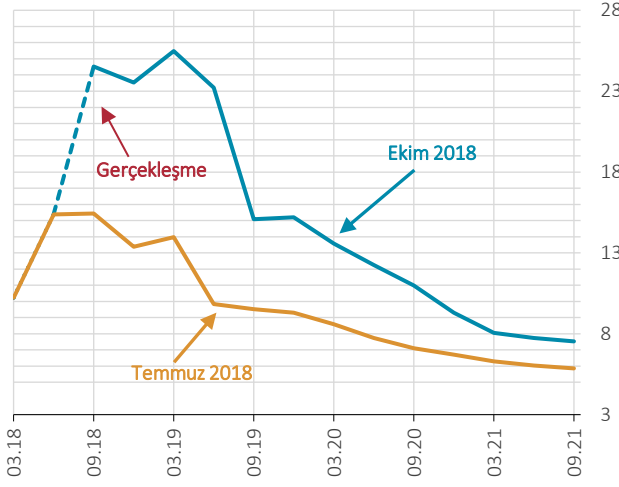
	2018	2019
2018-III (Temmuz 2018) Tahmini	13,4	9,3
2018-IV (Ekim 2018) Tahmini	23,5	15,2
2018-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	10,1	5,9
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları		
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları ile Enerji Fiyat Ayarlamaları Dahil)	4,1	3,0
Enflasyon Tahminindeki Sapma/Enflasyonun Ana Eğilimi	2,5	3,6
Gıda Enflasyonu	3,8	0,7
Çıktı Açığı	-0,3	-1,4

Kaynak: TCMB.

2018 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 13,4'ten yüzde 23,5'e yükseltilmiştir. Temmuz Enflasyon Raporuna göre 10,1 puanlık yukarı yönlü güncellenmenin 4,1 puanı Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Söz konusu etkinin büyük kısmı yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda görülen değer kaybı ve kurdan enflasyona geçişkenlikte gözlenen değişimden kaynaklanmakla birlikte; akaryakıt dışı enerji fiyatlarındaki artışların geçen Rapor dönemi varsayımlarının üzerinde kalması da bu güncellemede etkili olmuştur. Eşel mobil uygulamasının 2018 yıl sonuna kadar sürdürüleceği varsayımı, kurdaki artışın akaryakıt fiyatları kanalıyla enflasyon tahmini üzerinde oluşturacağı ek baskıyı sınırlamaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyon tahminindeki 9,1 puanlık sapma ile fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın yıl sonu enflasyon tahminini 2,5 puan yükselteceği; gıda enflasyonu varsayımındaki güncellenmenin de 3,8 puan yukarı yönlü etki yapacağı değerlendirilmiştir. Çıktı açığında 2018 yılı son çeyreğinde belirginleşen derinleşmenin 2018 yılı enflasyonunu sınırlayıcı etkisi -0,3 puan olarak tahmin edilmiştir.

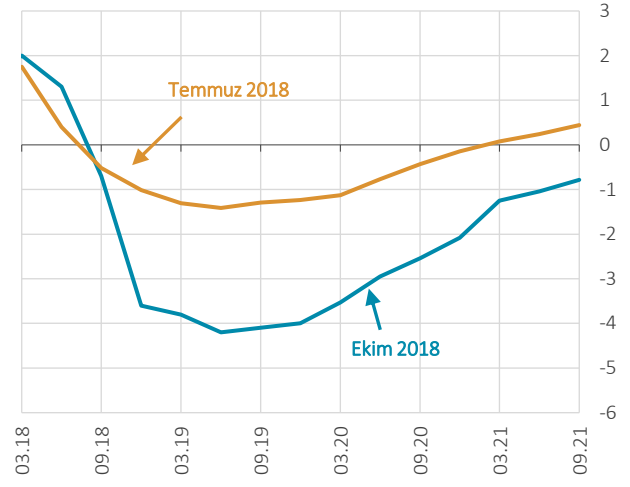
Talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2019 yılında belirginleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.3). Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2019 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine göre -1,4 puan aşağı çekmektedir (Tablo 7.2.1). Diğer taraftan, enflasyondaki ataletle birlikte 2019 yılına taşınması beklenen kur etkisi ile 2019 yılında petrol fiyatı varsayımındaki yükselişin enerji fiyatlarına beklenen yansımalarına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2019 yıl sonu tahmini üzerindeki yükseltici etkisi toplamda 3,0 puan olarak tahmin edilmektedir. 2018 yıl sonu enflasyon tahminindeki 10,1 puanlık sapmanın 3,6 puanının geçmişe dönük endeksleme davranışına bağlı olarak 2019 yıl sonu enflasyon tahminine de yansıması beklenmektedir. Son olarak, 2019 yılı gıda enflasyonu varsayımının yüzde 10'dan yüzde 13'e yükseltilmesi, 2019 yıl sonu enflasyon tahminine 0,7 puan eklemiştir. Bu doğrultuda, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor dönemine göre 5,9 puan yükselterek, yüzde 15,2'ye çekilmiştir (Grafik 7.2.2).

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



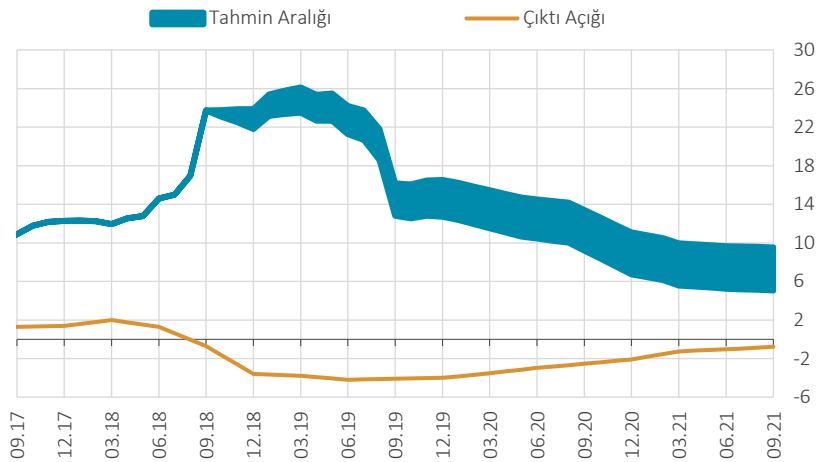
Kaynak: TCMB.

Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son haftalarda gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun ve enflasyon odaklı politika eşgüdümünün kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra cari açığta devam etmesi beklenen dengelenme sürecinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna göre, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlendirme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş makro politika koordinasyonunun da desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon bekleyişlerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün ve özellikle finansal istikrarı destekleyici politikaların kredi piyasası ve yurt içi talep üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlayarak makro dengelere ve dezenflasyon sürecine olumlu katkı yapması beklenmektedir. Bu çerçevede, sıkılaştan finansal koşulların etkisiyle 2018 yılı son çeyreğinden itibaren belirgin ölçüde azalması beklenen çıktı açığının, 2019 yılı ikinci yarısından itibaren yavaş ve kademeli olarak toparlanacağı ve iç talepteki yavaşlamanın daha fazla derinleşmeyeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.3). Bu öngörüler, bankaların yurt dışı finansman koşullarının ve kredi arzının iyileştiği, yeniden yapılandırmalara ilişkin belirsizliklerin azaldığı ve güvenin artmasıyla kredi kanalının işlerlik kazandığı bir görünüm ile uyumludur.

İşlenmemiş gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, çekirdek enflasyon göstergelerine ilişkin tahminler de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Tüketici enflasyonuna benzer bir şekilde, B endeksi yıllık enflasyonunun 2018 yılında yüksek seyrini koruyacağı, 2019 yılının ikinci yarısında hızlı bir düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 6 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

Gelinen noktada yüksek enflasyonun yalnızca maliyet artışları ve talep yönlü baskılardan kaynaklanmadığı, fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da fiyat artırma eğiliminin ekonominin geneline yayılmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin belirgin şekilde üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Orta vadeli beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkması, enflasyon beklentilerini çıpalayacak bir para politikası stratejisinin diğer ekonomi politikalarıyla eşgüdüm halinde uygulanmasının ve enflasyonu düşürme konusundaki ortak kararlılığın iletişiminin güçlü bir şekilde yapılmasının önemine işaret etmektedir. Maliye politikasının dengelenme sürecine katkıda bulunması ve kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi de beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2018 Yıl Sonu	23,5	24,2	5,0
12 Ay Sonrası	14,9	17,0	5,0
24 Ay Sonrası	10,4	12,7	5,0

Kaynak: TCMB.

* Ekim ayı Beklenti Anketi verileri.

7.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporundaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulunun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Değişen enflasyon dinamiklerine bağlı olarak enflasyon ve tahmin belirsizliğinin yükselmiş olmasının dışında makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:

- Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda ilave bozulma;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşmanın belirginleşmesi;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret politikaları) dair riskler;
- Ücret artışlarında geçmişe endekslemenin yükselmesi;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarının yükselmesi;
- Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi.

Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 7.3.1’de özetlenmektedir.

Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne dair başlıca riskin fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın devam etmesi olduğu değerlendirilmektedir. Son aylarda döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlendiği, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı ve fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir. Mevcut durumda döviz kuru kaynaklı ilave enflasyon baskılarının nispeten sınırlı kalacağı değerlendirilmekle birlikte, döviz kuru oynaklığının halen yüksek seyretmesi enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Enflasyonun ve ülke risk priminin bulunduğu yüksek seviyelerde, makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyonu düşürücü etkisinin yeterince hızlı ve etkin bir şekilde hayata geçmemesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda fiyatlama davranışında ortaya çıkacak ilave bozulma enflasyonu düşürmek için mevcut Raporda öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşunun daha uzun süre sürdürülmesini gerektirebilecektir.

Fiyatlama davranışındaki bozulma, finansal koşullardaki sıkılık ve reel sektörün finansal durumu arasındaki etkileşim yakın dönemde enflasyon dinamiklerinde değişime yol açarak enflasyon ve tahmin belirsizliğini yükseltmiştir. Firmaların maruz kaldığı birikimli maliyet baskıları ve kârlılıklarındaki düşüş, işletme sermayesi maliyetlerindeki artış da dikkate alındığında, talep kanalının enflasyonu düşürücü etkisinin tarihsel verilerin ima ettiğinden daha sınırlı kalmasına neden olabilecektir. Kısa vadede para politikası kararları yeni açıklanacak verilere daha duyarlı olacak ve enflasyon görünümünde değişiklikler tespit edilmesi durumunda para politikası duruşu buna göre uyarlanacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Gelişmiş ülkelerde parasal sıkılaşma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş, dünya ticaretinde korumacılığın yükselmesi, İngiltere’nin AB’den çıkış sürecine dair gelişmeler, İtalya’nın bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler ile İran’a yönelik olarak uygulanması beklenen yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının önümüzdeki dönemde dalgalı bir seyir izlemesine neden olarak portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkılaşmış olan kredi koşullarında önümüzdeki dönemde meydana gelecek normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların

aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlandıracak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeten para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek açısından büyük önem kazanmıştır.

Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdümün, ana senaryoda esas alınan çerçeveden daha zayıf bir görünüm sergilemesi, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından bir risk olarak değerlendirilmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. 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.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasında yer almaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve artan işsizliğin aşağı yönlü etkilerine karşın, enflasyondaki yüksek düzeylerin endeksleme kanalıyla ücretler üzerinde yukarı yönlü etkide bulunacağı tahmin edilmektedir. Bu noktada yukarıda bahsedilen endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması yönündeki çabaların yanında, maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarıyla ne ölçüde telafi edilebildiğine ve reel ücret artışlarının toplam talep üzerindeki etkisine yönelik değerlendirmeler de para politikası kararlarında önemli rol oynayacaktır.

Ham petrol fiyatları ve yurt içi gıda fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Yakın dönemde ABD'de kaya petrolü arzına ilişkin sorunların büyük ölçüde çözülmesine karşın, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan arz eksikliği, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, küresel büyüme üzerindeki muhtemel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Yurt içindeki gıda fiyatlarına dair risklerin de, özellikle kısa vadede, birikimli maliyet yönlü baskılardan ötürü yukarı yönlü olduğu tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

Tablo 7.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları*

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda ilave bozulma	Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı: - Enflasyonda kaydedilen yüksek seviyelerin fiyatlama davranışında ilave bozulmaya yol açarak geçmiş enflasyona endeksleme davranışını daha da güçlendirme ihtimali bulunmaktadır. ↑ - Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin birbirini besleyen bir sürece yol açarak enflasyon beklentilerine dair çıkanın zayıflaması söz konusu olabilecektir. ↑	- Temel enflasyon göstergeleri - Yayılm endeksleri - Beklenti Anketi - Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışının güçlenmesi
Değişen enflasyon dinamiklerine bağlı olarak enflasyon ve tahmin belirsizliğinin yükselmesi	Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı: - Birikimli maliyet baskıları ve firma kârlılıklarındaki düşüşe ilave olarak işletme sermayesi maliyetlerindeki artış, çıktı açığı ile enflasyon arasındaki tarihsel ilişkinin değişmesine yol açabilecektir. ↑ - Döviz kuru oynaklığının halen yüksek seyretmesi, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliği artırabilmektedir. ↑ - Enflasyonla Topyekûn Mücadele programı kapsamında gerçekleşen indirimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin büyüklüğü ve kalıcılığına dair belirsizlikler kısa vadeli enflasyon tahminleri üzerinde etkili olabilecektir. ↔	- Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri - Çeşitli çıktı açığı göstergeleri - Sektörler itibarıyla firmalar kesimi finansal tabloları ve TGA'lar - Yayılm endeksleri - Enflasyon ve döviz kuru beklentileri
Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması	Küresel Para Politikaları: - Gelişmiş ülkelerde parasal sıkılaşma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş geliştirmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yavaşlamasına yol açabilecektir. ↑ Küresel Risk İştahı: - Korumacı ticaret politikaları küresel büyümeye dair endişeleri tetikleyerek küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecektir. ↑ - İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair belirsizlikler, İtalya'nın borç dinamiklerine dair endişelerin ve İran'a yönelik uygulanması beklenen yaptırımların küresel risk iştahını sınırlaması mümkün görülmektedir. ↑	- Küresel risk iştahı göstergeleri - Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı - Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler - Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler

Tablo 7.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları*

Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaştırmanın belirginleşmesi	Bilanço Kanalı: - Firma bilançolarında döviz kurları ile girdi maliyetlerindeki artış kaynaklı bozulma ile nakit akışındaki yavaşlama, iktisadi faaliyette mevcut Raporda öngörülenden daha belirgin bir yavaşlamaya yol açabilecektir. - Finansal güçlüklerle bağlı olarak borcunu ifa edemeyen firma sayısının yükselmesi ülke risk primi üzerinde de olumsuz etkide bulunabilecektir. - Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle kredi koşullarının sıkılaşması söz konusu olabilecektir. Banka Kredi Verme Kanalı: - Bankaların SYR'lerindeki düşüş kredi arzı üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir.	- Kamu ve özel banka ayrımında kredi büyümesi gelişmeleri - Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler - Sektörler ve kredi türleri cinsinden TGA'lar - Firma tahvil ihraçlarının getiri farkı - Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi) - Finansal ve reel kesim bilançoları, finansal fon akımları - Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel) - Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri
Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	Talep Kanalı: - Maliye politikasının yurt içi talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki genişletici etkisinin devam etmesi fiyatlar üzerinde talep baskısının sürmesine yol açabilecektir. Risk Primi: - Maliye politikasının para politikası ile yeterince eşgüdüm hâlinde bulunmaması ve, başta cari işlemler dengesi ve enflasyon olmak üzere, makroekonomik dengelenme sürecine ihtiyaç duyulan düzeyde katkı vermemesi ülke risk priminin yükselmesine yola açabilecektir. Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları: - Kamu tarafından belirlenen ücretlerde ve diğer yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarında geçmiş enflasyona endekslemenin devam etmesi, enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir. - Ham petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların akaryakıt fiyatları üzerindeki etkisini yumuşatan idari düzenlemenin fiyatları yükseltici bir konjonktürde sona erdirilmesi enflasyon üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir.	- Yeni Ekonomi Programı ve 2019 yılı bütçesi çerçevesinde alınması öngörülen maliye politikası tebirleri - Para ve maliye politikası etkileşimine dair gelişmeler - Yurt içi talep göstergeleri - Maliye politikası tedbirlerine duyarlı harcama kalemlerindeki gelişmeler - Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları - Bütçe, cari işlemler ve diğer ödemeler dengesi göstergeleri - Çıktı açığı tahminleri
Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların sürmesi	Risk Primi: Ülke risk primini belirleyen unsurlardaki gelişmelere bağlı olarak Türkiye'ye yönelik risk algısının bozulması veya küresel finansal piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalardan kaynaklanabilecek bulaşıcılık etkisi ülke risk primini olumsuz etkileyebilecektir.	- İma edilen kur oynaklıkları - Risk primi göstergeleri - Küresel risk iştahı göstergeleri - Döviz kurları

Tablo 7.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları*

Ücret artışlarında geçmişe endekslemenin yükselmesi	Fiyatlama Davranışı ve Beklentiler: - Enflasyondaki yüksek düzeylerin endeksleme kanalıyla ücretler üzerinde yukarı yönlü etkide bulunmasından ötürü, maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarıyla telafi edilemediği durumda, tüketici fiyatlarına yansımaları söz konusu olabilecektir. Talep Kanalı: 2019 yılında gerçekleşmesi beklenen reel ücret artışları toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.	- Reel birim işgücü maliyetleri - Reel kazanç endeksleri - Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri - Asgari ücret belirlenme süreci - Tüketim harcamaları
Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması	Dış Talep: - Söz konusu politikaların başta ABD ve Çin ekonomisi olmak üzere küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü etkide bulunması mümkündür. Bahsi geçen ek gümrük tarifesi Avrupa Birliği'nde iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu durumda Türkiye'nin dış talebinde görülebilecek zayıflama kapasite baskılarını azaltabilecektir. - Talebin bazı sektörlerde korumacı önlemlere maruz kalan ülkelere Türkiye'ye yönelmesi durumunda sektörel kapasite baskıları hissedilebilecektir. Küresel Enflasyon ve Finansal Koşullar: - Korumacı önlemlerin taraf ülkelerde enflasyona yol açması nedeniyle para politikalarının tepki vermesi küresel finansal koşulları sıkılaştırarak Türk lirasında değer kaybına neden olabilecektir.	- Korumacı ticaret politikalarındaki gelişmeler - İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi - Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri - Sektörel faaliyet ve fiyat verileri - Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere para politikası tepkisi
Ham petrol ve ithalat fiyatları	İthalat Fiyatları: - Ham petrol piyasasında, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan arz eksikliği, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir. - Küresel büyümedeki zayıflamaya dair riskler ise orta vadede emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü etkide bulunabilecektir.	- Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi - OPEC kararları - Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler - İthalat ve cari işlemler dengesi
Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi	İşlenmemiş Gıda Fiyatları: Son dönemde uzun vadeli eğilimlere kıyasla yüksek artış sergileyen işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülen düzeltmenin gecikmesi durumunda enflasyon beklentileri de olumsuz etkilenebilecektir.	- Alt kalemler ve maddeler itibarıyla gıda fiyatlarındaki gelişmeler - İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması - Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri

* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑, ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. Enflasyon tahmini üzerinde net etkinin tam olarak belli olmadığı durumlar için ↔ işareti kullanılmıştır. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	1
Grafik 1.2	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Haftalık Fon Akımları	1
Grafik 1.1.1	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.2	Kısa Vadeli Faizler	2
Grafik 1.1.3	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	3
Grafik 1.1.4	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	3
Grafik 1.1.5	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	3
Grafik 1.1.6	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	3
Grafik 1.2.1	Temmuz 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2	İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Temmuz 2018 Tahminleri ve	4
Grafik 1.2.3	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	5
Grafik 1.2.4	TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Fiyat Artış	5
Grafik 1.2.5	GSYİH ve Yurt İçi Talep	5
Grafik 1.2.6	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları	5
Grafik 1.2.7	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.8	İşsizlik Oranları	6
Grafik 1.2.9	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.2.10	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.11	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

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	13
Grafik 2.1.4	Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI	13
Grafik 2.1.5	Gelişmekte Olan Ülkeler PMI	13
Grafik 2.1.6	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	13
Grafik 2.2.1	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	15
Grafik 2.2.2	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	15
Grafik 2.2.3	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları	16
Grafik 2.2.4	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları	16
Grafik 2.3.1	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017–Aralık 2019	18
Grafik 2.3.2	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017–Aralık 2019	18
Grafik 2.3.3	2019 Yılı Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi	19
Grafik 2.3.4	2019 Yılı Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği ECB Politika Faizi	19
Grafik 2.4.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	19
Grafik 2.4.2	MSCI Endeksleri	19
Grafik 2.4.3	JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri	20
Grafik 2.4.4	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları	20

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1	TÜFE ve D Endeksi	25
Grafik 3.2	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	25
Grafik 3.1.1	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	26
Grafik 3.1.2	Temel Mal Fiyatları	26
Grafik 3.1.3	Seçilmiş Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları	27
Grafik 3.1.4	Temel Mal Fiyatları	27
Grafik 3.1.5	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	28
Grafik 3.1.6	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	28
Grafik 3.1.7	Konaklama Hizmetleri ve Turizm Gelirleri	28
Grafik 3.1.8	Diğer Hizmetler ve Döviz Kuru Sepeti	28
Grafik 3.1.9	Hizmet Fiyatları	29
Grafik 3.1.10	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	29
Grafik 3.1.11	B ve C Endeksi	29

Grafik 3.1.12	B ve C Endeksi	29
Grafik 3.1.13	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve Medyan	30
Grafik 3.1.14	TÜFE ve B Yayılım Endeksleri	30
Grafik 3.2.1	Gıda ve Enerji Fiyatları	30
Grafik 3.2.2	Gıda Fiyatları	30
Grafik 3.2.3	Seçilmiş İşlenmemiş Gıda Kalemleri	31
Grafik 3.2.4	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Kalemleri	31
Grafik 3.2.5	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	31
Grafik 3.2.6	Yurt içi Enerji Fiyatları	31
Grafik 3.3.1	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	33
Grafik 3.3.2	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	33
Grafik 3.3.3	Enerji ve İmalat Fiyatları	33
Grafik 3.3.4	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	33
Grafik 3.4.1	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	34
Grafik 3.4.2	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	34
Grafik 3.5.1	TÜFE Enflasyon Beklentileri	34
Grafik 3.5.2	Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi	34
Grafik 3.5.3	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	35
Grafik 3.5.4	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	35

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	45
Grafik 4.1.2	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	45
Grafik 4.1.3	Ekonomik Belirsizlik Endeksi	46
Grafik 4.1.4	Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı ve Reel Ticari Kredi Faizi	46
Grafik 4.1.5	Sanayi Üretim Endeksi	46
Grafik 4.1.6	PMI ve PMI Üretim	46
Grafik 4.1.7	İnşaat Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi	47
Grafik 4.1.8	Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve İş Durumu	47
Grafik 4.2.1	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	47
Grafik 4.2.2	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları	47
Grafik 4.2.3	Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge	48
Grafik 4.2.4	Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	48
Grafik 4.2.5	Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge	49
Grafik 4.2.6	İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi	49
Grafik 4.2.7	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	49
Grafik 4.2.8	Turizm ve Hizmet Gelirleri	49
Grafik 4.3.1	İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranları	50
Grafik 4.3.2	Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkıları	50
Grafik 4.3.3	Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı	50
Grafik 4.3.4	Sanayi ve İnşaat İstihdamı	50
Grafik 4.3.5	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam	51
Grafik 4.3.6	Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi	51
Grafik 4.3.7	Kariyer.Net Toplam İş İlanı ve İş Başvurusu Sayısı	51
Grafik 4.3.8	Kariyer.net İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	51
Grafik 4.4.1	Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret	52
Grafik 4.4.2	Kısmi Emek Verimliliği, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret	52
Grafik 4.4.3	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik Kazanç Endeksi	52
Grafik 4.4.4	Sektörel Reel Birim İşgücü Maliyeti	52
Grafik 4.5.1	Çıktı Açığı ve Talep Bileşenleri	53
Grafik 4.5.2	Çıktı Açığı Göstergeleri	53

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	65
Grafik 5.2	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	65
Grafik 5.1.1	Bölgesel Risk Primleri	66
Grafik 5.1.2	Türkiye’de Portföy Hareketleri	66
Grafik 5.1.3	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	67

Grafik 5.1.4	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	67
Grafik 5.1.5	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	67
Grafik 5.1.6	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	67
Grafik 5.2.1	Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	68
Grafik 5.2.2	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	68
Grafik 5.2.3	TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler	68
Grafik 5.2.4	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	68
Grafik 5.2.5	Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı	69
Grafik 5.2.6	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	69
Grafik 5.2.7	Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	69
Grafik 5.2.8	Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	69
Grafik 5.2.9	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	70
Grafik 5.2.10	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları	70
Grafik 5.2.11	İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi	71
Grafik 5.2.12	Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi	71
Grafik 5.3.1	TCMB Fonlaması	72
Grafik 5.3.2	Kısa Vadeli Faizler	72
Grafik 5.3.3	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	72
Grafik 5.3.4	Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri	72
Grafik 5.3.5	Enflasyon Telafisi	73
Grafik 5.3.6	Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi	73
6.	KAMU MALİYESİ	
Grafik 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	82
Grafik 6.1.2	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	82
Grafik 6.1.3	Reel Vergi Gelirleri	84
Grafik 6.1.4	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	84
Grafik 6.2.1	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	85
Grafik 6.2.2	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	85
Grafik 6.2.3	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	85
Grafik 6.2.4	Tahvil İhracı Yoluyla Dış Borçlanma	85
Grafik 6.2.5	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	86
Grafik 6.2.6	Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı	86
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Grafik 7.1.1	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	90
Grafik 7.1.2	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	91
Grafik 7.1.3	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	91
Grafik 7.2.1	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	92
Grafik 7.2.2	Enflasyon Tahmini	94
Grafik 7.2.3	Çıktı Açığı Tahmini	94
Grafik 7.2.4	B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini	95

Tablolar

2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
Tablo 2.1.1	2018 ve 2019 Yılları Büyüme Tahminleri	14
Tablo 2.2.1	2018 ve 2019 Yılları Enflasyon Tahminleri	17
Tablo 2.4.1	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu	20
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Tablo 3.1.1	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	27
Tablo 3.3.1	Yi-ÜFE ve Alt Kalemler	32
5.	FİNANSAL KOŞULLAR VE PARA POLİTİKASI	
Tablo 5.3.1	Mevcut Rapor Döneminde Atılan Politika Adımları	75
6.	KAMU MALİYESİ	
Tablo 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	81
Tablo 6.1.2	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	83
Tablo 6.1.3	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	84
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Tablo 7.1.1	Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi	89
Tablo 7.1.2	Varsayımlardaki Güncellemeler	92
Tablo 7.2.1	2018 ve 2019 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları	93
Tablo 7.2.2	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	95
Tablo 7.3.1	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	98

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2018-III

- 2.1 Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Normalleşmesi: Hangi Aşamada, Neler Bekleniyor?
- 3.1 Tütün Ürünlerinde Vergi Değişikliği ve Enflasyona Yansımaları
- 3.2 İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Yapısal Sorunlar ve Çözüm Önerileri
- 4.1 Çıktı Açığının Talep Bileşenlerine Ayrıştırılması
- 4.2 Proje Bazlı Teşvik Sistemine Konu Olan Ürünler ve Cari Denge Üzerine Olası Etkileri
- 4.3 Türkiye’de Büyüme Tahminlerine MIDAS Yaklaşımı
- 5.1 Küresel Finansal Koşulların Sıklaştığı Dönemlerde Ülke Risk Primi ve Makro Göstergeler
- 7.1 Para ve Maliye Politikası Etkileşimi

2018-II

- 2.1 Uluslararası Ticarete Korumacılık Eğilimleri
- 3.1 Yönetilen/Yönlendirilen Fiyat ve Vergi Ayarlamalarının Enflasyon Sürecindeki Rolü
- 3.2 İthal Girdi Kullanımı ve Geçişkenlik Etkileri
- 4.1 Kısa Dönemli İş İstatistiklerindeki Güncelleme: Milli Gelir ile Uyum
- 4.2 İhracatta Talep ve Göreli Fiyat Etkilerinin Ayrıştırılması: Tarihsel Bir Muhasebe
- 5.1 TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhalelerinin Etkileri
- 5.2 Küresel Likidite Şartları, Yurtiçi Kredi Arzı ve Firmaların Krediyeye Erişimi

2018-I

- 2.1 ABD Vergi Reformunun Olası Etkileri
- 3.1 Çekirdek Enflasyon Dinamiklerine Bakış
- 4.1 2017 Yılı İthalat Dinamikleri: Yatırım ve Tüketim Mallarındaki Zayıf Seyir
- 5.1 Para Piyasası Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği
- 5.2 Türk Lirası Uzun Vadeli Döviz Satım İhalelerine (TUVDi) İlişkin Güncel Gelişmeler
- 6.1 İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı
- 7.1 2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

2017-IV

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

2017-III

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

2017-II

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

Kısaltmalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BİST	Borsa İstanbul
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Yükselen Porföy Fonu Araştırması
FED	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
FOMC	Federal Açık Piyasa Komitesi
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KGF	Kredi Garanti Fonu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OSD	Otomotiv Sanayii Derneği
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
PPK	Para Politikası Kurulu
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKESD	Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
Yİ-ÜFE	Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi
YP	Yabancı Para

2018 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi

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