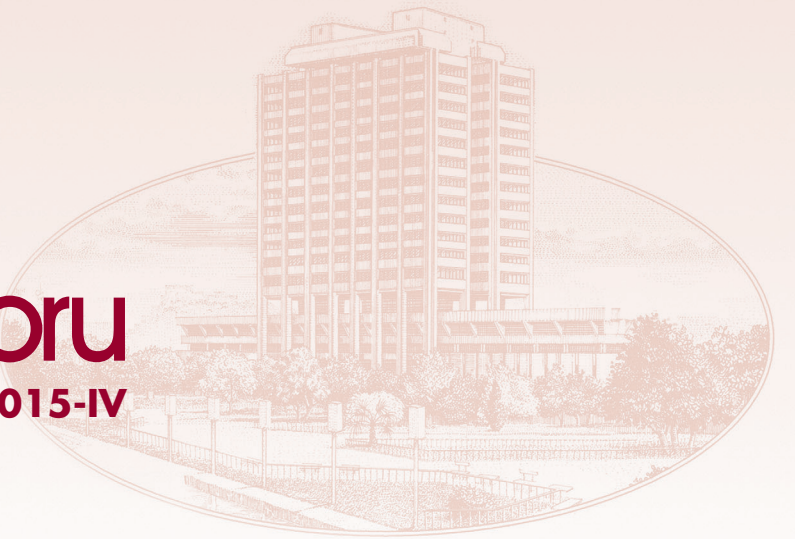


enflasyon raporu

2015-IV



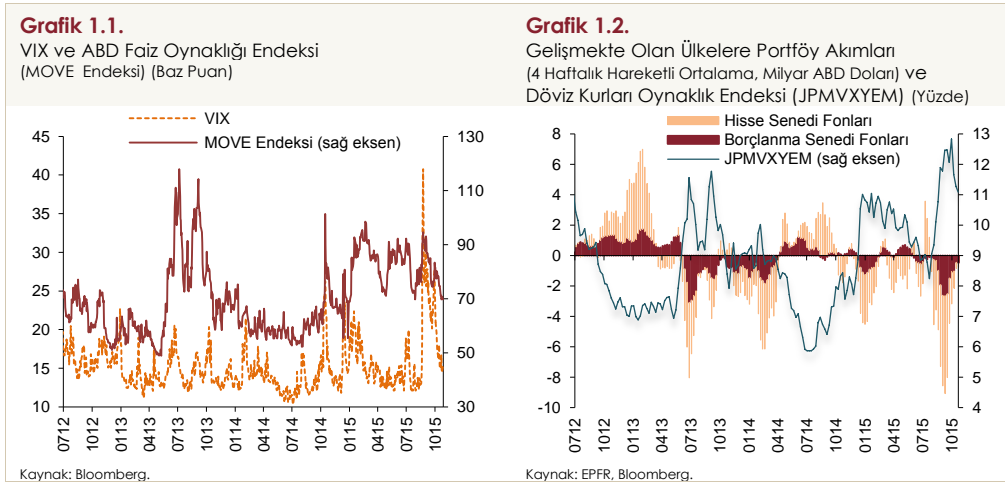
İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar	2
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	5
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	8
1.4. Riskler ve Para Politikası	9
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	13
2.1. Küresel Büyüme	14
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	16
2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları	18
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	19
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	21
3.1. Temel Enflasyon Görünümü	22
3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	26
3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları	28
3.4. Beklentiler	30
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	31
4.1. Arz Gelişmeleri	31
4.2. Talep Gelişmeleri	33
4.3. Emek Piyasası	39
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	57
5.1. Finansal Piyasalar	58
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler	69
6. KAMU MALİYESİ	81
6.1. Bütçe Gelişmeleri	82
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	85
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	91
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	91
7.2. Orta Vadeli Görünüm	94
KUTULAR	
Kutu 4.1. Türkiye'de Tüketici Güven Endeksini Belirleyen Unsurlar	43
Kutu 4.2. Türkiye İhracatının Gelir ve Fiyat Esnekliklerinin Heterojen Panel Zaman Serisi Yöntemleri ile Tahmini	46
Kutu 4.3. İşsizlik Oranı Tahmininde Öncü Göstergelerin Kullanımı	50
Kutu 4.4. İşgücüne Katılım Oranı Öngörülleri	52
Kutu 5.1. Krediler ile Özel Kesim Tasarruf İlişkisi	74
Kutu 5.2. Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi: Türkiye'ye ve Diğer Ülkelere Dair Bulgular	77
Kutu 6.1. Kamu Borç Stoku ve Bütçe Açığındaki Gelişmeler: Uluslararası Karşılaştırma	87

1. Genel Değerlendirme

2015 yılının üçüncü çeyreğinde küresel finans piyasalarındaki oynaklıklar devam etmiştir. Küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yanı sıra küresel büyümeye dair endişeler bu dönemde ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin oynaklığı yüksek seviyelerini korurken belirsizlik göstergelerinde de artış yaşanmıştır (Grafik 1.1). Üçüncü çeyrek sonu ve dördüncü çeyrek başlarında ise ABD Merkez Bankası (Fed)'nin ilk faiz artışı kararını öteleyeceğine dair algıların güçlenmesi, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin parasal genişlemeye devam edebileceğini açıklaması ve Çin Merkez Bankası'nın ekonomiyi destekleyici yönde aldığı kararlar sonrasında, finansal piyasalardaki oynaklıklar bir miktar gerilemiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal varlık fiyatları da bu dalgalanmalardan önemli oranda etkilenmiştir. Üçüncü çeyrekte, gelişmekte olan ülkelerin risk primi göstergelerinde bozulmalar yaşanmış, uzun vadeli faiz oranları yükselmiş ve yerel para birimleri değer kaybetmiştir. Ayrıca, bu ülkelere yönelik portföy akımları anılan çeyrekte son yılların en zayıf görünümünü sergilemiş ve kur oynaklıkları yine son yılların en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.2). Dördüncü çeyrek başında ise küresel finans piyasalarında gözlenen oynaklık azalışı ile birlikte, gelişmekte olan ülke finansal varlık fiyatlarında kısmi iyileşmeler yaşanmıştır. Risk primi göstergeleri ile uzun vadeli faizlerde düşüşler gözlenmiş ve yerel para birimleri değer kayıplarının bir kısmını geri almıştır. Küresel iktisadi faaliyette 2014 yılından beri yaşanan yavaşlama eğilimi 2015 yılı ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Bu gelişmede, Çin ve diğer bazı gelişmekte olan ülkelerdeki yavaşlama etkili olmuştur. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki bu zayıf seyir sonucunda emtia fiyatlarında üçüncü çeyrekte düşüşler yaşanmıştır.



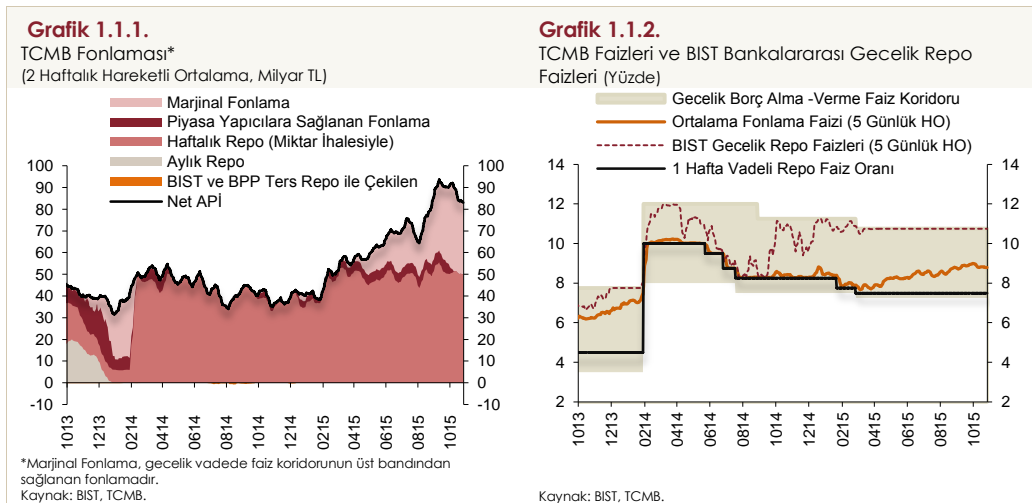
Küresel piyasalarda yaşanan oynaklığın etkileri Türkiye ekonomisinde de gözlenmiş ve iç belirsizlikler ile birlikte finansal göstergelerde dalgalanmalar yaşanmıştır. Üçüncü çeyrekte, gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye'nin risk primi göstergeleri ile uzun vadeli faizlerinde artışlar ve Türk lirasında değer kayıpları yaşanmıştır. Yakın dönemde ise tüm finansal varlık fiyatlarında bir iyileşme gözlenmiştir. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) enflasyon görünümünü dikkate alarak sürdürdüğü sıkı para politikası duruşu yanında, Ağustos ayında açıkladığı yol haritası kapsamında finansal istikrarı destekleyici ve döviz likiditesini dengeleyici yönde adımlar atmıştır.

2015 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet iç talep kaynaklı artış göstermiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı seyre işaret ederken, yılın ikinci yarısında büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesi beklenmektedir. İç ve dış belirsizlikler ekonomi üzerinde aşağı yönlü risk oluştururken, AB ülkelerinin talebindeki artış ihracatımızı olumlu etkilemektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde iç talebin ılımlı seyretmeye devam edeceği, dış talebin ise toparlanma eğilimi sergileyeceği ve büyüme kompozisyonundaki dengelenmenin süreceği değerlendirilmektedir.

2015 yılının üçüncü çeyreğinde enflasyonda gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri kaynaklı artış yaşanmıştır. Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu bu dönemde belirgin bir oranda artmış ve çekirdek enflasyon eğilimi yüksek seviyesini korumuştur. Önümüzdeki dönem döviz kuru etkileri ile gıda fiyatlarındaki seyrin yanında, ücret gelişmelerinin enflasyon üzerindeki yansımaları ve orta vadeli enflasyon beklentileri enflasyon görünümü açısından belirleyici olacaktır. Bu çerçevede, enflasyonun döviz kuru etkilerine bağlı olarak bir süre daha mevcut düzeylere yakın seyredeceği sonrasında ise düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir. Kamu maliyesindeki gelirler ve harcamalar politikalarındaki görünüme bağlı olarak enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

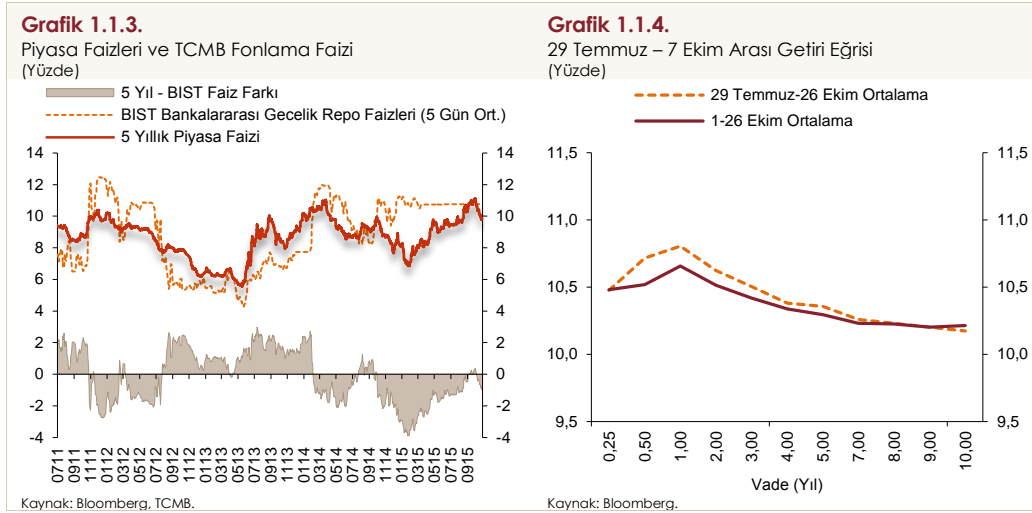
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

TCMB, 18 Ağustos 2015 tarihinde küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin bir yol haritası yayınlamıştır. Bu çerçevede, faiz koridorunun daraltılacağı ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceği açıklanmıştır. Sadeleşme süreci boyunca fonlama kompozisyonunda para politikasında gerekli görülen sıklık derecesini koruyucu yönde ayarlamalar yapılacaktır. Ayrıca, ilgili duyuruda Türk lirası likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik normalleşme öncesinde ve sırasında uygulanacak politikalara yer verilmiştir. Bu doğrultuda Türk lirası likiditesiyle ilgili olarak, 23 Eylül 2015 tarihinden itibaren piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı uygulaması kaldırılmış ve Türk lirası işlemlerinin teminat koşullarında sadeleşmeye gidilmiştir. Ayrıca, Türk lirası işlemleri için teminata döviz depo getirilmesi imkanı hatırlatılmış ve bu imkanın kullanımıyla ilgili basitleştirilen yeni kurallar ilan edilmiştir. 28 Eylül 2015 tarihinden itibaren yürürlüğe giren söz konusu değişikliklerle bankaların likidite yönetiminin etkinleştirilmesi amaçlanmaktadır.

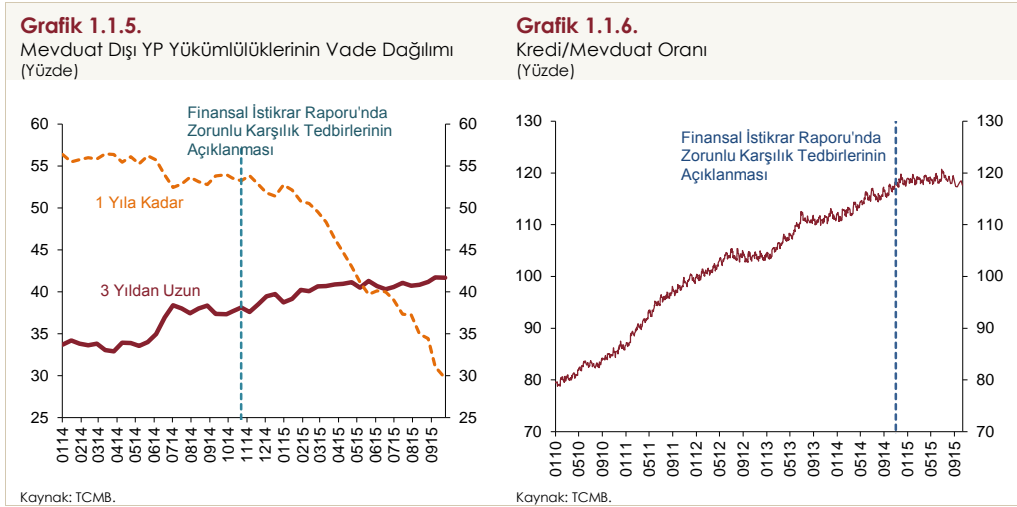


TCMB, sene başından itibaren gözlenen birikimli döviz kuru hareketleri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkların enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla sıkı para politikası duruşunu 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de sürdürmüştür. Bu dönemde uygulanan sıkı likidite politikası sonucu ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükseltilmiştir. TCMB fonlaması ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam edilirken, marjinal fonlamanın payı giderek artmıştır (Grafik 1.1.1). Buna bağlı olarak, Temmuz Enflasyon Raporu dönemi itibarıyla yüzde 8,5 olan ortalama fonlama faizi, son dönemde yüzde 8,75 civarında seyretmiştir. Ayrıca, yıl genelinde olduğu gibi 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de bankalararası gecelik repo faizlerinin faiz koridorunun üst bandında oluşması sağlanmıştır (Grafik 1.1.2). Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. TCMB, enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeleri dikkate alarak para politikasındaki sıkı duruşu gerekli görülen süre boyunca sürdürecektir.

Yıl genelinde negatif seyreden 5 yıllık piyasa faizi ile bankalararası gecelik repo faizi arasındaki fark, 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla sifıra yakın seviyelere gelmiştir (Grafik 1.1.3). Getiri eğrisi bu dönemde de yataya yakın konumunu sürdürmüştür (Grafik 1.1.4).

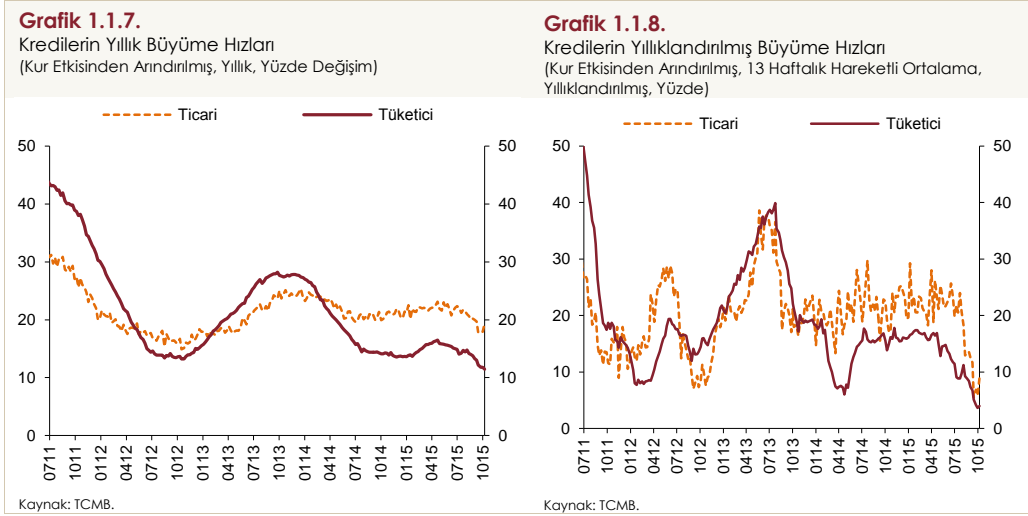


Ağustos ayında yayınlanan yol haritası çerçevesinde finansal istikrarı destekleyici önlemler alınmıştır. 2015 yılı birinci çeyreğinde bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden çekirdek dışı yükümlülüklerinde vade uzatımını teşvik etmek için yapılan zorunlu karşılık değişikliklerine ek olarak, 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarının üç yıldan uzun vadeyi teşvik edecek şekilde değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu değişiklik 2014 yılı Kasım ayından bu yana çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesinde gözlenen uzama eğilimini desteklemektedir. Özellikle üç yıldan uzun vadelerde gözlenen istikrarlı artış eğilimi finansal istikrar açısından önemli görülmektedir (Grafik 1.1.5). TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı bir diğer duyuruda Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faizi Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50'er baz puan artıracak olduğunu belirtmiştir. Bu düzenleme bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltacak ve çekirdek yükümlülüklerine ilave bir destek sağlayacaktır. Nitekim, ilgili düzenlemelerin ilk ilan edildiği Kasım 2014'ten itibaren Kredi/Mevduat oranındaki yükselişin yerini yatay bir seyre bıraktığı gözlenmektedir (Grafik 1.1.6).



TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapılacaklara ilişkin yayınladığı yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere de yer vermiştir. Bu doğrultuda, bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri 1 Eylül 2015 tarihinden itibaren yaklaşık yüzde 130 oranında artırılarak 50 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Böylelikle, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile Rezev Opsiyonu Mekanizması (ROM) kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamı bankaların gelecek bir yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye ulaşmıştır. Ayrıca, TCMB küresel finansal piyasalarda artan oynaklık nedeniyle 19 Ağustos 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarının bir gün önce ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılacağını kamuoyuna duyurmuştur. Bu çerçevede, TCMB döviz likiditesinde dengeleyici duruşunu sürdürmektedir.

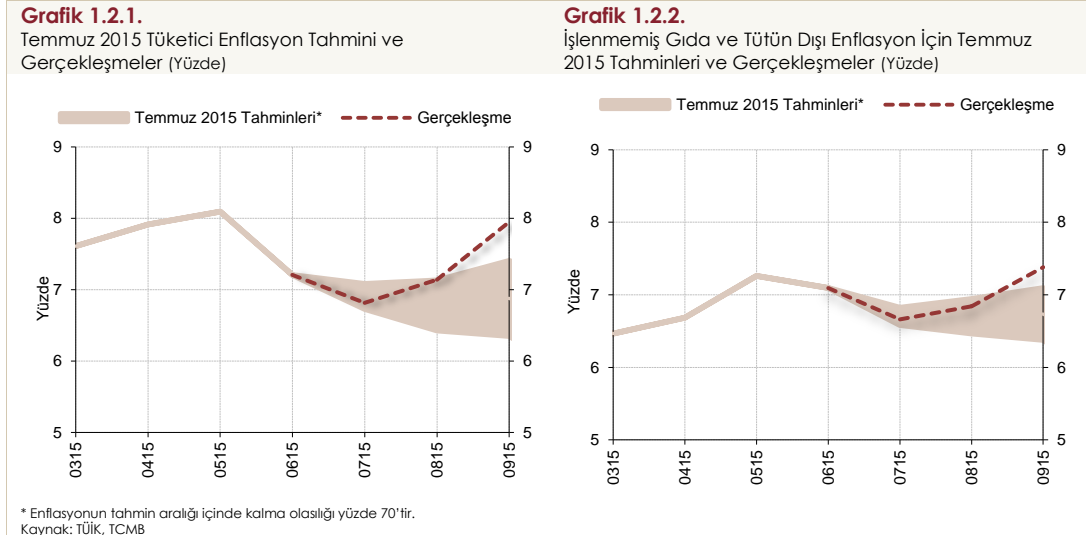
Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle yıllık kredi büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Yakın zamanda artan yurt içi ve küresel belirsizliklerin etkisiyle kredilerin büyüme hızında ilave bir yavaşlama gözlenmiştir. Toplam kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyüme hızı üçüncü çeyrek sonu itibarıyla yüzde 15,3 oranına gerilemiştir. Bu dönemde, hem tüketici kredilerinin hem de ticari kredilerin büyüme hızında belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. Tüketici kredileri yıllık büyüme oranı anılan dönem sonunda yüzde 12,2'ye, ticari kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyüme oranı ise yüzde 17,8'ye gerilemiştir (Grafik 1.1.7). Kredi büyümesindeki ve kompozisyonundaki bu gelişmeler hem dengelenme sürecine hem de finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Kredilerde büyümenin yakın dönemli eğilimini gösteren, 13 haftalık ortalamalarına göre yıllıklandırılmış büyüme hızları belirgin biçimde gerileyerek gerek tüketici gerekse ticari kredilerde geçmiş yılların önemli ölçüde altında kalmıştır (Grafik 1.1.8). Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, yavaşlamanın taşıt hariç tüm tüketici kredileri için geçerli olduğu; ticari krediler için ise yabancı para cinsi kredilerdeki gerilemenin Türk lirası cinsi kredilerdeki yavaşlamaya göre daha belirgin olduğu görülmektedir. İktisadi faaliyetteki ılımlı seyrin yanı sıra, yılın üçüncü çeyreğinde tüketici ve ticari kredi faiz oranlarında gözlenen belirgin artışlar ve diğer finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırma kredi büyümesinin önümüzdeki dönemde de tarihsel ortalamalara göre düşük seyretmeye devam edebileceğine işaret etmektedir.



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

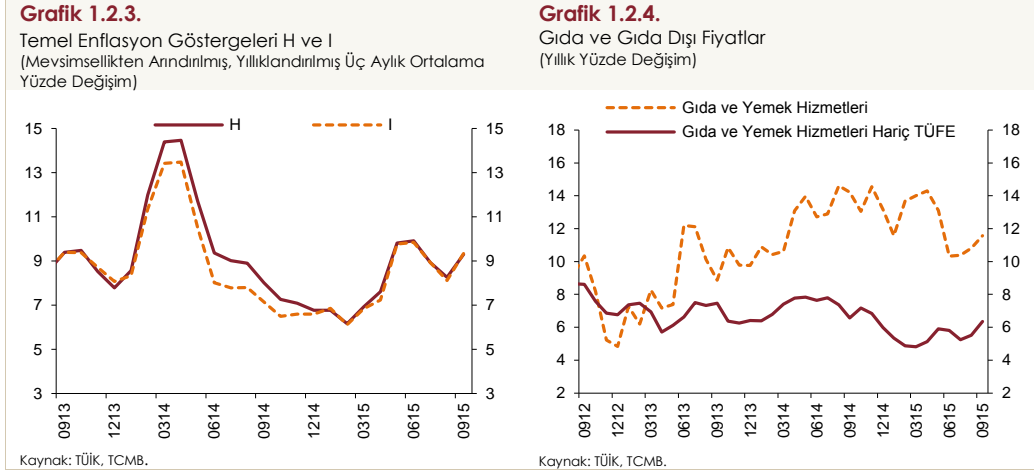
Enflasyon

2015 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,75 puan artarak yüzde 7,95 oranına yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu öngörüsünün üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yıllık enflasyondaki yükselişte gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri belirleyici olmuştur. İşlenmemiş gıda grubundaki seyre bağlı olarak gıda grubunun enflasyona katkısı bu dönemde tekrar artmıştır. Bunun yanında, Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu bu dönemde belirgin bir oranda yükselmiştir. Döviz kuru gelişmelerinin enerji fiyatlarına yansımaları ise petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle sınırlı olmuştur.



Yılın üçüncü çeyreğinde dolar cinsinden ithalat fiyatlarında kaydedilen düşüşe karşın, gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleriyle birlikte enflasyon üzerindeki maliyet baskıları artmıştır. Bu dönemde, çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğilimi, önceki çeyreğe kıyasla bir miktar gerilemiş olsa da, yüksek seviyesini devam ettirmiştir (Grafik 1.2.3). Bununla birlikte, para politikasında sürdürülen sıkı duruş ve yurt içi talepteki ılımlı seyir sonucunda, döviz kuru artışlarının fiyatlara geçişinin geçmiş yıllardaki

benzer dönemlere kıyasla daha sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Bu dönemde, gıda fiyatlarındaki yüksek seyir ve bunun yemek hizmetleri fiyatlarına yansımaları sürerken, gıda dışı maliyet unsurlarındaki artışla birlikte gıda ve yemek hizmetleri hariç tüketici enflasyonu önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,5 puan artarak yüzde 6,36 oranına yükselmiştir (Grafik 1.2.4).



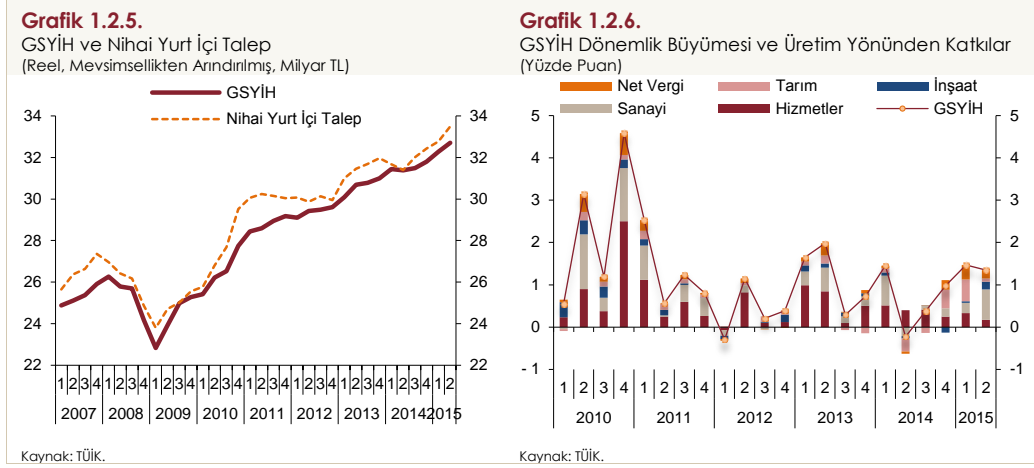
Önümüzdeki dönem yurt içi ve küresel piyasalara ilişkin belirsizliklerin döviz kuru üzerindeki etkileri ile gıda fiyatlarındaki seyrin yanında, ücret gelişmelerinin enflasyon üzerindeki yansımaları ve orta vadeli enflasyon beklentileri enflasyon görünümü açısından belirleyici olacaktır. Enflasyona ilişkin önemli bir yapısal reform Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi'nin kurulması olmuştur. Bu komitenin koordinasyonunda alınmakta olan önlemler gıda enflasyonunu düşürücü yönde yapısal ve konjonktürel katkılar sağlayabilecektir. Bu çerçevede, enflasyonun döviz kuru etkilerine bağlı olarak bir süre daha mevcut düzeylere yakın seyredeceği sonrasında ise azalma eğilimine gireceği tahmin edilmektedir. Kamu maliyesindeki gelirler ve harcamalar politikalarındaki görünüme bağlı olarak enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

Arz ve Talep

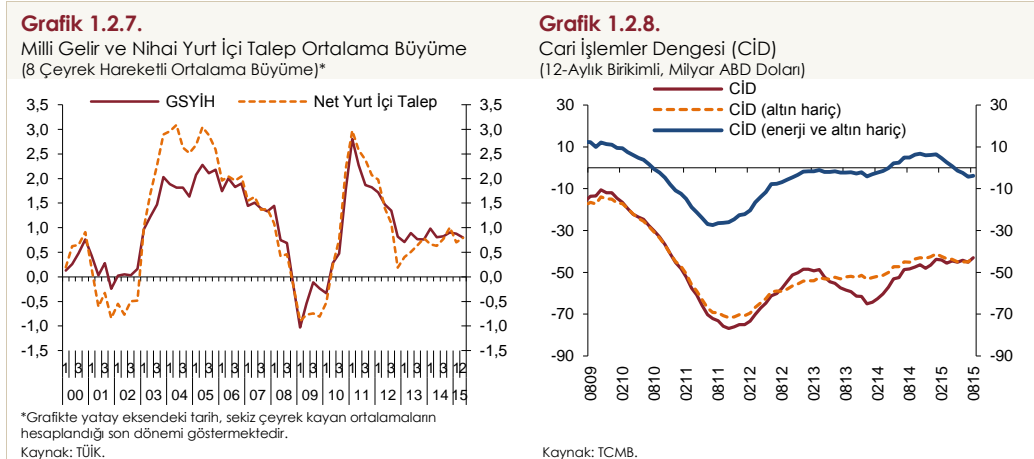
2015 yılı ikinci çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiş ve milli gelir dönemlik bazda yüzde 1,3, yıllık bazda ise yüzde 3,8 oranında artmıştır (Grafik 1.2.5). Mevsimsellikten arındırılmış milli gelir bileşenleri üretim yönünden incelendiğinde, sanayi katma değerinin milli gelir büyümesine en yüksek katkıyı sağladığı, diğer kalemlerin de büyümeye pozitif yönde katkıda bulunduğu görülmektedir (Grafik 1.2.6). İkinci çeyrek gelişmeleri mevsimsellikten arındırılmış verilerle harcama tarafından değerlendirildiğinde, nihai yurt içi talebin hem tüketim hem de yatırım harcamaları kaynaklı artış gösterdiği görülmektedir.

2015 yılının ilk yarısında yurt içi talebin büyümeye katkısı dış talepten yüksek olmuştur. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı seyre işaret ederken, yılın ikinci yarısında büyüme kompozisyonundaki değişimin net ihracat lehine olabileceği yönünde sinyaller içermektedir. Sanayi üretimi ve iç talebe ilişkin satış, üretim ve ithalat göstergeleri nihai yurt içi talebin büyümeye katkısının ılımlı seyredeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, AB ülkelerinin talebindeki artışın önümüzdeki dönemde ihracatımızı olumlu etkilemesi beklenmektedir. Bu doğrultuda, iç talebin seyrine bağlı olarak ithalat

talebinde gözlenebilecek yavaşlama ile beraber değerlendirildiğinde, dış talebin yılın ikinci yarısında büyümeye katkısının artacağı öngörülmektedir.

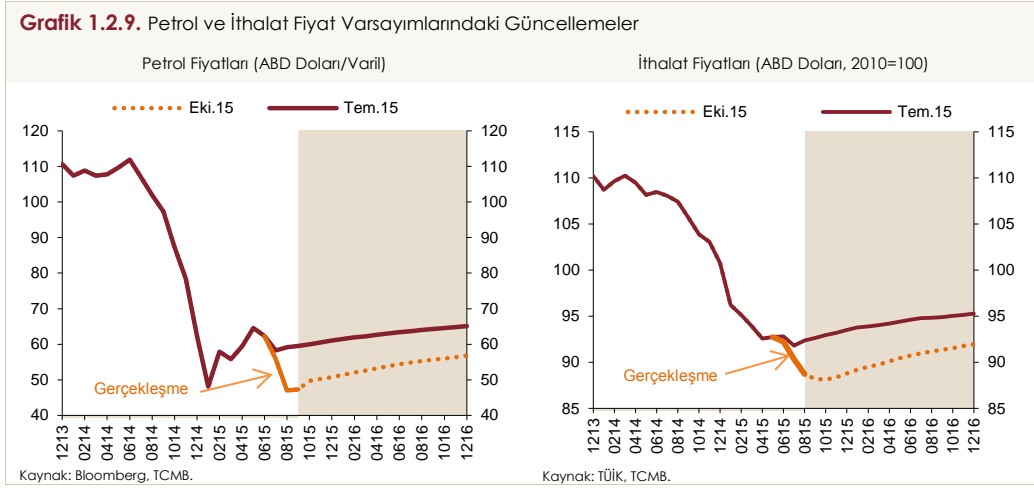


2011 yılından itibaren uygulanan makroihtiyati politika çerçevesi ile birlikte milli gelir ılımlı bir büyüme eğilimi sergilerken, nihai yurt içi talep yaşanan dengelenme sürecinin ardından bir toparlanma sürecine girmiştir (Grafik 1.2.7). İç ve dış gelişmeler nedeniyle finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırmanın iç talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu, ancak yurt içi belirsizliklerin azalması durumunda söz konusu sıkılaştırmanın geçici olabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, küresel kriz sonrası gözlenen güçlü istihdam performansının gelir kanalından yurt içi talebi destekleyeceği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, cari açıkta öngörülen düşüş ve güçlü kamu maliyesi de olası şoklara karşı ekonomi politikalarının dengeleyici yönde hareket edebilmesi açısından alan oluşturmaktadır. Dış ticaret ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın ihracatımızı desteklemesi beklenirken, Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi ile Rusya ve Irak'a yapılan ihracata ilişkin belirsizlikler aşağı yönlü risk unsurlarıdır. Fed faiz kararlarının ve Çin ekonomisindeki yavaşlamanın dünya ekonomisine etkileri ile Avrupa'daki toparlanmanın kalıcılığı konusundaki belirsizlikler de dış talebe ilişkin aşağı yönlü risklere işaret etmektedir. Özetle 2016 yılında iç talebin ılımlı seyretmesi, dış talebin ise toparlanma eğilimi sergilemesi ve bu sayede büyüme kompozisyonundaki dengelenmenin sürmesi beklenmektedir. Yurt içi talepteki ılımlı seyrin, tüketici kredilerinde gözlenen yavaşlamanın ve dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin katkısı ile cari açıkta gözlenen iyileşme eğiliminin devam etmesi beklenmektedir (Grafik 1.2.8).



Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Başta enerji fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki yavaşlamanın katkı verdiği bu eğilim Türkiye ekonomisinde de ithalat fiyatlarının ABD doları bazında gerilemesine neden olmuştur. Dolayısıyla, ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına dair varsayımlarda aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır (Grafik 1.2.9). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı için 59 dolardan 54 dolara, 2016 yılı için ise 63 dolardan 54 dolara düşürülmüştür. Ayrıca, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda da 2015 ve 2016 yılları için 1,9'ar puan aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır. Gıda fiyatlarına dair yıl sonu varsayımlarında ise güncelleme yapılmamış, 2015 ve 2016 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı yüzde 8 olarak korunmuştur.

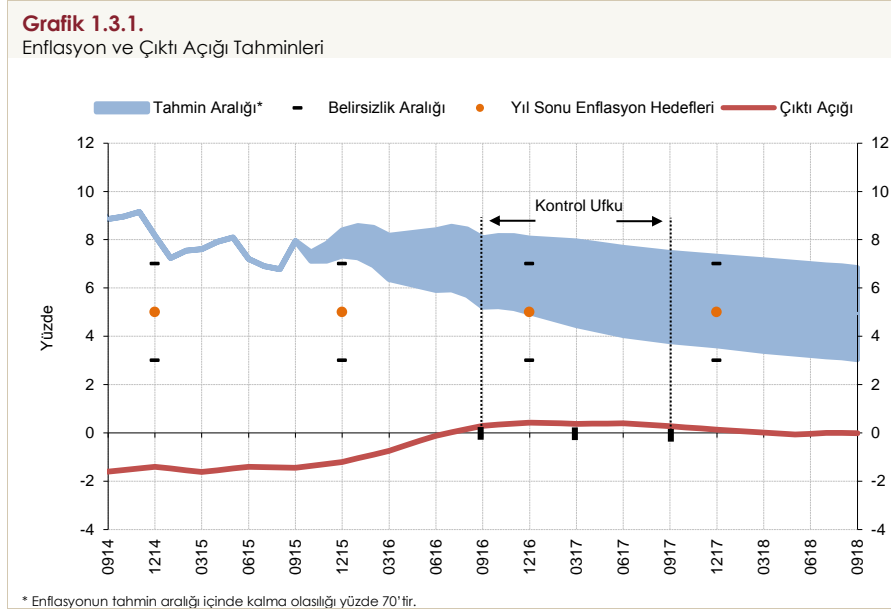


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bir önceki Program'la karşılaştırıldığında, yeni projeksiyonlara göre gelirler ve harcamalar kalemlerinde milli gelire oranla 2015 yılında bir miktar artış ve sonraki yıllarda ise daha sınırlı bir azalış öngörülmektedir. Bu görünüme bağlı olarak, enflasyondaki iyileşmenin kademeli bir şekilde gerçekleşeceği ve enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, sıkı makroihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının makul seviyelerde seyretmeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 7,4 ile yüzde 8,4 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2016 yılı sonunda ise yüzde 5,0 ile yüzde 8,0 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2017 yılında yüzde 5'e yaklaşacağı ve orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



2015 yıl sonu enflasyon tahmininde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yapılan yukarı yönlü güncellemenin 1,2 puanı üçüncü çeyrekteki döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimi üzerindeki yükseltici etkisinden kaynaklanmıştır. Öte yandan, ithalat fiyatları görünümünde bir önceki Rapora kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,9 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.3.1).

Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini ise 1 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 6,5'e yükseltilmiştir. 2015 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncellemenin ve döviz kurunda yaşanan gelişmelerin gecikmeli etkilerinin 2016 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde sırasıyla 0,6 puan ve 0,8 puan yükseltici etki yapacağı tahmin edilmektedir. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki gerileme ve 2016 yılı için öngörülen çıktı açığındaki sınırlı miktarda aşağı yönlü güncelleme ise 2016 yıl sonu tahminini önceki Rapor'a göre sırasıyla 0,3 puan ve 0,1 puan aşağı yönde etkilemiştir.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredilerin yıllık büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. TCMB, yakın dönemde artan iç ve dış belirsizlikler nedeniyle finansal koşullarda yaşanan sıkılaşmanın da etkisiyle kredilerin büyüme eğiliminde kayda değer bir düşüş olduğuna dikkat çekmiştir. Özellikle, yabancı para cinsi ticari krediler ile tüketici kredilerinde ivme kaybı daha belirgindir. Kredilerin bileşimine bakıldığında, ticari kredilerin tüketici kredilerine kıyasla daha yüksek bir hızla büyümeye devam ettiği görülmektedir. Bu bileşim, bir yandan orta vadeli enflasyon baskılarını sınırlarken diğer yandan cari açığı düzeltmeyi desteklemektedir. İktisadi faaliyetteki ılımlı seyrin yanı sıra, kredi faizlerinde yaşanan artışlar ve diğer finansal koşullarda gözlenen sıkılaşma kredi büyümesinin önümüzdeki dönemde de geçmiş yıllar ortalamalarına göre düşük seyretmeye devam edebileceğine işaret etmektedir.

Yılın ilk yarısında büyümenin temel sürükleyicisi nihai yurt içi talep olmuş ve dış talep zayıf bir seyir izlemiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı bir seyre işaret ederken, büyüme kompozisyonuna bakıldığında iç talepte bir miktar yavaşlama ve ihracatta ise toparlanma yaşanabileceği öngörülmektedir. Güven endekslerinin düşük seviyesi ve finansal koşullarda yaşanan sıkılaşma özel tüketim ve yatırım talebini sınırlamaktadır. İç talepteki yavaşlama ve reel kurda gözlenen hareketler ithalatı azaltıcı etki yapmaktadır. İhracat tarafında ise jeopolitik faktörlerin olumsuz etkisine rağmen Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artış ihracatı olumlu etkilemektedir. Bütün bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun kademeli olarak net ihracat lehine değişeceğini öngörmektedir. Bu gelişmenin cari dengeye olumlu olarak yansımaları beklenmektedir. Ayrıca, dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerindeki yavaşlama da cari dengedeki iyileşmeyi desteklemektedir. Bu doğrultuda, cari işlemler dengesinde Ağustos ayı verisi ile belirginleşen iyileşme eğiliminin süreceği öngörülmektedir.

Enerji fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonu olumlu yönde etkilemeye devam etmektedir. Yılbaşından bu yana gözlenen birikimli döviz kuru gelişmelerinin enflasyon görünümü üzerindeki olumsuz etkisi petrol fiyatlarındaki düşüşle kısmen telafi edilmektedir. Gıda fiyatlarında ise, temelde işlenmemiş gıda grubu kaynaklı olmak üzere oynaklık devam etmekte ve bu oynaklık yıl sonu enflasyonu tahminine dair hem aşağı hem de yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu artış sergilemiş ve çekirdek enflasyon eğiliminde bir miktar bozulma yaşanmıştır. Bununla birlikte, para politikasındaki sıkı duruş ve yurt içi talepteki ılımlı seyir, döviz kuru artışlarının fiyatlara geçişini geçmiş yıllardaki benzer dönemlere kıyasla sınırlamaktadır. Bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, yurt içi ve küresel piyasalardaki belirsizliklerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkları dikkate alarak, gerekli görülen süre boyunca likidite politikasındaki sıkı duruşun korunmasına karar vermiştir. Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler dikkate alınarak para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir.

Küresel para politikalarına dair belirsizlikler ve küresel büyümeye dair endişeler nedeniyle finans piyasalarındaki oynaklıklar devam etmektedir. Bu doğrultuda, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketleri ve risk göstergeleri de oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. TCMB tarafından kamuoyuyla paylaşılan normalleşme sürecindeki yol haritası kapsamında alınan ve alınması öngörülen adımlar küresel oynaklıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmaktadır. Mevcut politika duruşu enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici niteliğini korumaktadır.

Önümüzdeki dönemde kredi büyüme hızlarında gözlenen yavaşlamanın kalıcı olması ve döviz kurları üzerindeki yukarı yönlü baskının devam etmesi durumunda, TCMB sıkı likidite politikasını korurken döviz cinsi varlıklara dayalı teminat koşullarını genişletmek suretiyle Türk lirasının değerini ve kredi büyümesini destekleyici yönde adımlar atabilecektir.

Maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeler enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip edilmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli

enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Son yıllarda mali disiplinin sürdürülmesi Türkiye ekonomisinin olumsuz dış şoklara karşı duyarlılığını azaltan temel unsurlardan biri olmuştur. Küresel belirsizliklerin yüksek olduğu mevcut konjunktürde bu kazanımların korunarak daha da ileriye götürülmesi önem taşımaktadır. Mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak her türlü tedbir makroekonomik istikrarı destekleyecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesini sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

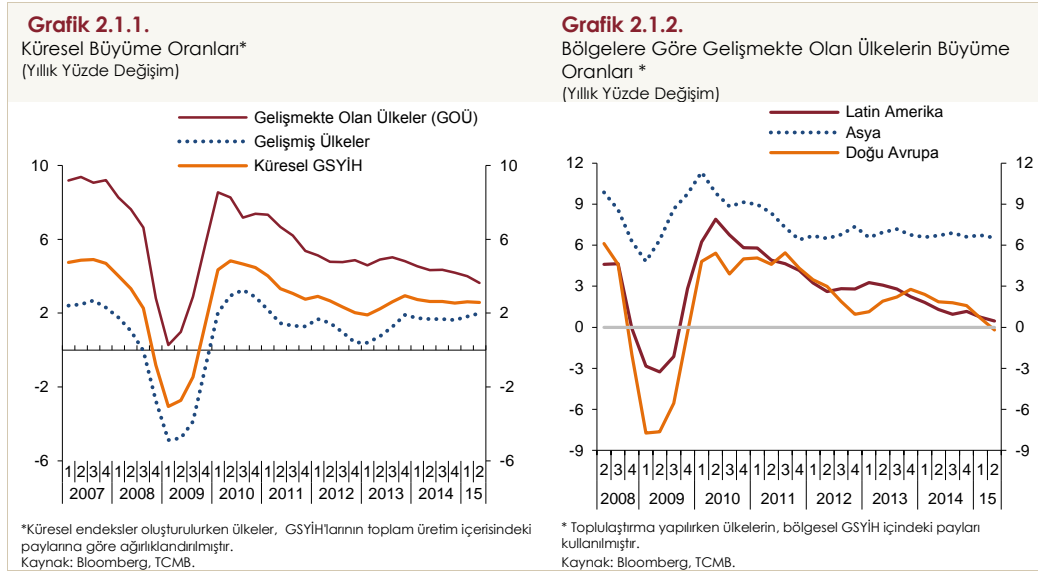
2015 yılının ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet zayıf seyrini devam ettirmiş; söz konusu zayıf seyrinde gelişmekte olan ülkelerin olumsuz büyüme performansı belirleyici olmaya devam etmiştir. Çin ekonomisinde süregelen yavaşlama ve bunun emtia piyasası ile küresel ticaret üzerindeki etkileri gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Nitekim, emtia ihracatçısı olan ve Çin ile güçlü ticaret ilişkileri bulunan gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinde yakın dönemde aşağı yönlü güncellemeler olmuştur. Gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında ise, başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere, ılımlı büyüme performansının yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğini söylemek mümkündür. Öte yandan, düşük seyretmeye devam eden emtia fiyatları emtia ihracatçısı olan gelişmiş ülke ekonomilerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Önümüzdeki döneme bakıldığında, Çin'in büyüme performansının, küresel iktisadi faaliyetin seyri üzerinde en önemli aşağı yönlü risk unsurlarından birini oluşturduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda, Çin'deki yavaşlamanın devam etmesi ve buna paralel olarak ithalatının daha da zayıflaması durumunda, emtia fiyatlarının düşüşü ve küresel ticaretteki yavaşlama devam edebilecek ve bu durum küresel büyüme görünümünün bir müddet daha zayıf seyretmesine neden olabilecektir.

Emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, enerji fiyatları ağırlıklı olmak üzere, yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Çin ekonomisindeki durağan görünüm başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere talebin zayıf seyri, söz konusu düşüşte belirleyici olmuştur. Bu etkilerin yakın dönemde de emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü fiyat baskısı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir. Petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşün gelişmiş ülke ekonomileri enflasyon oranlarını baskılamaya devam ettiği gözlenmektedir. Söz konusu ülke grubundaki döviz kuru gelişmeleri de enflasyon oranları üzerinde benzer yönlü bir etkiye yol açmaktadır. Öte yandan, emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı düşüşler, emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülke ekonomilerinden sermaye çıkışlarına yol açarak döviz kuru ve dolayısıyla enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir etki oluşturmaktadır. Yakın dönemde, Çin ekonomisindeki yavaş büyümenin devam ettiği ve ABD Merkez Bankası (Fed)'nin faiz artırımını uzun süre ötelemediği varsayımı altında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke enflasyon oranlarındaki ayrışmanın önümüzdeki dönemde devam edebileceği düşünülmektedir.

Çin ekonomisindeki olumsuz seyir, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf büyüme performansı ve Fed'in faiz artışı yapacağı beklentisine paralel olarak yılın üçüncü çeyreğinde risk iştahı oldukça zayıf seyretmiş; anılan dönemde, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları artarak devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, büyüme görünümündeki aşağı yönlü risklere rağmen sermaye akımlarındaki zayıflama ve küresel para politikalarına dair belirsizlikler nedeniyle politika faizlerini çoğunlukla sabit tutmayı tercih etmişlerdir. ABD'de iktisadi faaliyetteki ve iş gücü piyasasındaki toparlanmanın gücüne dair gelen görece zayıf veriler ve küresel ekonomideki yavaşlamanın ABD ekonomisi üzerindeki olası olumsuz etkileri sebebiyle Fed'in, 2015 yılı sona ermeden yapması beklenen faiz artışının, en erken 2016 yılının ilk çeyreğinde yapılabileceğine dair tahminler ağırlık kazanmıştır. Fed'in faiz artışının zamanlamasına ilişkin söz konusu öteleme, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını destekleyebilecek bir gelişme olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf büyüme görünümü, sermaye akımları üzerindeki en önemli aşağı yönlü risk unsuru olmaya devam etmektedir.

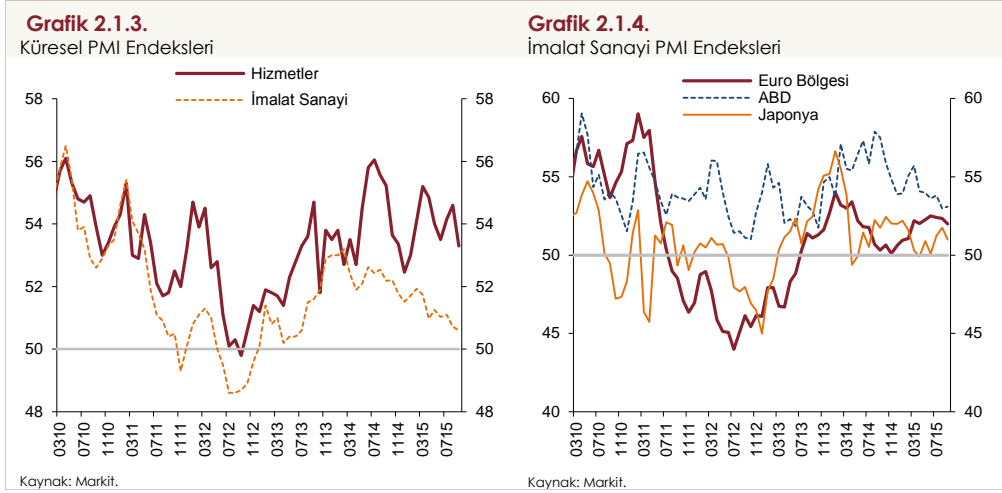
2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyet yılın ikinci çeyreğinde de yavaşlamaya devam etmiş, bu yavaşlamada gelişmekte olan ülkelerde süregelen olumsuz büyüme performansı etkili olmuştur (Grafik 2.1.1). Bu dönemde Çin ekonomisindeki yavaşlama devam ederken; Rusya ve Brezilya ekonomilerindeki daralma çok daha belirgin hale gelmiştir. Anılan dönemde, gelişmekte olan ülkelerin yıllık büyüme hızı, Doğu Avrupa bölgesinde eksiye dönerken; Latin Amerika bölgesinde ise sıfıra çok yaklaşmıştır (Grafik 2.1.2). Buna karşın, başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkeler olumlu bir büyüme performansı sergilemiş ve yılın ikinci çeyreğinde bu ülkelerin büyüme hızı bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1).



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, küresel ekonomideki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). ABD ve Euro Bölgesi'ne ait imalat sanayii PMI endeksleri, yılın üçüncü çeyreğinde, her iki ekonomide de olumlu büyüme görünümünün devam ettiğini; ancak bir önceki çeyreğe kıyasla büyüme hızlarının bir miktar ivme kaybettiğini göstermektedir (Grafik 2.1.4). Özellikle, ABD'nin Ağustos ve Eylül aylarına ilişkin tarım dışı istihdam verilerinin beklenenden kötü gelmesi ve bunun sonucunda ekonominin yeni istihdam yaratma kapasitesinin bir önceki yıl seviyesinin altında gerçekleşmesi, ABD'nin büyüme hızındaki ivme kaybını teyid eder niteliktedir. Öte yandan, Japonya ekonomisine ilişkin imalat sanayi PMI endeksindeki olumsuz seyrin yılın üçüncü çeyreğinde olumluya döndüğü görülmektedir (Grafik 2.1.4). Gerek bu durum gerekse baz etkisi nedeniyle, Japonya'da üçüncü çeyrekte yıllık büyüme hızının pozitifte dönebileceği tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI endeksleri, yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayi ve hizmetler alt endekslerinde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, özellikle Çin, Polonya ve Meksika'ya ait imalat sanayi PMI endeksleri, bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde gerilemiştir. Ayrıca, anılan dönemde Çin'e ilişkin endişeler nedeniyle finansal piyasalarda oynaklık artmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu nedenlerle, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde görülen yavaşlamanın 2015 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir.

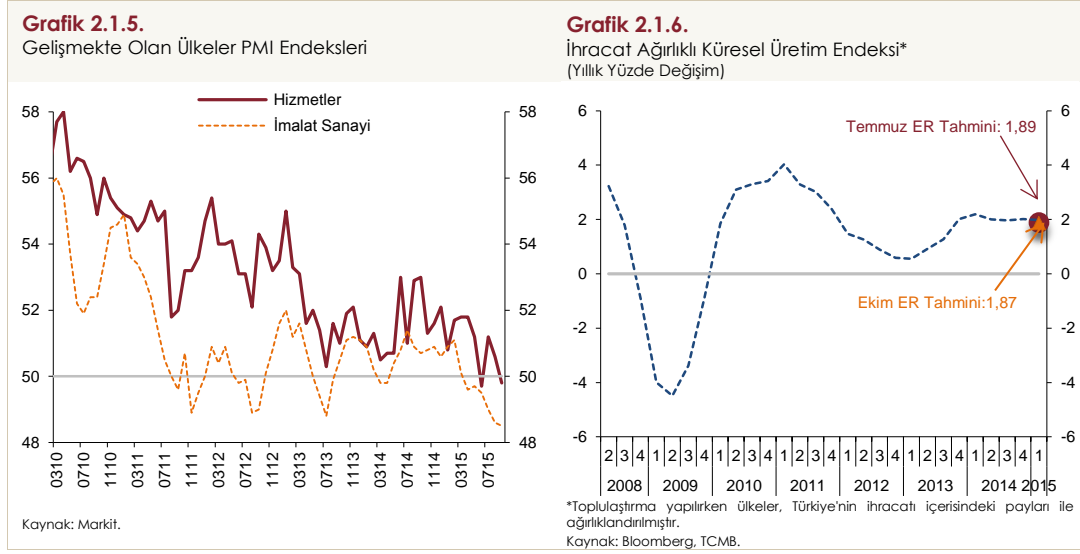


Özetle, küresel ekonominin, büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yılın üçüncü çeyreğinde de yavaşlamaya devam edebileceği ve küresel büyüme hızının bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir. Ekim ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2015 yılı büyüme tahmini, Temmuz Enflasyon Raporu dönemi tahmininden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Tablo 2.1.1). Ancak, gelişmiş ülkeler grubunda 2015 yılı büyüme tahminlerinin, ABD için yukarı yönlü, Japonya için ise aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise, gerek 2015 gerekse 2016 yıl sonu büyüme tahminleri, özellikle Latin Amerika bölgesi için çok daha belirgin olmak üzere, aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, Ekim ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Bu durum, Türkiye'nin dış talebinde süregelen zayıf görünümün önümüzdeki dönemde de devam edebileceğine işaret etmektedir.

Tablo 2.1.1.
2015 ve 2016 Yıl Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

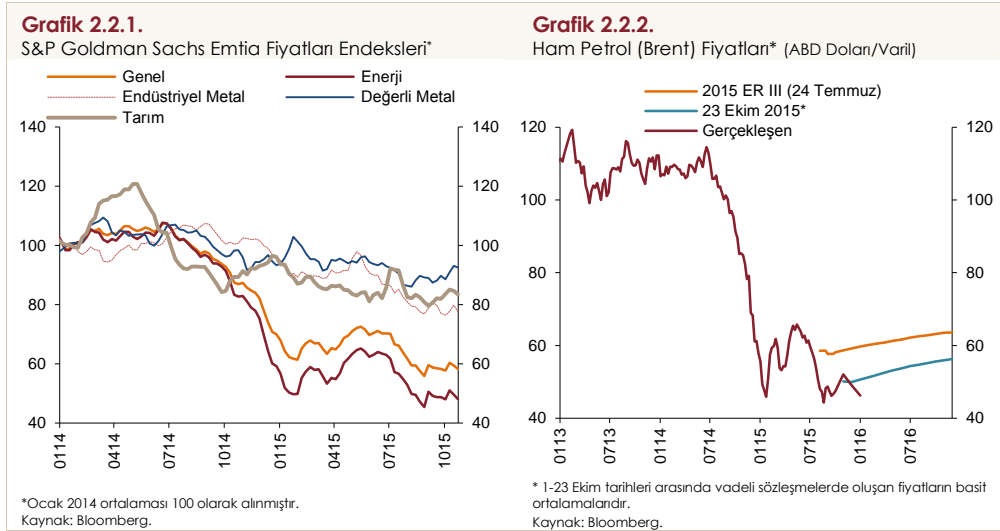
	Temmuz		Ekim	
	2015	2016	2015	2016
Dünya	2,6	3,1	2,5	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,4	2,8	2,5	2,6
Euro Bölgesi	1,5	1,8	1,5	1,7
Almanya	1,9	1,9	1,8	1,9
Fransa	1,2	1,6	1,1	1,5
İtalya	0,7	1,2	0,8	1,3
İspanya	3,0	2,6	3,2	2,7
Japonya	1,0	1,7	0,6	1,3
İngiltere	2,5	2,4	2,5	2,4
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	5,9	6,0	5,8	5,7
Çin	6,8	6,7	6,8	6,5
Hindistan	7,7	8,0	7,5	7,8
Latin Amerika	0,0	1,5	-0,7	0,5
Brezilya	-1,6	0,6	-2,8	-1,0
Doğu Avrupa	0,0	2,1	-0,1	1,7
Rusya	-3,5	0,4	-3,9	-0,1

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.



2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

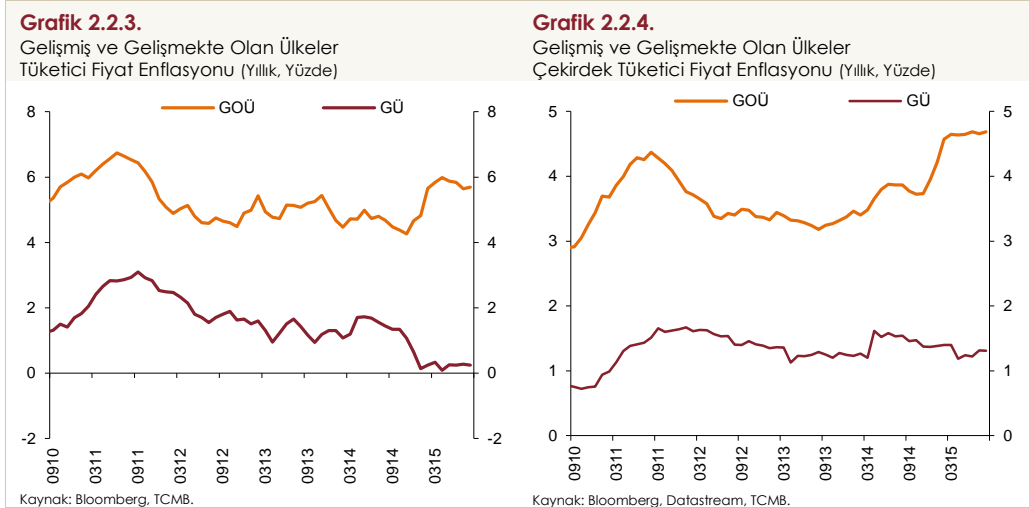
2015 yılının üçüncü çeyreğinde emtia fiyatları genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 18,5 oranında düşmüştür. Bu dönemde değerli metaller yatay seyrederken, enerji endeksi yüzde 23,2; endüstriyel metaller endeksi yüzde 9,5; tarım endeksi ise yüzde 11 oranında düşmüştür. Bu durumda genel olarak, Çin başta olmak üzere, gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki talep yetersizliğinin de etkisi bulunmaktadır. Oldukça düşük seyreden emtia fiyatları, emtia arzında bir düzeltmeyi zorluyor olsa da, söz konusu düzeltmenin, özellikle petrol piyasasında, yavaş gerçekleşiyor olması emtia fiyatları üzerindeki aşağı yönlü fiyat baskısını devam ettirmektedir (Grafik 2.2.1).



Petrol fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde önemli miktarda düşüş göstermiştir. Düşük petrol fiyatlarının petrol ihracatçısı ülke bütçeleri üzerindeki olumsuz etkilerinin görünür olmaya başlaması ile birlikte OPEC'in düşük fiyat politikasının sürdürülebilirliği konusunda artan kuşku ve Çin'in yürüttüğü genişlemeci ekonomi politikalarının petrol fiyatları üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, Ortadoğu ülkeleri eksenli jeopolitik risklerdeki artışın da petrol fiyatları üzerindeki etkisi sınırlı

düzeylerde kalmıştır. Bu bağlamda, Temmuz ayında ortalama 59 ABD dolarından işlem gören Aralık 2015 vadeli Brent tipi ham petrol kontratı 23 Ekim itibarıyla, aylık ortalama 49,9 ABD dolarından işlem görmüştür (Grafik 2.2.2). OPEC ve OPEC dışı petrol ihracatçılarının petrol arzını kısıacak bir politika değişikliğine gidip gitmeyecekleri ve jeopolitik risklerin seyri önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarının gelişimini belirleyecek temel faktörler olarak ön plana çıkmaktadır. ABD kaya petrolü sektöründe bir daralma yaşanırken İran petrolünün uluslararası piyasalara girme olasılığı ise arzı dengeleyebilecek bir unsur olmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, kısa vadede, küresel arz fazlası görünümünün petrol fiyatlarındaki mevcut seviyeleri destekleyici nitelikte olduğu değerlendirilmektedir.

Geçtiğimiz rapor döneminden bugüne, petrol fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler grubu enflasyon oranlarında sınırlı bir düşüş yaşanmıştır. Çekirdek enflasyon oranlarında ise, her iki ülke grubunda da, sınırlı bir artış söz konusudur (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Bununla birlikte Rusya, Brezilya, Arjantin gibi bazı emtia ihracatçısı ülkelerde enflasyon oranları artış göstermiştir.



2015 ve 2016 yıl sonlarına ilişkin küresel enflasyon beklentilerinin, geçtiğimiz rapor dönemine göre, gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmiş ülkeler grubunda ise sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellemeler söz konusudur. Gelişmekte olan ülkeler enflasyon beklentilerindeki artış esas olarak Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle Brezilya ve Rusya'da enflasyon beklentilerinin bir miktar daha bozulduğu görülmektedir (Tablo 2.2.1).

Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş, gelişmiş ülke ekonomileri enflasyon oranlarını baskılamaya devam etmektedir. Emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülkelere ise bu durum beklentileri bozarak enflasyonu yukarı yönlü etkilemektedir. Buna ilaveten, her iki ülke grubundaki döviz kuru gelişmeleri de enflasyon oranları eğilimlerini desteklemektedir. Bu bağlamda, değerlendirilmekte olan ABD doları ABD enflasyonunu baskılamakta; değer kaybetmekte olan Rusya, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelere para birimleri söz konusu ülkelerdeki enflasyon rakamlarını yukarı çekmektedir. Küresel ekonomideki ve önemli bir emtia ithalatçısı olan Çin'deki yavaş büyümenin devam edeceği ve Fed'in faiz artışını uzun süre ertelemeyeceği varsayımları altında mevcut enflasyon görünümünün -gelişmiş

ülkelerde düşük seviyelerde, gelişmekte olan ülkelerde ise yukarı yönlü olacak şekilde- kısa vadede devam edebileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.

2015 ve 2016 Yılı Sonlarına İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2015	2016	2015	2016
Dünya	2,6	3,1	3,2	3,6
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	0,2	2,2	0,2	1,8
Euro Bölgesi	0,2	1,3	0,1	1,1
Almanya	0,6	1,6	0,3	1,4
Fransa	0,3	1,2	0,1	1,0
İtalya	0,2	1,1	0,1	0,9
İspanya	-0,2	1,1	-0,4	0,9
Yunanistan	-1,3	0,3	-1,3	2,1
İngiltere	0,2	1,6	0,1	1,4
Japonya	0,8	1,1	0,8	0,8
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	2,0	2,5	2,0	2,6
Çin	1,4	1,9	1,6	2,1
Hindistan	5,4	5,6	5,0	5,4
Latin Amerika	14,5	12,0	24,6	25,1
Brezilya**	8,4	5,5	9,7	6,1
Doğu Avrupa	8,0	5,6	8,4	5,8
Rusya	12,0	6,8	13,1	7,2

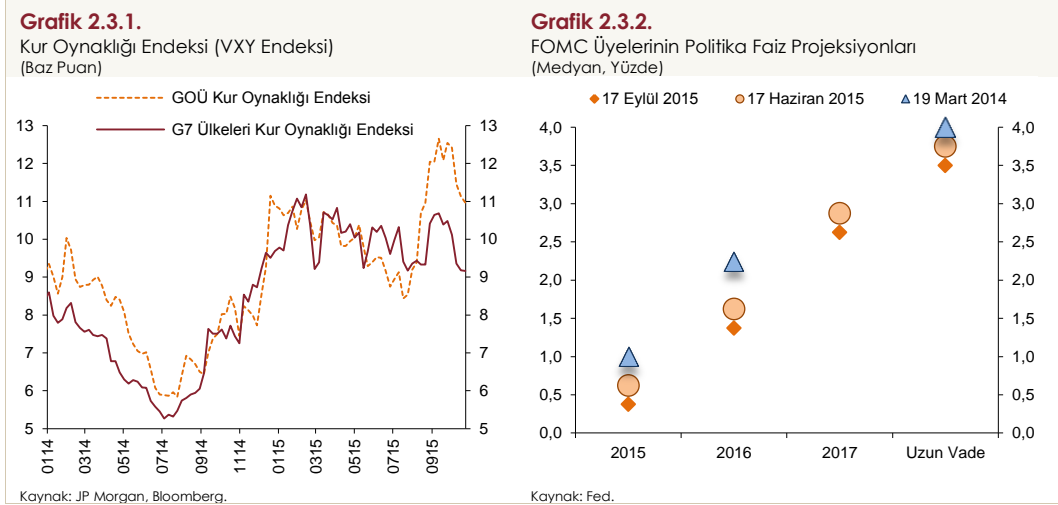
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

** Aralık/Aralık enflasyonu.

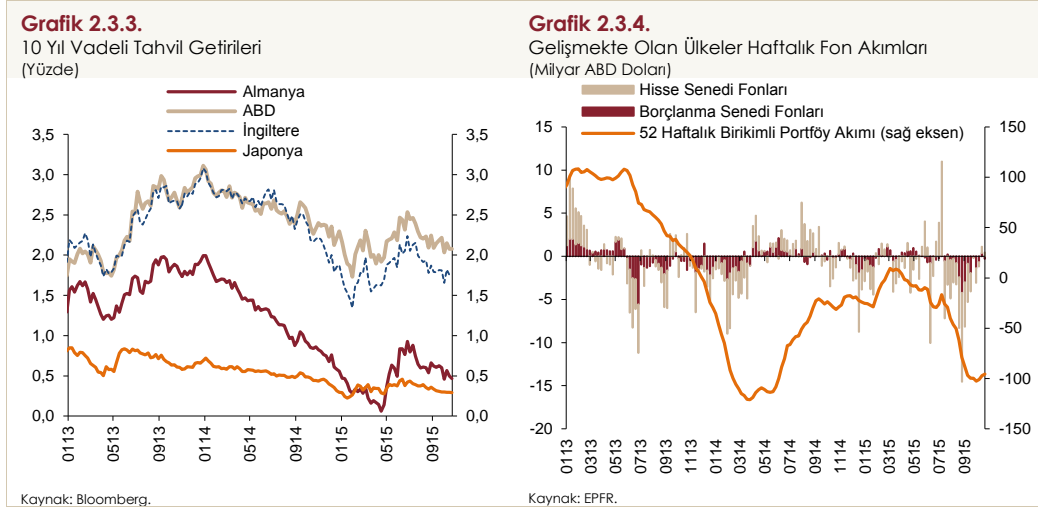
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

Küresel iktisadi faaliyette yavaşlamanın devam ettiği yılın üçüncü çeyreğinde özellikle Çin ekonomisine ilişkin endişeler ve Fed'in politika faiz artışının beklendiği tarihin giderek yaklaşması küresel risk iştahının hızla gerilemesine yol açmıştır (Grafik 2.3.1). Bununla birlikte, özellikle Çin Merkez Bankası'nın Ağustos ayı sonunda faiz indirmesi ve takip eden süreçte Fed'in de ilk faiz artırımını bir süre daha erteleyeceğine ilişkin sinyaller vermesi sonucunda risk iştahındaki bozulma eğilimi tersine dönmüştür (Grafik 2.3.2). Risk iştahındaki olumsuz seyrin yanı sıra yakın dönemde ABD'nin tarım dışı istihdama ilişkin verilerinin beklenenden kötü gelmesi ve küresel ekonomideki yavaşlığın ABD ekonomisini de olumsuz etkileyebileceğine dair değerlendirmeler ile finansal piyasalarda Fed'in ilk faiz artışını 2016 yılına erteleyebileceği algısı yaygınlaşmıştır.



Fed'in faiz artışlarını erteleyebileceğine ilişkin piyasa algısı ve diğer önde gelen merkez bankalarının da gevşek para politikası uygulamalarını sürdürüleceğine ilişkin beklentiler sonucunda gelişmiş ülkelerde uzun vadeli getiriler Temmuz ayından itibaren yeniden gerilemeye başlamıştır (Grafik 2.3.3). Öte yandan, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke borsalarında bir süredir devam eden ve Ağustos ayından itibaren hızlanan değer kaybetme eğilimi Ekim ayında yerini yeni bir toparlanma eğilimine bırakmıştır..

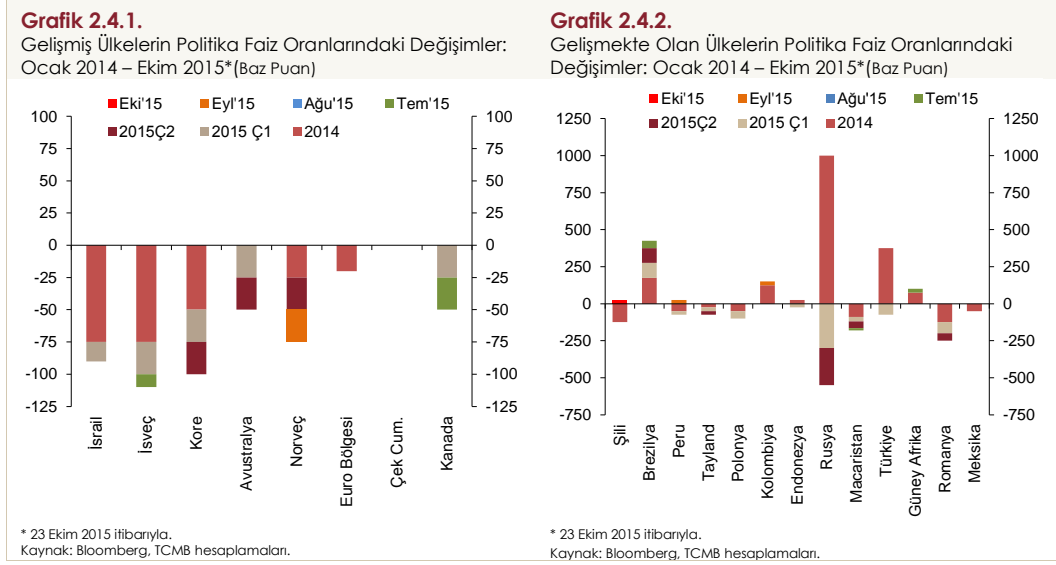


Son dönemde küresel risk iştahında gözlenen hızlı gerileme eğilimi, gelişmekte olan ülkeler aleyhine risk algılamalarının bozulmasına yol açmış, özellikle Asya-Pasifik ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülke risk primlerinde Eylül ayı sonlarına dek belirgin artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Risk primlerindeki bu artış eğilimi Ekim ayından itibaren Fed'e ilişkin politika faiz beklentilerindeki hızlı gerileme ile birlikte sona ermiştir. Bu gelişmelere paralel olarak Ağustos ve Eylül aylarında uluslararası yatırımcılar risk almaktan daha fazla kaçınmış ve yılın üçüncü çeyreğinde, gelişmekte olan ülke hisse senedi ve borçlanma senedi piyasalarında büyük çaplı sermaye çıkışları gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.4). Söz konusu sermaye çıkışları, Eylül ayı FOMC toplantısının ardından bir miktar hız kaybetmekle birlikte, Ekim ayına kadar devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde sermaye hareketlerinin büyük ölçüde Fed'in politika kararları ve sinyalleri tarafından şekillenmesi beklenmektedir. Fed'in politika faizinde beklenen artışın bir süre daha yapılmayacağına ilişkin sinyaller gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını destekleyecek bir gelişme olarak ortaya çıksa da; söz konusu politika faizi artışının zamanlamasına ilişkin belirsizliğin devam etmesi ve Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf büyüme görünümü, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

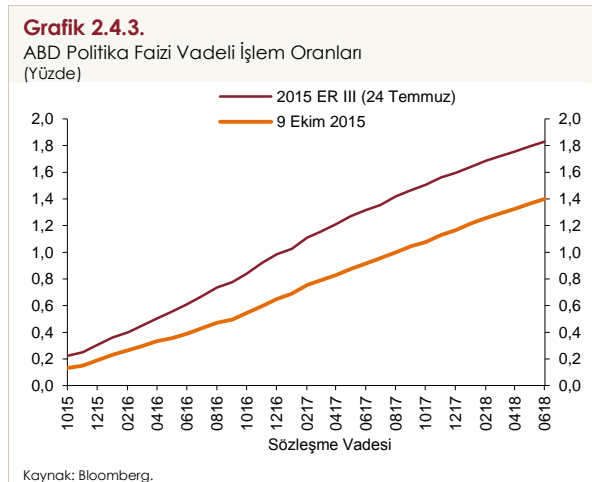
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2015 yılının üçüncü çeyreğinde, küresel para politikası kararlarının genel itibarıyla politika faizlerini sabit tutmak yönünde olduğu gözlenmiştir. Gelişmiş Ülkeler grubu içerisinde, Temmuz ayında Kanada ve İsveç merkez bankalarının yaptıkları indirimlerin ardından, Eylül ayında Yeni Zelanda ve Norveç merkez bankalarının politika faizlerini 25'er baz puan aşağı çektiği görülmüştür (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelere de benzer bir durum gözlenmiş, politika faizini uzunca bir süredir düzenli olarak düşüren Macaristan ve düzenli olarak artıran Brezilya merkez bankalarının Eylül ayında yaptıkları toplantılarda faiz oranlarını değiştirmedikleri görülmüştür. Buna karşın Çin Merkez Bankası Ağustos ayında 25 ve

Hindistan Merkez Bankası Eylül ayında 50 baz puan faiz indirirken, Peru ve Kolombiya merkez bankaları Eylül ayında 25'er baz puan, Şili Merkez Bankası ise Ekim ayında 25 baz puan artış gerçekleştirmiştir (Grafik 2.4.2).



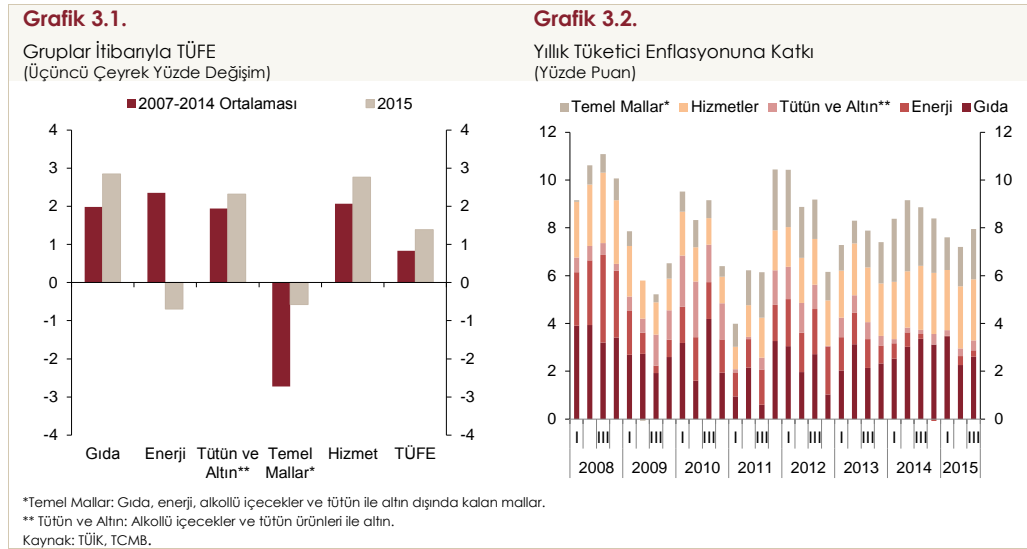
Fed'in Eylül ayı toplantısında faiz artırımına gitmemiş olması küresel para politikası açısından önemli bir gelişme olmuştur. Yapılan açıklamada henüz gerekli koşulların sağlanmadığına vurgu yapılmış, ancak yılın kalan bölümünde politika faizinde bir artış gerçekleşmesi olasılığı da belirtilmiştir. Fed'in olası faiz artışının zamanlaması ve hızı, finansal piyasaların seyri açısından en önemli belirleyicilerden biri olmaya devam etmektedir. Eylül ayındaki duyuruda yayımlanan tahminler doğrultusunda, Kurul üyelerinin politika faizi beklentilerini her vadede aşağı yönlü güncelledikleri görülmekle birlikte, 2015 yılı için en az bir kez faiz artışı yapılacağı yönündeki beklenti, biraz zayıflamakla birlikte, korunmuştur (Grafik 2.3.2). Sonuç olarak, piyasada Fed politika faizi beklentilerinin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, önemli oranda aşağı yönlü güncellendiği görülmüş ve ilk artışın 2016 yılı ilk çeyreğinde yapılacağına ilişkin tahminler ağırlık kazanmıştır (Grafik 2.4.3).



3. Enflasyon Gelişmeleri

2015 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,75 puan artarak yüzde 7,95 oranına yükselmiştir. Enflasyondaki bu yükselişte gıda ve temel mal grupları belirleyici olmuştur. İşlenmemiş gıda fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinde gözlenen düzeltmenin ardından gıda grubunun enflasyona katkısı bu çeyrekte tekrar yükselmiştir. Bunun yanında, Türk lirasının yılın ilk yarısında olduğu gibi üçüncü çeyrekte de değer kaybetmesine bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu bu dönemde 2 puan yükselmiştir. Üçüncü çeyrekte Türk lirasındaki değer kaybına karşın petrol fiyatlarında kaydedilen belirgin düşüş ile yıllık enerji enflasyonu gerilemiştir. Hizmet enflasyonu bu dönemde büyük ölçüde ulaştırma ve haberleşme hizmetlerindeki baz etkisi kaynaklı bir miktar düşüş kaydederken gıda fiyatları ile döviz kuruna duyarlı hizmet gruplarında enflasyon yükselmiştir. Bu çerçevede, çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğilimi, önceki çeyreğe kıyasla bir miktar gerilemiş olsa da, yüksek seviyesini sürdürmüştür.

2015 yılının üçüncü çeyreğinde enerji dışındaki tüm alt gruplarda fiyat değişimleri tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1). Gıda fiyatlarındaki seyrinde özellikle taze meyve ve kırmızı et kaynaklı olarak işlenmemiş gıda fiyatları belirleyici olmuştur. Geçen çeyreğe kıyasla temel mal ve gıda gruplarının enflasyona katkısı sırasıyla 0,4 ve 0,3 puan yükselirken enerjinin katkısı 0,1 puan gerilemiştir (Grafik 3.2). Bu dönemde temel mal ve hizmet gruplarındaki görünüm paralelinde temel enflasyon göstergeleri de geçmiş dönemlerin üzerinde bir artış sergilemiştir.



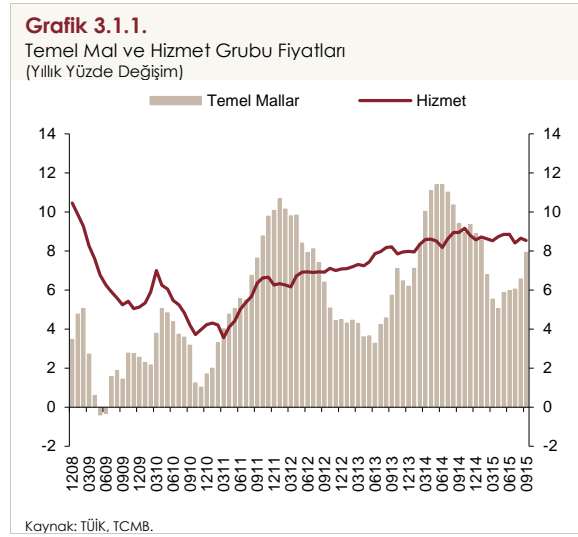
Özetle yılın üçüncü çeyreğinde gerek gıda fiyatlarında süregelen artışlar gerekse Türk lirasında gözlenen değer kaybının yansımalarıyla yıllık enflasyon yükselmiştir. Döviz kuru hareketleri, başta petrol olmak üzere ABD doları bazı ithalat fiyatlarındaki azalışa rağmen, çekirdek enflasyon eğiliminde bir yükselişe yol açmıştır. Bununla birlikte Türk lirasındaki değer kaybının enerji dışında kalan gruplara yansımalarının, toplam talep koşullarındaki ılımlı görünüm çerçevesinde geçmişteki benzer dönemlere kıyasla daha sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak gerek küresel piyasalardaki gerekse yurt içindeki belirsizliklerin döviz kuru üzerindeki etkileri ile gıda fiyatlarındaki seyr

enflasyon görünümü üzerindeki başlıca risklerdir. Bunların yanında, orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma hizmetler gibi enflasyonu katılık arz eden gruplarda önemli bir risk unsuru teşkil etmektedir.

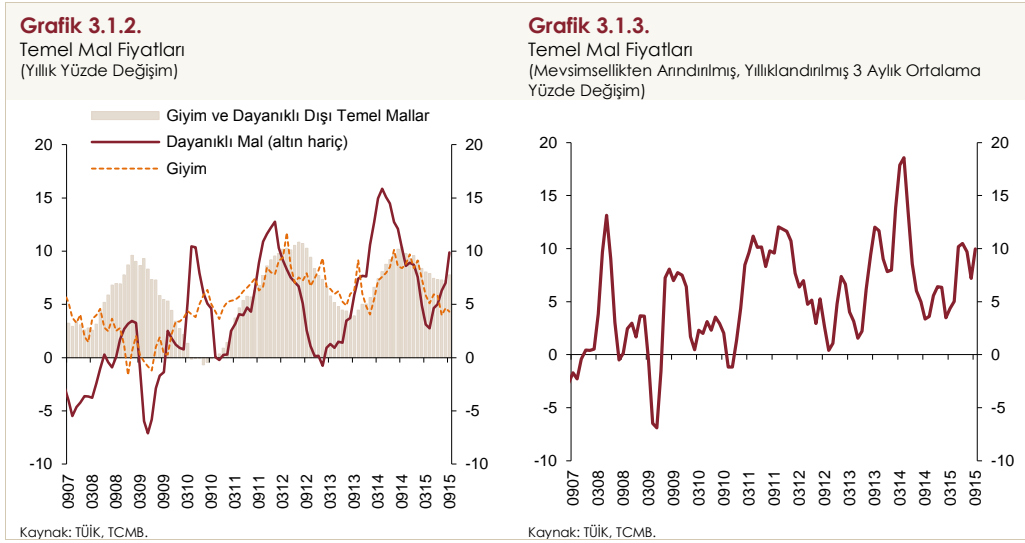
3.1. Temel Enflasyon Görünümü

Temel mal grubu yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte 1,98 puan artarak yüzde 7,94 oranına yükselmiştir (Tablo 3.1.1, Grafik 3.1.1). Bu gelişmede döviz kuru etkilerine bağlı olarak yıllık enflasyonu yaklaşık 5 puanlık artışla yüzde 9,89'a yükselen dayanıklı tüketim malları etkili olmuştur. Temel mal grubunun diğer bileşenlerinden giyim grubunda yıllık enflasyon bu dönemde düşmüş, giyim ve dayanıklı mallar dışında kalan grupta ise sınırlı bir artış gözlenmiştir (Grafik 3.1.2).

Türk lirasının dolar ve euro karşısında yaklaşık yüzde 11 civarında değer kaybettiği üçüncü çeyrekte döviz kuru hareketlerinin temel mal fiyatları üzerindeki etkisi belirginleşmiştir. Bu dönemde talep koşullarındaki ılımlı seyir döviz kuru geçişkenliğini sınırlamış olsa da, Türk lirasındaki birikimli değer kaybının etkileriyle dayanıklı mal grubunda enflasyon baskıları artmıştır. Nitekim bu grupta Temmuz ayında yüksek seyreden aylık fiyat artışları, Eylül ayında başta beyaz eşya ve otomobillerde olmak üzere daha da kuvvetlenmiştir.



Döviz kuru yansımalarının daha gecikmeli bir şekilde gözlemlendiği "giyim ve dayanıklı dışı temel mal" fiyatlarında ise Temmuz ve Ağustos aylarındaki ılımlı eğilimin aksine Eylül ayında oldukça yüksek bir artış izlenmiştir. Diğer taraftan, sözü edilen gruplardaki belirgin döviz kuru etkilerine karşılık giyim fiyatları üçüncü çeyrekte ılımlı seyretilmiştir. Toplam talepteki ılımlı seyre paralel olarak sezon indirimleri tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşen giyim grubu, temel mal enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlamıştır.



Bu gelişmeler doğrultusunda, temel mal grubunun tüketici enflasyonuna olan katkısı üçüncü çeyrekte 0,45 puan yükselerek 2,09 puan olmuştur (Grafik 3.2). Bu dönemde temel mal enflasyonunun ana eğilimi ikinci çeyrekte olduğu gibi yüksek bir düzeyde seyretmiştir (Grafik 3.1.3). Mevsimsellikten arındırılmış veriler özellikle giyim dışı temel mal fiyatlarında Eylül ayında belirgin bir artışa işaret etmiştir. Türk lirasındaki birikimli değer kaybının temel mal enflasyonu üzerindeki olumsuz etkisinin yılın son çeyreğinde de süreceği öngörülmektedir.

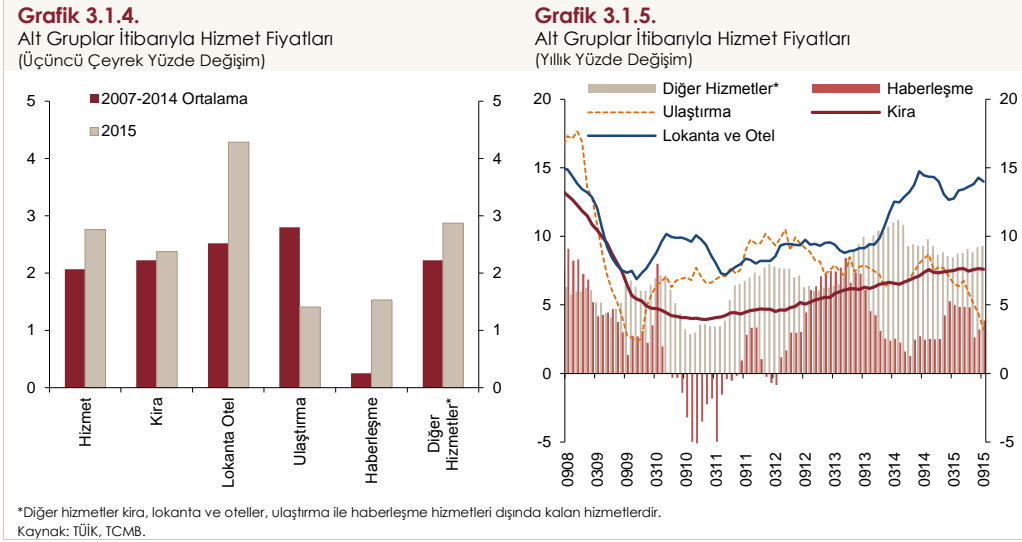
Tablo 3.1.1.Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2014			2015		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
TÜFE	0,69	1,63	8,17	3,03	1,68	1,39
1. Mallar	-0,30	1,99	7,99	3,34	1,37	0,81
Enerji	0,11	-0,74	-1,54	1,96	1,44	-0,70
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	1,50	2,90	12,73	8,82	-3,85	2,85
İşlenmemiş Gıda	0,02	3,53	12,24	16,40	-9,27	3,56
İşlenmiş Gıda	2,82	2,36	13,16	2,30	1,45	2,22
Temel Mallar	-2,39	2,98	8,89	-1,10	6,60	-0,57
Giyim ve Ayakkabı	-10,50	10,38	8,40	-12,43	22,37	-11,81
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	-0,08	-0,29	8,70	3,91	1,43	4,57
Mobilya	-1,11	1,56	7,73	3,55	1,24	3,20
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	0,69	-0,31	1,64	2,44	0,98	4,00
Otomobil	-0,10	-1,19	13,72	5,14	1,62	5,60
Diğer Dayanıklı Mallar	0,26	1,07	7,02	1,38	3,19	2,69
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	1,82	1,38	9,57	1,78	2,16	2,25
Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın	0,45	0,00	7,73	4,49	0,61	2,32
2. Hizmetler	3,05	0,81	8,59	2,32	2,40	2,76
Kira	2,25	1,78	7,34	1,47	1,77	2,38
Lokanta ve Oteller	3,95	2,02	13,98	3,42	3,59	4,29
Ulaştırma	4,05	-0,38	7,76	0,10	2,06	1,41
Haberleşme	2,48	0,14	2,50	2,26	-0,11	1,53
Diğer Hizmetler*	2,67	0,21	8,64	2,95	3,00	2,87

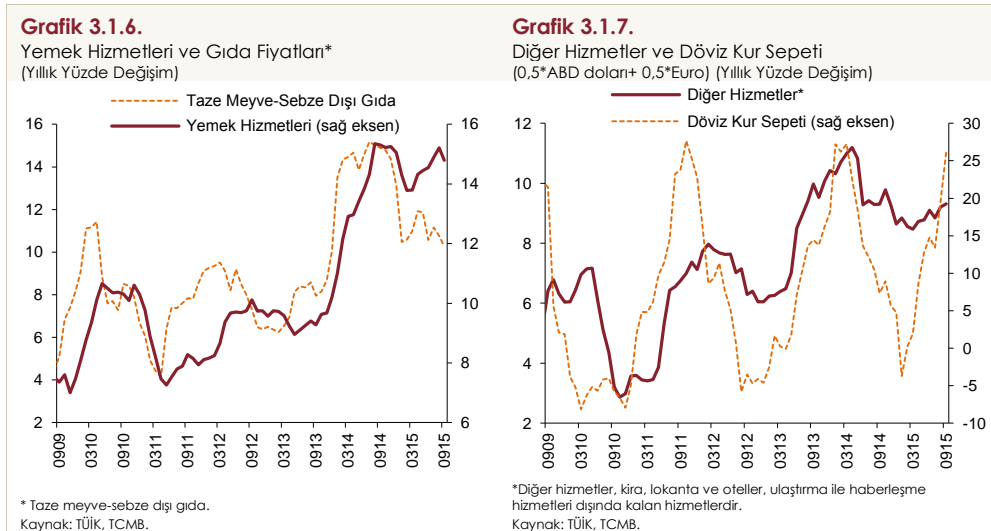
* Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet grubunda yıllık enflasyon üçüncü çeyrekte ikinci çeyreğe kıyasla 0,31 puan azalarak yüzde 8,54'e gerilemiştir (Grafik 3.1.1). Bu gelişmede haberleşme hizmetleri ile uluslararası petrol fiyatlarındaki düşük seviyelere bağlı olarak yıllık enflasyonu yavaşlayan ulaştırma hizmetleri belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, lokanta-otel, "diğer hizmetler" ve kira alt gruplarında fiyatlar tarihsel ortalamaların üzerinde artmış ve bu gruplarda yıllık enflasyon yükselmiştir (Grafik 3.1.4 ve Grafik 3.1.5).

Hizmet enflasyonundaki yüksek seyrin temel belirleyicilerinden olan lokanta-otel grubunda gıda fiyatlarındaki birikimli artışlar etkili olmaya devam etmiştir.



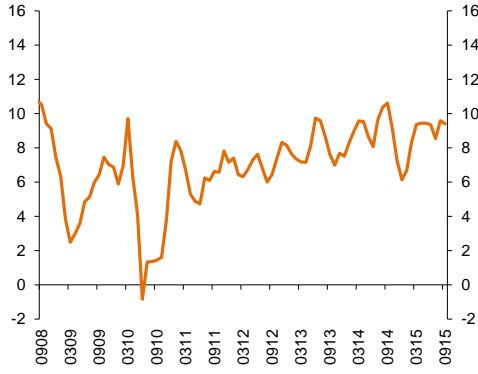
Maliyet yönlü baskılar hizmet fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Taze meyve ve sebze dışı gıda grubundaki olumsuz görünüm dâhilinde yemek hizmetlerinde kaydedilen yüksek oranlı artışlar bu çeyrekte de sürmüştü ve bu grubun yıllık enflasyonu yüzde 14,8'e yükselmiştir (Grafik 3.1.6). Diğer hizmetler grubu fiyatlarında ise Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarının etkileri hissedilmeye devam etmiştir (Grafik 3.1.7). Maliyet unsurlarına ek olarak, tüketici enflasyonunun uzunca bir süredir koruduğu yüksek seviye ve orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma da hizmet enflasyonunu olumsuz etkilemektedir.



Maliyet yönlü baskıların sürmesiyle birlikte üçüncü çeyrekte hizmet enflasyonunun üç aylık ortalamalara göre ana eğilimi ve grup fiyatları yayılım endeksi yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 3.1.8 ve Grafik 3.1.9).

Grafik 3.1.8.**Hizmet Fiyatları**

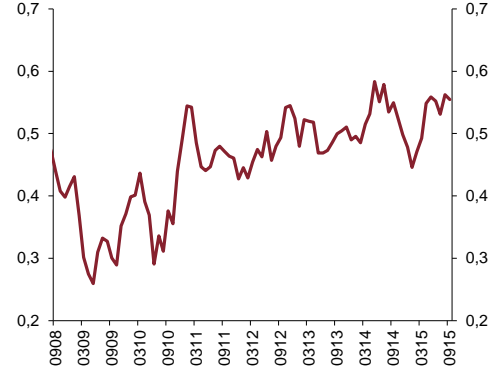
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.9.**Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi***

(Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

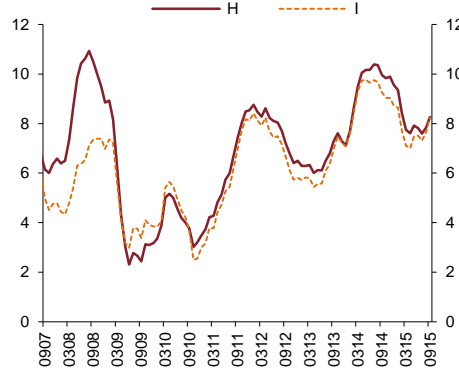


* Yayılım Endeksi: Ay içinde fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

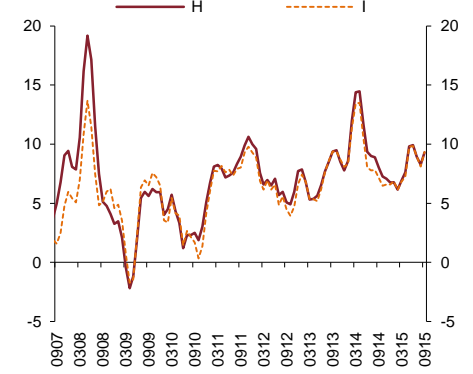
Temel mal ve hizmet gruplarındaki görünüm paralelinde temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonları üçüncü çeyrekte yükselerek sırasıyla 8,26 ve 8,23 olmuştur (Grafik 3.1.10). Temel enflasyon göstergelerinin ana eğilimlerinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla bir miktar iyileşme kaydedilse de yüksek düzeyler korunmuştur (Grafik 3.1.11).

Grafik 3.1.10.**Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I**

(Yıllık Yüzde Değişim)



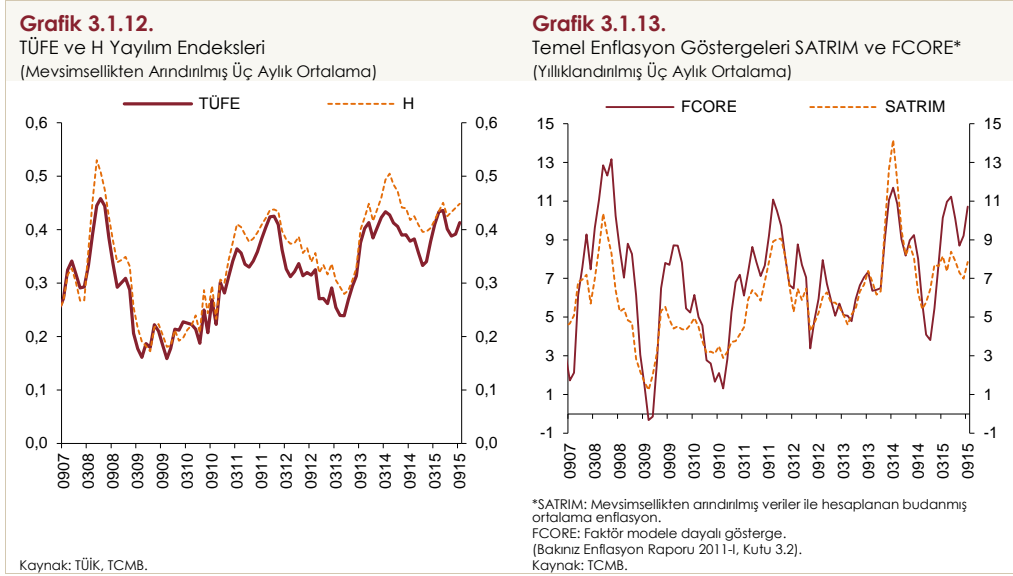
Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.11.**Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama Yüzde Değişim)**

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Dönem sonları itibarıyla yayılım endekslerine göre fiyat artırma eğilimi bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 3.1.12). Ancak önceki iki ayın aksine Eylül ayında yayılım endekslerinde sınırlı da olsa artış gözlenmiştir. TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergelerinden SATRIM nispeten yatay seyretmiş, gıda fiyat etkilerinin daha belirgin gözlemlendiği FCORE göstergesi ise önceki çeyreğe kıyasla artış kaydetmiştir (Grafik 3.1.13).

Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde döviz kuru ve diğer maliyet unsurlarındaki gelişmelerin olumsuz yansımaları sürerken ithalat fiyatlarındaki olumlu görünüm ve toplam talepteki ılımlı seyir maliyet baskılarını kısmen de olsa sınırlamaya devam etmiştir. Ana eğilim göstergeleri, bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir iyileşme kaydetse de, halen enflasyon hedefi ile uyumlu düzeylerin oldukça üzerinde seyretmektedir.

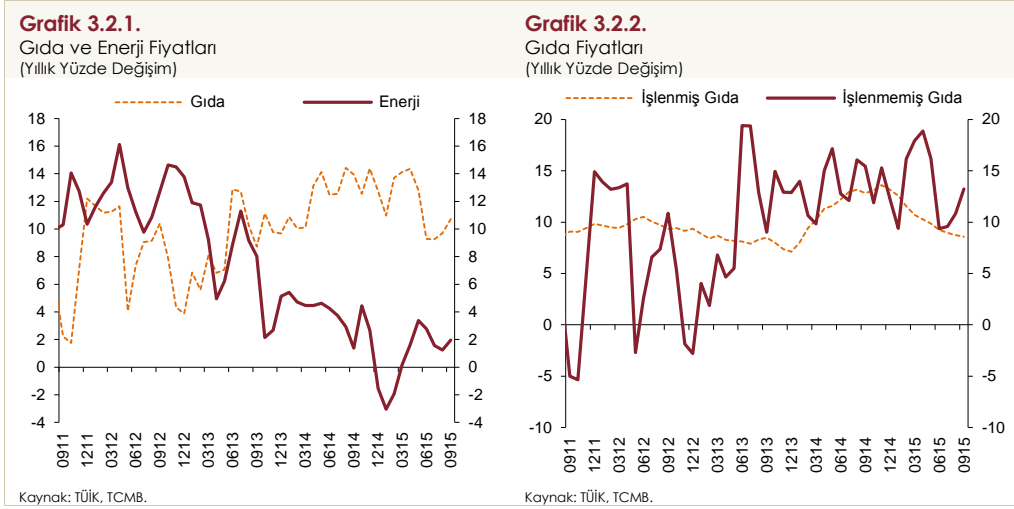


3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

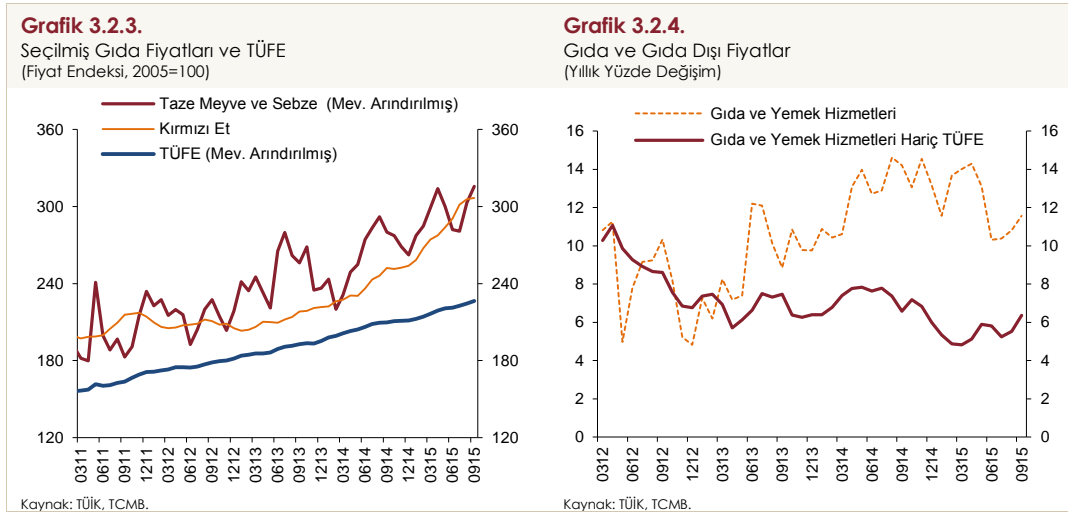
İkinci çeyrekte önemli bir düzeltme eğilimi sergileyen gıda enflasyonu üçüncü çeyrekte yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. Haziran ayında yüzde 9,28'e gerileyen gıda yıllık enflasyonu üçüncü çeyrek sonu itibarıyla yüzde 10,73'e yükselerek Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının ima ettiği düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1).

Gıda yıllık enflasyonunda gözlenen yükselişte işlenmemiş gıda fiyatları etkili olmuştur (Grafik 3.2.2). Meyve ve sebzelerde artan ürün arzına bağlı olarak Mayıs ve Haziran aylarında, mevsimsellikten arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatlarında bir düzeltme eğilimi gözlenmişti. Ancak üçüncü çeyrekte bu eğilim temelde meyve fiyatlarındaki artışlarla tersine dönmüştür. Ayrıca bu dönemde kırmızı et tüketici fiyatlarında canlı hayvan varlığındaki arz sıkıntısına bağlı olarak süregelen yukarı yönlü seyir devam etmiştir. Kırmızı et fiyatları bu çeyrekte yüzde 5,53 oranında artmış, son bir yıllık dönemdeki artış oranı ise yüzde 21,58 olmuştur (Grafik 3.2.3). Kırmızı et fiyatlarındaki bu durum gerek gıda gerekse yemek hizmetleri enflasyonunu olumsuz etkilemiştir. Diğer taraftan, alınan önlemler çerçevesinde Et ve Süt Kurumu'na tanınan karkas et ithalat yetkisini takiben yurt içi fiyatlardaki artış eğilimi Eylül ayı ile birlikte yerini nispeten yatay bir görünüme bırakmıştır. Taze meyve ve sebze ile kırmızı et dışındaki ürünlerin fiyatlarında ise bu çeyrekte ılımlı bir görünüm gözlenmiştir. Neficede, işlenmemiş gıda yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 3,87 puan artarak Eylül ayı itibarıyla yüzde 13,23'e yükselmiştir.

İşlenmiş gıda grubunda ise yıllık enflasyonda gözlenen yavaşlama eğilimi üçüncü çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 3.2.2). Ekmek ve tahıl ürünleri enflasyonundaki yavaşlama eğilimi buğday üretimindeki olumlu gelişmeler doğrultusunda sürmüş ve grup yıllık enflasyonu yüzde 6 seviyesine gerilemiştir. Ekmek ve tahıl dışı işlenmiş gıda grubu genelinde ise fiyatlar nispeten ılımlı bir seyir izlemiştir. 2015 yılı ile birlikte sıvı yağ grubunda gözlenen oldukça yüksek oranlı artışlar işlenmiş gıda grubu enflasyonundaki azalışı sınırlamıştır.

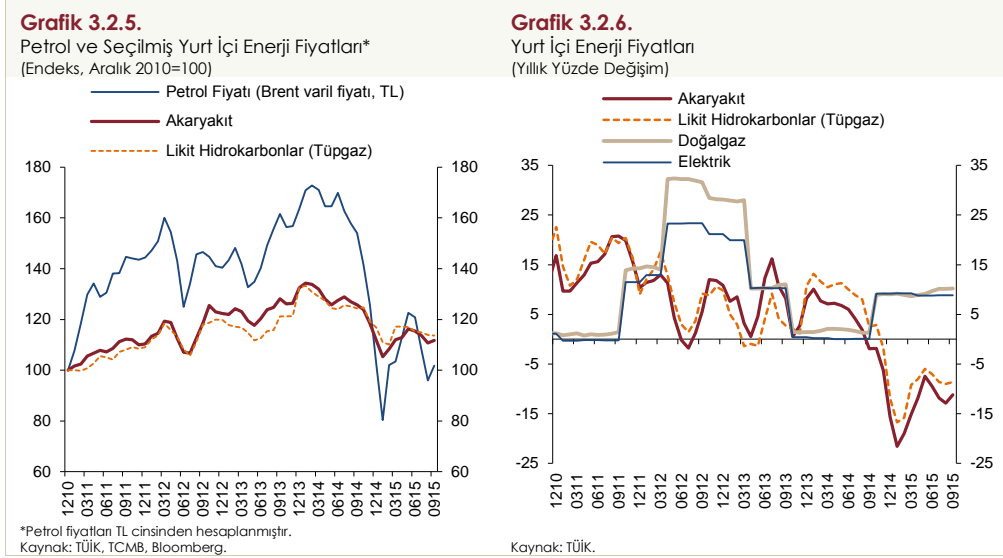


Üçüncü çeyrekte gıda ve yemek hizmetleri grubunun yıllık enflasyonu yüzde 11,56'ya, gıda ve yemek hizmetleri hariç tüketici enflasyonu ise temelde döviz kuru kaynaklı etkilere yüzde 6,36'ya yükselmiştir (Grafik 3.2.4). Gıda ve ilişkili hizmet kalemlerindeki yüksek seviye, gıdanın tüketim sepeti içindeki yüksek payı da dikkate alındığında bilhassa tüketici kesiminin enflasyon beklenti ve algısını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, gıda ile ilişkili gruplarda enflasyonun tüketici enflasyon hedefi ile uyumlu seviyelere gerilemesi büyük önem arz etmekte, bu konuda da Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi'nin alınmasını önereceği tedbirlerin katkı sağlayabileceği değerlendirilmektedir.



Enerji fiyatları üçüncü çeyrekte 0,70 oranında düşmüştür. Uluslararası petrol fiyatlarında üçüncü çeyrek boyunca gözlenen düşüş eğilimi sonucu Brent tipi ham petrolün varil fiyatı çeyrek sonunda 47 ABD doları düzeyine gerilemiştir. Ancak TL'deki değer kaybı nedeniyle uluslararası petrol fiyatlarındaki bu eğilimin enerji fiyatlarına yansımaları sınırlı olmuştur. Bu çerçevede, akaryakıt ve tüpgaz fiyatları anılan çeyrekte sırasıyla yüzde 3,23 ve yüzde 1,41 oranlarında azalmıştır (Grafik 3.2.5). Bu çeyrekte yönetilen fiyatlardan elektrikte bir değişim gözlenmezken, doğalgaz fiyatları 0,53 puan artmıştır. Belediyelerce

belirlenen şebeke suyu fiyatları yılın ilk yarısındaki yüksek artışların ardından bu çeyrekte yataya yakın seyretmiştir (Grafik 3.2.6). Sonuç olarak, enerji grubu yıllık enflasyonu yılın üçüncü üç aylık döneminde yüzde 1,95 olarak gerçekleştirerek tüketici enflasyonunu sınırlamaya devam etmiştir (Grafik 3.2.1).



Alkollü içecekler ve tütün ürünleri fiyatları üçüncü çeyrekte Temmuz ayında gerçekleşen maktu vergi ayarlamasına bağlı olarak sınırlı bir yükseliş kaydetmiştir.

3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları

Yurt içi üretici fiyatları (Yİ-ÜFE) yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayi fiyatlarındaki gelişmelerin etkisiyle yüzde 2,20 oranında artarken yıllık enflasyon yüzde 6,92'ye yükselmiştir (Tablo 3.3.1, Grafik 3.3.1). Bu dönemde Türk lirasındaki birikimli değer kaybının enflasyonist etkileri alt gruplar genelinde izlenmeye devam etmiştir.

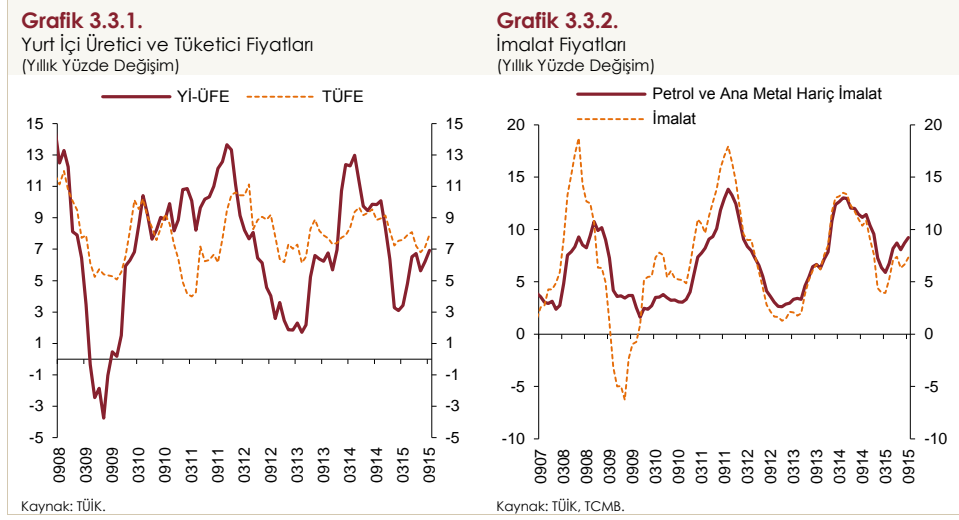
Tablo 3.3.1.
Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2014			2015		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
Yİ-ÜFE	2,02	-0,82	6,36	2,60	2,81	2,20
Madencilik	0,92	-2,86	1,02	0,33	3,59	-3,41
İmalat	2,18	-1,01	7,63	2,64	3,45	2,12
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	2,35	-0,06	8,98	2,65	3,12	2,70
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	2,37	0,16	9,56	2,70	3,22	2,88
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	1,01	1,53	-3,56	1,80	-3,33	5,38
Su Temini	0,95	4,54	11,90	13,75	2,21	0,27
Ana Sanayi Gruplarına göre Yİ-ÜFE						
Ara Mali	1,45	-0,36	6,53	1,97	2,96	3,05
Dayanıklı Tüketim Malları	-0,50	0,84	7,55	5,15	3,20	4,07
Dayanıklı Tüketim Malları (Altın Hariç)	-0,39	1,29	7,38	2,91	2,98	2,87
Dayanaksız Tüketim Malları	4,79	0,49	13,82	3,24	3,31	0,60
Sermaye Mali	1,18	-0,88	5,97	2,23	2,87	5,15
Enerji	-0,07	-5,54	-7,64	2,29	1,33	-0,49

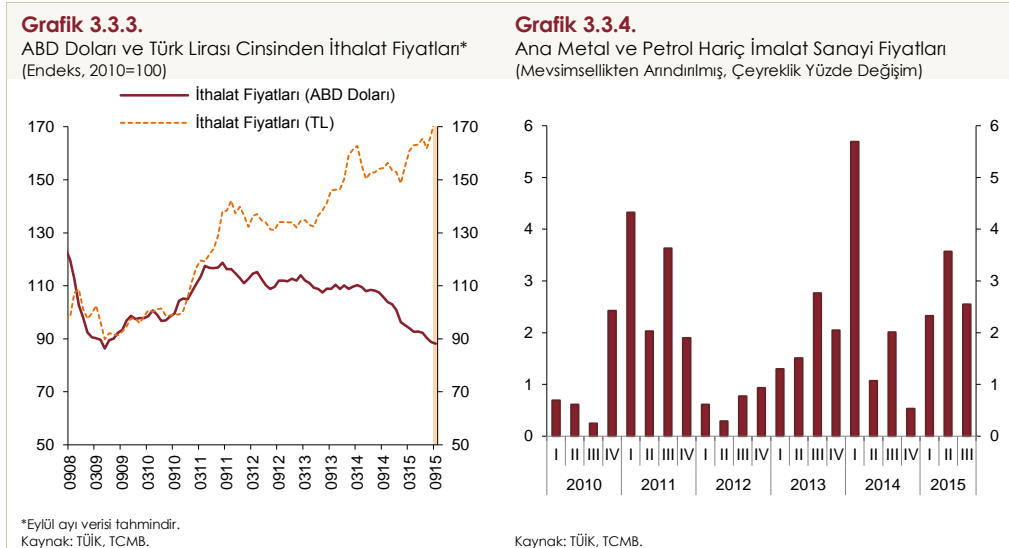
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Bu dönemde imalat sanayi fiyatları yüzde 2,12 oranında artmış, grup yıllık enflasyonu ise bir önceki çeyrek sonuna kıyasla yatay seyrederek yüzde 7,34 olmuştur (Tablo 3.3.1, Grafik 3.3.2). İmalat fiyatlarındaki bu yükselişte, Türk lirasındaki değer kaybı belirleyici olurken gıda imalatı ve uluslararası

petrol fiyatlarındaki olumlu seyir bu etkiyi sınırlamıştır. Nitekim yılın üçüncü çeyreğinde ithalat fiyatları, ABD doları bazında gerilerken Türk lirası bazında belirgin bir yükseliş kaydetmiştir (Grafik 3.3.3).

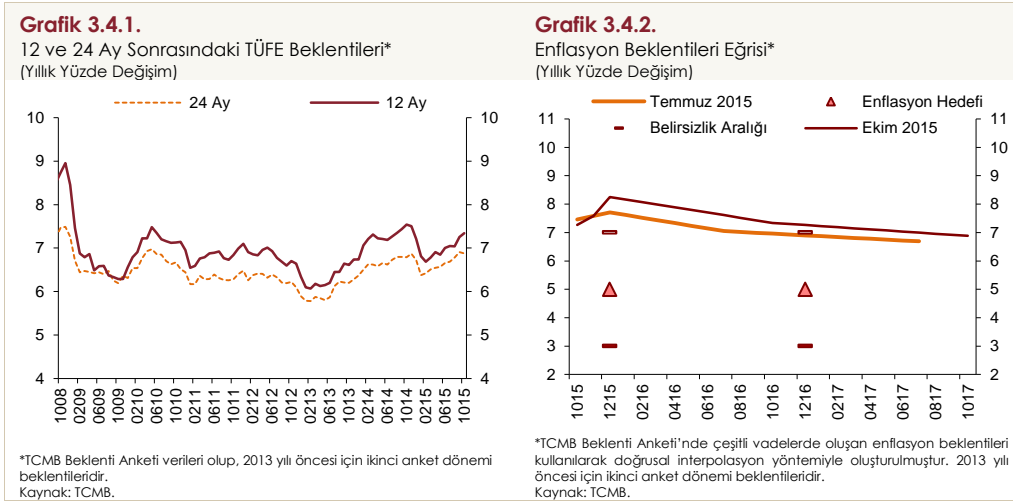


Bu dönemde ana sanayi gruplarında Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle genele yayılan fiyat artışları gözlenmiştir (Tablo 3.3.1). Dayanıklı tüketim malı fiyatları, başta altın, mobilya ve ev aletlerinin etkisi ile yüzde 4,07 oranında yükselmiştir. Sermaye ve ara malı fiyatları, grup genelinde hissedilen artışlarla, sırasıyla yüzde 5,15 ve 3,05 oranlarında belirgin artışlar kaydetmiştir. Dayanaksız tüketim malları fiyatlarındaki ılımlı artışta ise gıda imalatı fiyatları belirleyici olmuştur. Üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayisinde çeyreklik fiyat artışları yavaşlamakla birlikte yüksek seyrini korumuştur (Grafik 3.3.4). Sonuç olarak, Türk lirasındaki birikimli değer kaybı doğrultusunda tüketici fiyatları üzerindeki maliyet yönlü baskılar yılın üçüncü çeyreğinde güçlü seyretmeye devam etmiştir.

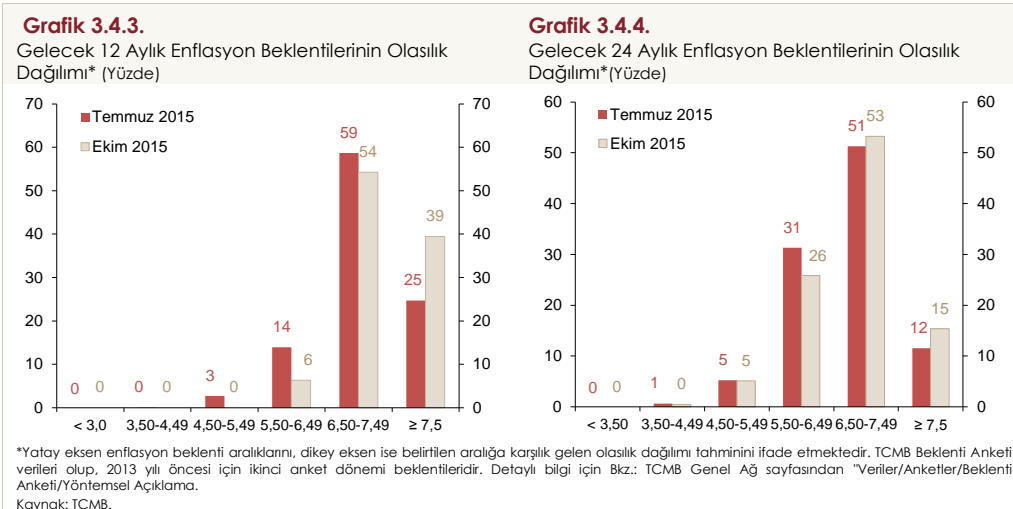


3.4. Beklentiler

2015 yılının ilk yarısında bozulma eğilimi gösteren orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirasındaki birikimli değer kaybının ve bunun temel enflasyon göstergelerine yansımalarının da etkisiyle artış eğilimine devam etmiştir. Ekim ayında gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri olumsuz eğilimini korurken, gelecek 24 aylık enflasyon beklentilerinde önemli bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 3.4.1). Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, önümüzdeki bir yıllık döneme ilişkin beklentiler bir önceki çeyreğe kıyasla yukarı doğru güncellenirken, iki yıl sonrası için beklentilerde daha sınırlı bir yükseliş gözlenmiştir (Grafik 3.4.2). Bununla birlikte enflasyon beklentileri halen 2015 ve 2016 yılsonları için yüzde 5 olarak belirlenen hedefin üzerinde seyretmektedir.



Orta vadeli enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları beklentilerde Temmuz ayına kıyasla bir bozulmaya işaret etmektedir (Grafik 3.4.3 ve Grafik 3.4.4). 12 ay sonrası için enflasyonu yüzde 4,5-7,49 aralığında bekleyenlerin oranı bu dönemde azalırken yüzde 7,5 ve üzerinde bekleyenlerin oranında belirgin bir artış gözlenmiştir. Gelecek 24 aya ilişkin beklentilerin dağılımındaki bozulma ise daha sınırlı kalmıştır.



4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2015 yılı ikinci çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiş ve GSYİH dönemlik bazda yüzde 1,3, yıllık bazda ise yüzde 3,8 oranında artmıştır. GSYİH yıllık artışında, sanayi üretimi artışına kıyasla daha güçlü artan sanayi katma değeri, olumlu hava koşulları neticesinde artış kaydeden tarım katma değeri ile ilk çeyrekteki güçlü görünümünü koruyan net vergi kalemleri başlıca rolü oynamıştır. GSYİH dönemlik büyümesinde ise sanayi katma değerindeki artış öne çıkmaktadır. Harcama tarafından bakıldığında, nihai yurt içi talebin özel kesim aracılığıyla yıllık büyümeye belirgin katkı yaptığı, dönemlik bazda ise özel yatırımların sürükleyici olduğu görülmektedir. Bu dönemde net ihracat ise büyümeyi sınırlayan unsur olmuştur.

2015 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin mevcut veriler, iktisadi faaliyetin dönemlik artış hızında yılın ilk yarısına göre düşüş olabileceğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,7 oranında artış kaydetmiştir. İç talep tarafında, iç ve dış belirsizliklerin artması sonucu finansal koşullarda gerçekleşen ek sıkılaştırmanın ve döviz kurunun gecikmeli yansımalarıyla yükselmeye devam eden temel mal fiyatlarının etkisiyle üçüncü çeyrekte özel tüketimin daha ılımlı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Öte yandan, Temmuz-Ağustos döneminde önceki çeyreğe kıyasla sınırlı oranda gerileyen altın hariç ihracat miktar endeksinin üçüncü çeyrekte yükselebileceği tahmin edilmekte, bu çerçevede dış talebin dönemlik büyümeye katkısının artacağı düşünülmektedir.

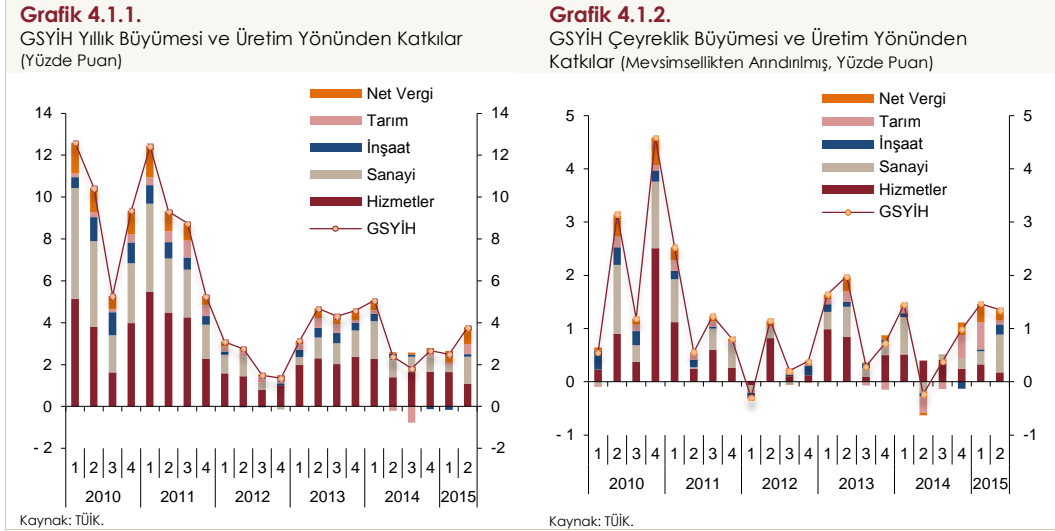
Önümüzdeki dönemde, büyümenin ılımlı bir seyir izleyeceği beklenmekle birlikte aşağı yönlü risklerin önemini koruduğu düşünülmektedir. Güven endekslerindeki zayıf seyir çerçevesinde güven kanalının desteği bir süre daha zayıf kalabilecektir. Yakın dönemde iç ve dış oynaklıklar nedeni ile finansal koşullarda bir miktar daha sıkılaştırma yaşanmıştır. Dış talebe ilişkin gerek jeopolitik gelişmeler gerekse küresel para politikasındaki belirsizlikler sebebi ile aşağı yönlü riskler devam etmektedir. Öte yandan, Avrupa ülkelerinde gözlenen toparlanma dış talebi destekleyebilecektir.

İç ve dış belirsizliklerin azalması durumunda finansal koşullarda ortaya çıkabilecek iyileşme ve artabilecek güven 2016 yılı büyümesini destekleyebilecek unsurlar olarak görülmektedir. Bu çerçevede, 2016 yılında iç talebin büyümeye ılımlı katkı vermesi ve Avrupa ekonomilerinde süregelen toparlanma ile dış talep desteğinin artması beklenmektedir. Sonuç olarak, 2015 ve 2016 yıllarında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir. Dış ticaret hadlerindeki gelişmelerin gecikmeli etkilerinin ve mevcut makroihtiyati çerçevenin de cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi destekleyeceği tahmin edilmektedir.

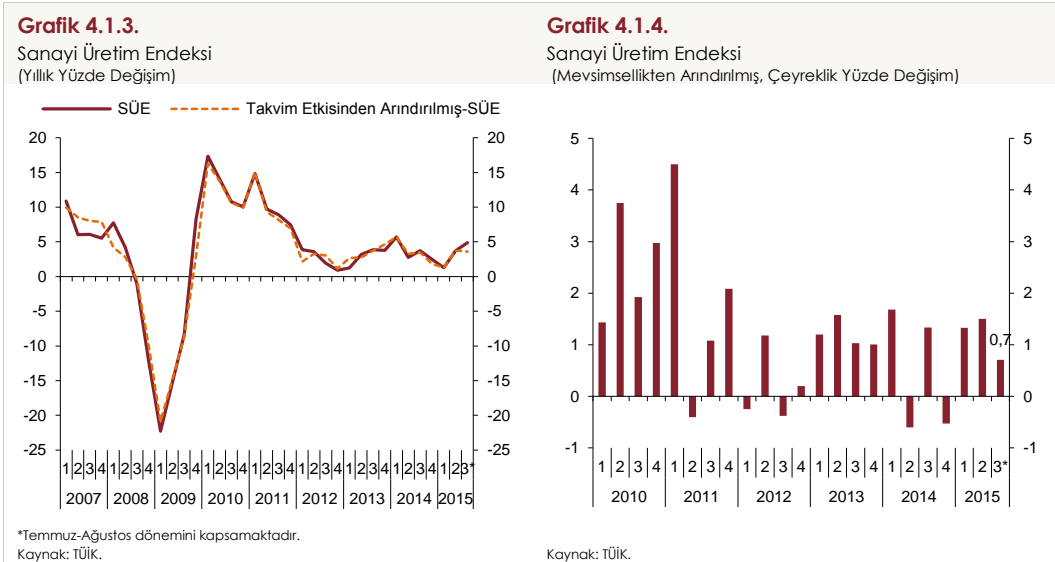
4.1. Arz Gelişmeleri

TÜİK tarafından açıklanan verilere göre, 2015 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiş ve GSYİH bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 3,8 oranında artmıştır (Grafik 4.1.1). Milli gelir yıllık artışının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde, sanayi üretimi yıllık artışına kıyasla daha güçlü artan sanayi katma değeri ve bir önceki çeyrekte olduğu gibi bu dönemde de sanayi katma değerinin oldukça üzerinde gerçekleşen net vergi kalemleri etkili olmuştur. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise

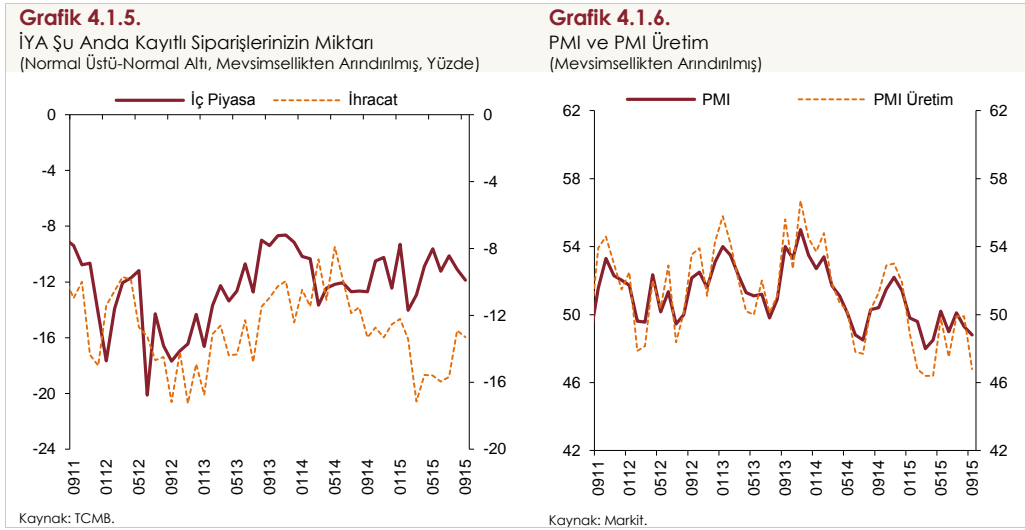
GSYİH bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında bir artış kaydetmiştir. Bu dönemde, sanayi katma değeri ilk çeyreğe kıyasla yüzde 2,7 artarak çeyreklik büyümeye en yüksek katkı yapan sektör olmuştur. Diğer sektörler de dönemlik büyümeye pozitif yönde katkı vermiştir (Grafik 4.1.2).



Sanayi üretimi Temmuz-Ağustos döneminde takvim etkilerinden arındırılmış verilerle ilk çeyrekteki artış hızını korumuş ve geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 3,6 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.3). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilerle sanayi üretimi ise, Temmuz ayındaki gerilemenin ardından Ağustos ayında belirgin bir artış sergilemiş ve Temmuz-Ağustos döneminde ikinci çeyrek ortalamasının yüzde 0,7 üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.4).

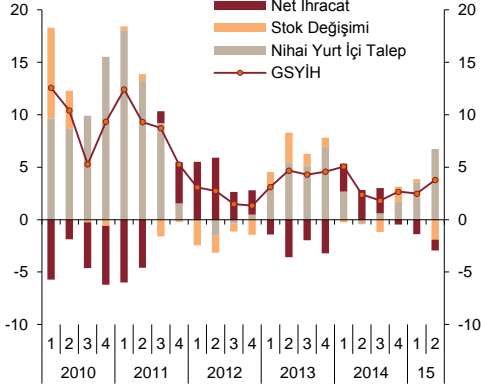


2015 yılı Eylül ayında bayram nedeniyle geçen sene Eylül ayına göre oluşan 3 günlük iş günü farkının ve bayram öncesi günlerin idari tatil ilan edilmesiyle oluşan köprü günü etkilerinin verilerin yıllık yüzde değişimine kuvvetli düşüş olarak yansımaları beklenmektedir. Bu nedenle Eylül ayında verileri değerlendirirken takvim etkilerinden arındırılmış yıllık yüzde değişim değerine bakmak iktisadi eğilimi gözlemleyebilme adına daha önemli olacaktır. Bu çerçevede, Eylül ayında üretimin yıllık bazda önemli ölçüde daralabileceği değerlendirilmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilerle, Eylül ayında taşıt üretiminde gerileme görülmektedir. Öte yandan, anket göstergeleri de Eylül ayında üretimin aylık bazda temelde iç piyasa kaynaklı daha ılımlı bir seyir izleyeceğine işaret etmektedir. Nitekim, İYA'da kayıtlı iç piyasa siparişlerindeki zayıflama, ihracat siparişlerindeki kıyasla daha belirgindir. PMI ve PMI üretim endeksi göstergeleri de bir önceki aya göre düşmüş ve 50 seviyesinin altında kalmıştır (Grafik 4.1.5 ve 4.1.6). Yatırımcı güveni göstergelerinden İYA yatırım eğilimi ve sanayi dalındaki genel gidişat sorularında da gerileme görülmektedir. Bu çerçevede, sanayi üretiminin Eylül ayında gerileyeceği ve üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla ılımlı bir artış göstereceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, yılın ikinci yarısına ilişkin olarak iç ve dış belirsizliklerin güven kanalının desteğini sınırlayabilecek olması, döviz kurunda gözlenen oynaklık ve finansal piyasalarda gözlenen sıkılaşma yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın da katkısıyla büyüme kompozisyonunun kademeli olarak net ihracat lehine değişmesi ve yılın geri kalanında ihracatında desteğiyle sanayi üretimindeki artışların ılımlı seviyelerde seyretmesi beklenmektedir.

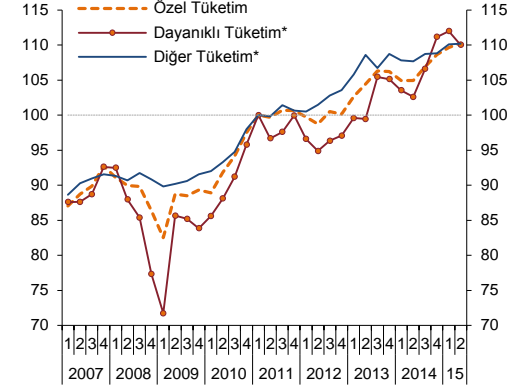


4.2. Talep Gelişmeleri

2015 yılı ikinci çeyreğine ilişkin GSYİH verileri harcama tarafından incelendiğinde, nihai yurt içi talebin yıllık büyümeye yaptığı katkının bir önceki çeyreğe göre yükseldiği, net ihracatın ise büyümeye negatif katkı yapmaya devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 4.2.1). Bu dönemde, nihai yurt içi talepte gözlenen ivmelenmede hem tüketim hem de yatırım harcamaları etkili olmuştur. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre dönemlik büyümeye iç talep pozitif, ihracat ise negatif katkı yapmıştır.

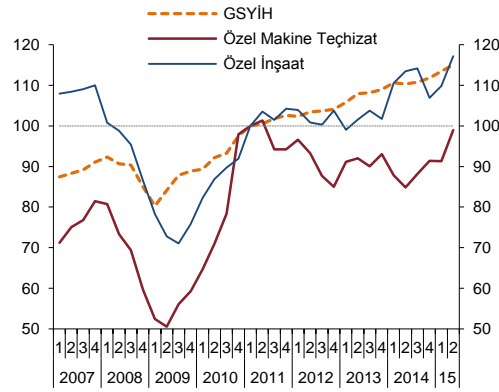
Grafik 4.2.1.Talep Yönünden Yıllık Büyüme Katkıları
(Yüzde Puan)

Kaynak: TÜİK.

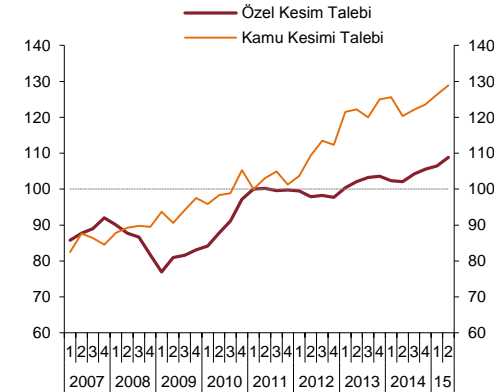
Grafik 4.2.2.Yurt İçi Özel Tüketim ve Alt Kalemleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2011Ç1=100)

*TÜİK, yurt içi tüketimi on altı kaleimde yayımlamaktadır. Ağırlıklı olarak, otomobil, mobilya ve televizyon gibi dayanıklı malları içeren, mobilya-ev aletleri, ulaştırma-haberleşme ve eğlence-kültür (TV satışlarını içeren) kalemleri dayanıklı tüketim olarak isimlendirilmiştir. Diğer tüketim, dayanıklı tüketim hariç yurt içi tüketim olarak hesaplanmıştır.
Kaynak: TÜİK.

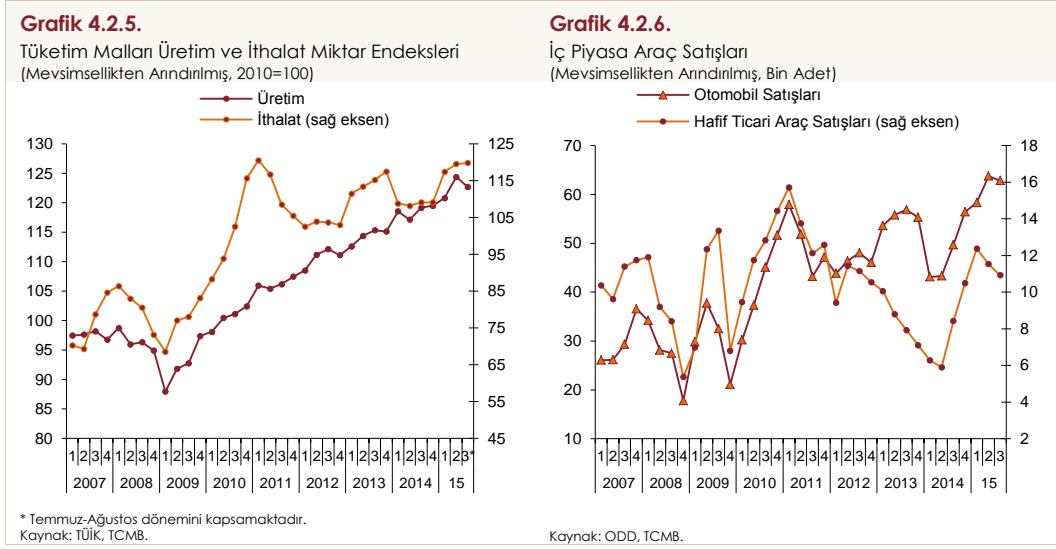
Özel tüketim harcamaları yılın ikinci çeyreğinde önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. Bu dönemde, dayanıklı tüketim mali harcamaları azalırken, diğer tüketim mallarına yapılan harcamalar yatay seyretmiştir (Grafik 4.2.2). Öte yandan, dayanıklı mallara yönelik harcamaların son iki çeyrekte görece zayıf seyretmesi özel tüketimdeki büyümeyi sınırlamaktadır. Özel makine-teçhizat ve özel inşaat yatırımları ise yılın ikinci çeyreğinde beklenenin üzerinde ve belirgin oranda artmıştır (Grafik 4.2.3). Böylelikle, özel yatırımlarda bu dönemde 2011 yılından bu yana gözlenen en yüksek çeyreklik büyüme kaydedilmiştir. Kamu kesimi tarafında, yılın ikinci çeyreğinde kamu tüketimi artışını sürdürmüş, kamu yatırımları da makine-teçhizat kaynaklı olarak yükselmiştir. Toplam kamu harcamaları önceki çeyreğe benzer bir çeyreklik büyüme sergilemiştir (Grafik 4.2.4).

Grafik 4.2.3.Özel Yatırımlar ve GSYİH
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2011Ç1=100)

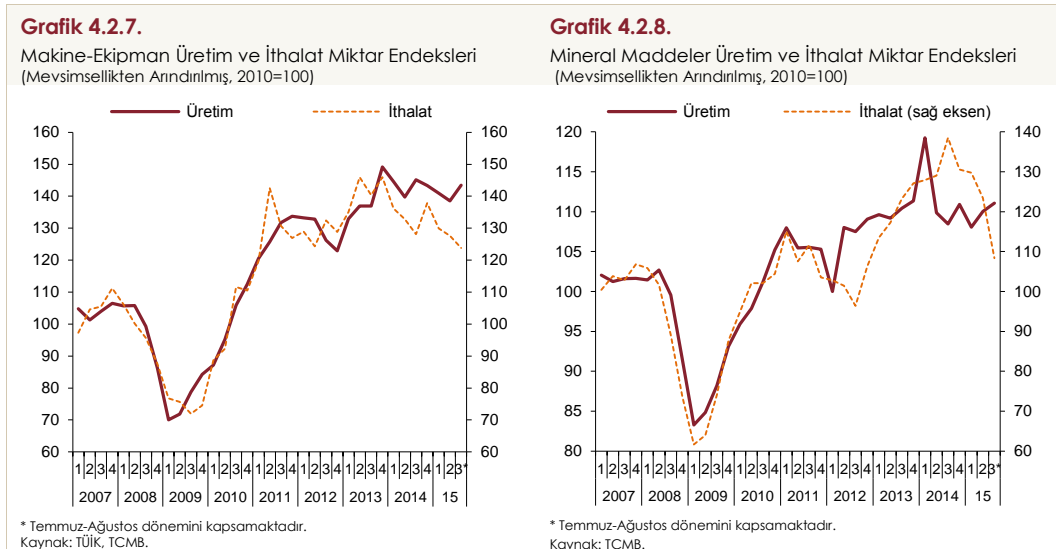
Kaynak: TÜİK.

Grafik 4.2.4.Özel ve Kamu Kesimi Talebi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2011Ç1=100)

Kaynak: TÜİK.

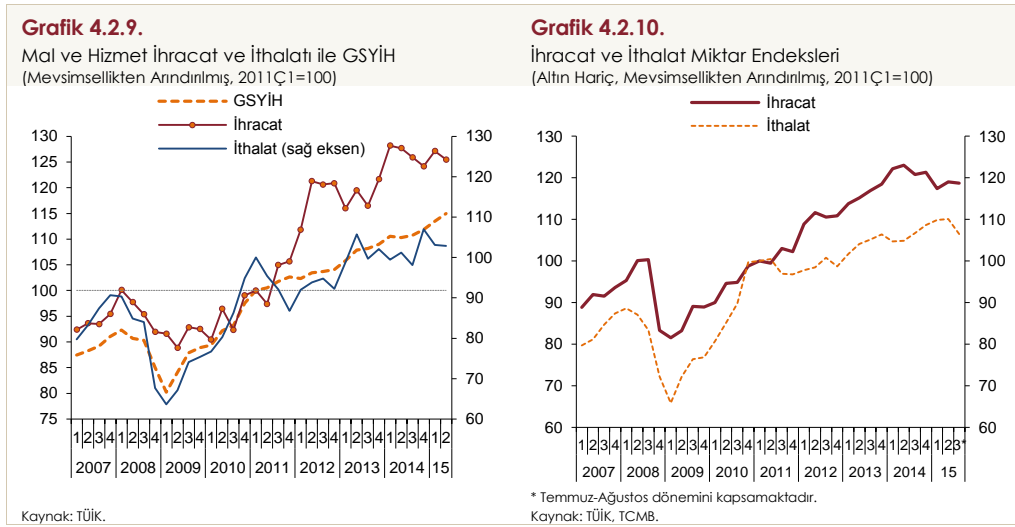


2015 yılının ilk yarısında yurt içi talebin büyümeye katkısı dış talepten yüksek olmuş, bir diğer ifadeyle büyümenin sürükleyicisi iç talep olmuştur. Üçüncü çeyreğe ilişkin veriler, iç talepte yavaşlama ihracatta ise toparlanma gözlenebileceğine, böylelikle büyüme kompozisyonundaki değişimin net ihracat lehine olabileceğine işaret etmektedir. Nitekim, özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi Temmuz-Ağustos döneminde gerilerken ithalatı sınırlı oranda artmıştır (Grafik 4.2.5). Otomobil satışları yılın üçüncü çeyreğinde azalmıştır (Grafik 4.2.6). Tüketici güveni zayıflamaya devam etmiştir. Temmuz-Ağustos döneminde önceki çeyreğe kıyasla makine-teçhizat üretimi artarken ithalatı gerilemiştir (Grafik 4.2.7). İnşaatla ilişkin göstergelerden mineral maddeler üretimi artarken ithalatı azalmıştır (Grafik 4.2.8). Üçüncü çeyrekte bir miktar artan yatırımcı güveni ise düşük düzeylerdeki seyrini korumuştur. Bu çerçevede, mevcut göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde iç talebin büyümeye katkısının ılımlı seyredeceğine işaret etmektedir.



Küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak mal ve hizmet ihracatı ikinci çeyrekte çeyreklik bazda gerilemiştir. Bu dönemde mal ve hizmet ithalatı sınırlı oranda azalmıştır

(Grafik 4.2.9). Öte yandan, dış ticaret ana eğilimini daha sağlıklı yansıtan altın hariç miktar endeksleri değerlendirildiğinde, yılın ikinci çeyreğinde ihracatın arttığı ithalatın ise görece yatay seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 4.2.10). Ağustos ayı itibarıyla önceki çeyreğe kıyasla altın hariç ihracat ve ithalat miktar endeksleri gerilemiştir. Ancak, altın hariç ihracat miktar endeksindeki gerileme sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde, jeopolitik faktörlerin olumsuz etkisine rağmen, AB ülkelerinin talebindeki artışın ihracatımızı olumlu etkilemesi beklenmektedir. Bu durum, iç talebin seyrine bağlı olarak ithalat talebinde gözlenebilecek yavaşlama ile beraber değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde net ihracatın cari dengedeki iyileşmeyi destekleyeceği düşünülmektedir.

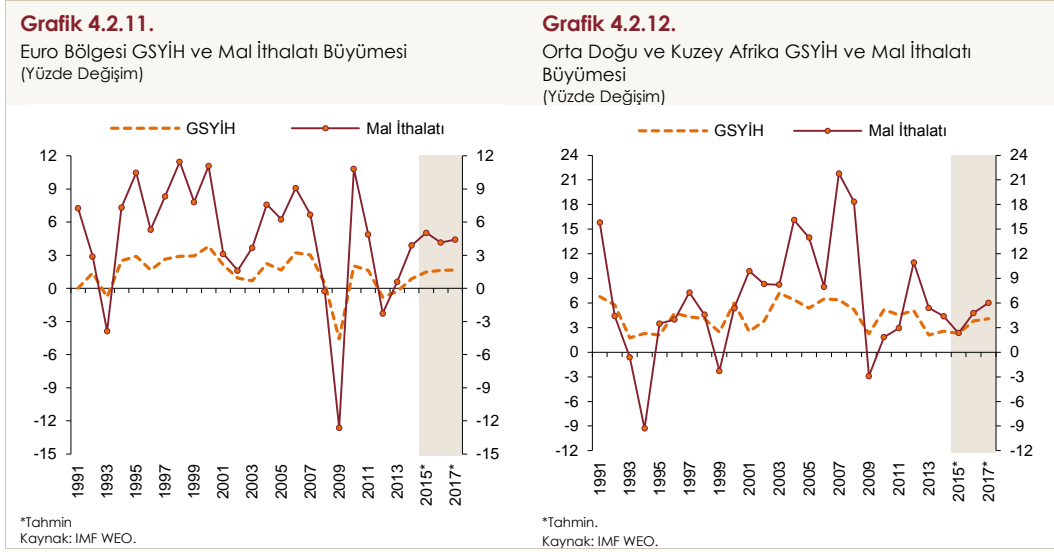


Özetle, 2015 yılı ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet özel yatırımlarda beklenenin üzerinde ve belirgin oranda gözlenen artışın da etkisiyle güçlü bir büyüme sergilemiştir. 2015 yılının ilk yarısında yurt içi talebin büyümeye katkısı dış talepten yüksek olurken, yılın ikinci yarısında büyüme kompozisyonundaki değişimin net ihracat lehine olacağı düşünülmektedir. Öte yandan, küresel piyasalardaki belirsizlikler ile güven endekslerindeki zayıf seyir büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu görünüm altında, talep koşullarının cari dengedeki iyileşmeyi destekleyeceği ve enflasyona düşürücü yönde katkı vereceği değerlendirilmektedir.

2016 Görünümü

Yakın dönemde, tüketici ve yatırımcı güveni zayıflamış, finansal koşullar sıkılaşmış, küresel sermaye akımları daha oynak ve daha zayıf bir seyir izlemeye başlamıştır. Ayrıca, Fed'in faiz artışı sürecine ilişkin belirsizlikler canlılığını korurken, Çin ekonomisi yavaşlamaya başlamış ve jeopolitik gelişmeler ticaret ortaklarımızı olumsuz yönde etkilemeye devam etmiştir. Bu gelişmelerin, 2016 büyümesini ve talep kompozisyonunu çeşitli kanallar vasıtasıyla etkilemesi beklenmektedir. Son dönemde yaşanan bu gelişmelerin gelecek yıl iç talepte ne ölçüde hissedileceğini, 2015 yılı genelinde iktisadi faaliyeti etkileyen iç ve dış belirsizliklerin önümüzdeki dönemdeki seyri tayin edecektir. Diğer yandan, Avrupa ekonomisindeki büyümeye dair toparlanma sinyallerinin gelmeye başlaması ve Yunanistan kaynaklı sorunların çözümü konusunda ilerleme sağlanması ise olumlu gelişmeler olarak ortaya çıkmıştır.

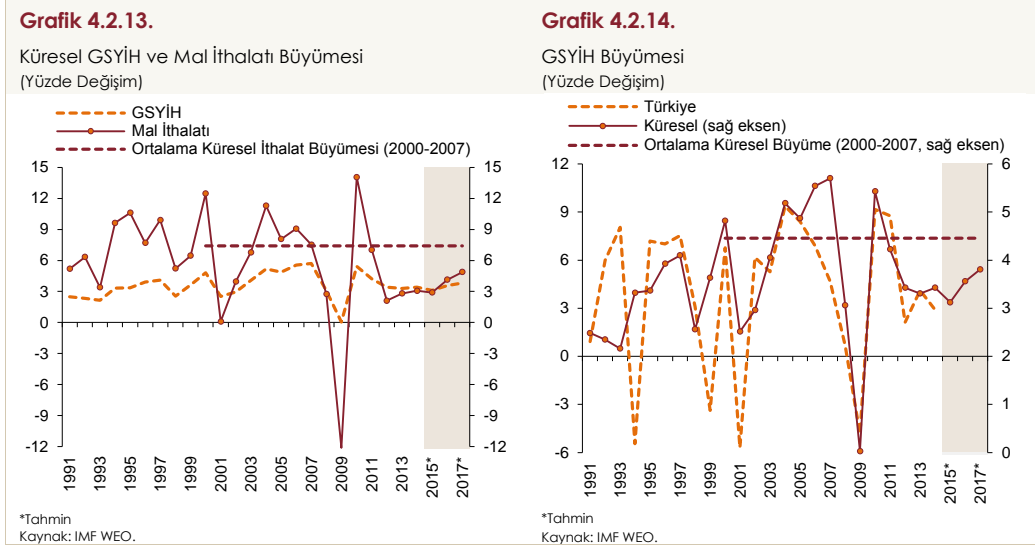
Avrupa ekonomisindeki toparlanmanın gelir kanalı, reel kur gelişmelerinin ise fiyat kanalı ile ihracatı desteklediği; yurt içi belirsizliklerin azaldığı ve jeopolitik gelişmelerin güven ve ticaret kanalından ek bir olumsuz katkı yapmadığı bir senaryoda büyümenin 2015 yılına göre bir miktar artacağı düşünülmektedir. 2016 yılı geneline ilişkin talep görünümü değerlendirildiğinde, 2015 yılına göre iç talebin bir miktar zayıflaması, ihracatın katkısının ise artması beklenebilecektir. Bu görünüm üzerinde dış talep için aşağı yönlü riskler daha belirginken yurt içi talep üzerindeki riskler ise daha dengelidir.



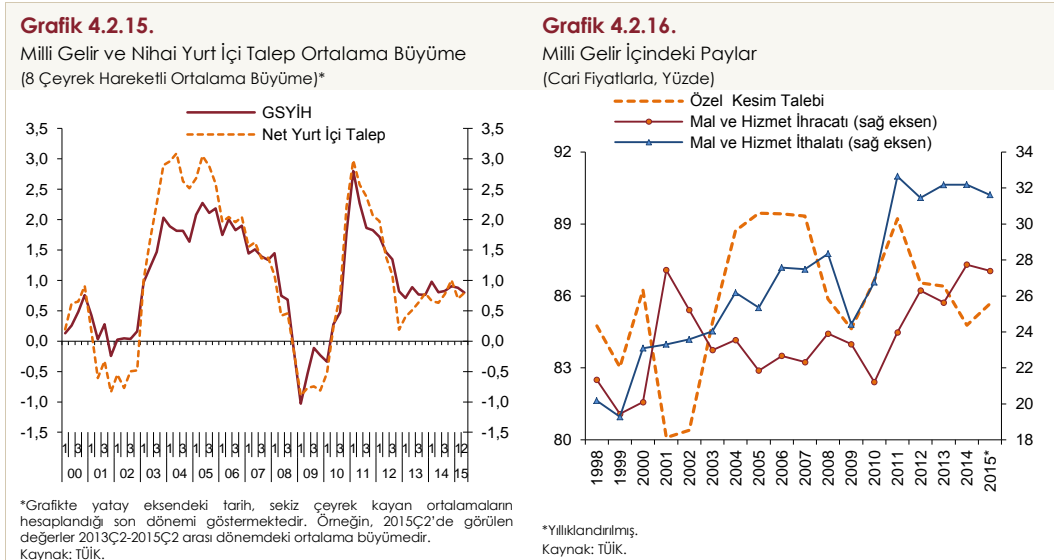
Dış talepte bir toparlanma beklenmekle birlikte aşağı yönlü riskler mevcudiyetini korumaktadır. Türkiye'nin ihracat dinamiklerinde gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetleri önemli bir belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, Avrupa ekonomisindeki toparlanmanın ihracatımızı 2016 yılında destekleyeceği değerlendirilmektedir (Grafik 4.2.11). Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi için de toparlanma beklense de jeopolitik gelişmeler bu bölge için ihracatımız üzerinde belirgin aşağı yönlü riskler olduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.2.12). Rusya ve Irak'a yapılan ihracata ilişkin belirsizlikler aşağı yönlü riskleri besleyen önemli bir diğer faktördür. Fed kararlarının ve Çin ekonomisindeki yavaşlamanın dünya ekonomisine etkileri ile Avrupa'daki toparlanmanın kalıcılığı konusundaki belirsizlikler de dış talebe ilişkin aşağı yönlü risklere işaret etmektedir.

Küresel büyümeye ilişkin tahminler, 2016 yılında ve orta vadede önceki yıllara göre daha ılımlı büyüme oranları görüleceğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.13). Bu çerçevede, küresel potansiyel büyümenin bir miktar gerilemesi ihtimali, ülkemizdeki büyüme gelişmeleri açısından bir kısıt oluşturabilecektir. Diğer yandan, küresel anlamda milli gelir büyümesine göre daha yüksek büyüme oranları gösteren küresel mal ticareti son dönemde görece olarak yavaşlamıştır. Öyle ki, 2002-2007 döneminde büyümenin ortalama 1,6 katı artış gösteren küresel mal ithalatı artış hızı, 2012-2014 döneminde büyümenin ortalama yüzde 80'i civarında kalmıştır. Bu durum, ihracattaki rekabetin küresel büyümedeki zayıflamanın ima ettiğinden daha fazla artmış olabileceğine işaret etmektedir. 2000'li yıllarda geçirdiği yapısal dönüşüm ve dünya ekonomisine artan bütünleşmesi ile birlikte Türkiye milli gelir büyümesinin küresel büyüme ile ilişkisi artmıştır (Grafik 4.2.14). Bu doğrultuda, dış talep büyümesi ve reel kur gelişmeleri ihracata destek sağlayacak olsa da Orta Vadeli Program'da belirtilen yapısal reformların

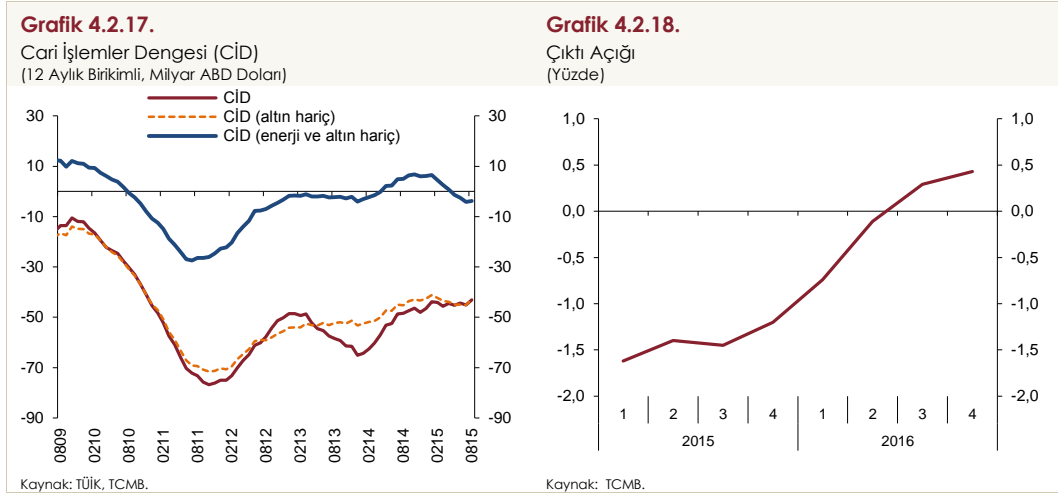
hayata geçirilmesi küresel düzeyde artan rekabet ortamında büyümenin daha sürdürülebilir ve dengeli olmasında belirleyici olacaktır.



Yurt içi talebe ilişkin riskler dengelidir. 2010 yılından sonra uygulanan makroihtiyati tedbirlerin ardından milli gelir dengeli ve nispeten düşük oynaklıkta bir büyüme eğilimi sergilerken, nihai yurt içi talep kademeli toparlanmanın ardından ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 4.2.15). 2016 yılında da iç talebin ılımlı seyrini koruması beklenmektedir. İç ve dış gelişmeler nedeniyle finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırmanın iç talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu, ancak yurt içi belirsizliklerin azalması durumunda bu sıkılaştırmanın devam etmeyeceği ve iç talepte belirgin bir yavaşlamaya yol açmayacağı değerlendirilmektedir. Diğer yandan, yurt içi belirsizliklerin azalması durumunda tüketici ve yatırımcı güveninde yaşanabilecek artışın etkisiyle iç talep üzerinde yukarı yönlü riskler de bulunmaktadır. Ayrıca, küresel kriz sonrası gözlenen güçlü istihdam performansının gelir kanalından, cari açığa öngörülen düşüş ve güçlü kamu maliyesinin de ekonomi politikaları açısından alan oluşturarak yurt içi talebi destekleyebileceği değerlendirilmektedir.

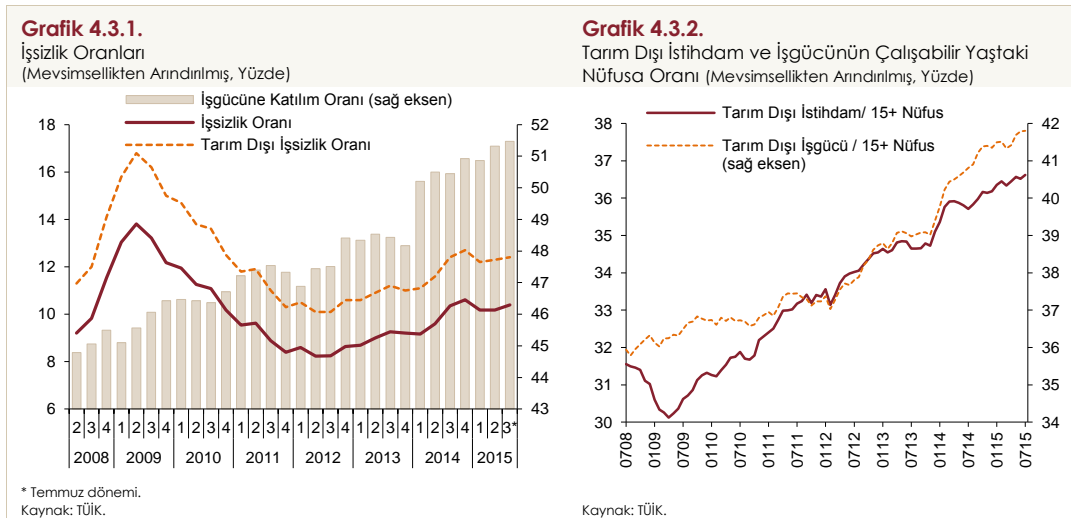


2010 yılı sonrası finansal istikrarı desteklemek için alınan tedbirlerin sonucu olarak iç talebin milli gelirden daha düşük oranda büyümesinin etkisiyle, özel kesim talebinin milli gelir içindeki payı azalmış, ithalatın payı ise yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 4.2.16). Bu dönemde, ihracatın payında ise artış gerçekleşmiştir. 2016 yılında iç talebin ılımlı seyretmesi, dış talebin ise toparlanma eğilimi sergilemesi ve bu sayede büyüme kompozisyonundaki dengelenmenin sürmesi beklenmektedir. Böylece, mevcut makroihtiyati çerçeve cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi desteklemeye devam edecektir (Grafik 4.2.17). Bu görünüm altında, 2016 yılında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği öngörülmektedir (Grafik 4.2.18).

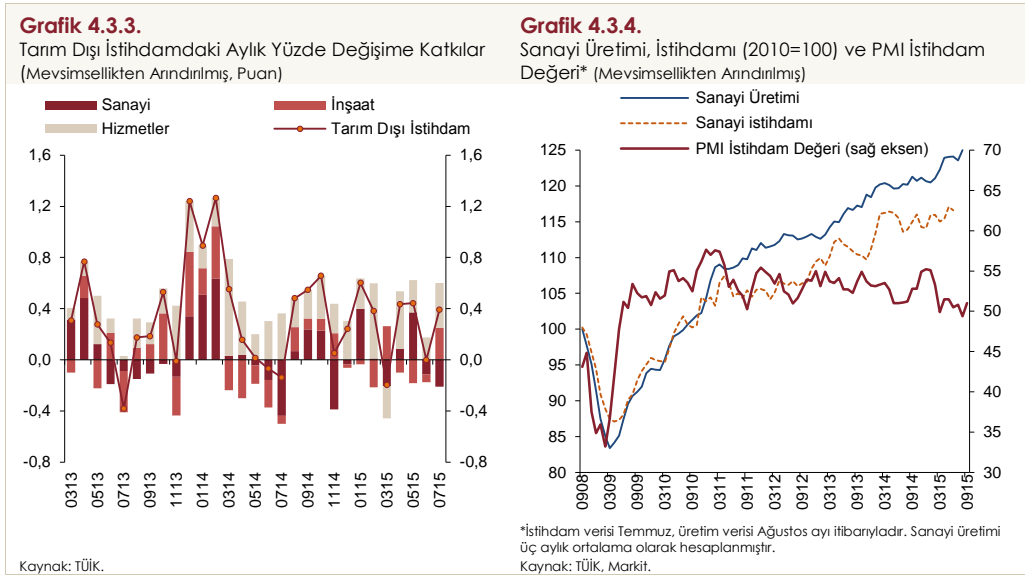


4.3. Emek Piyasası

2015 yılında iktisadi büyümenin ılımlı gerçekleşmesinin etkisiyle işsizlik oranındaki genel eğilim artış yönünde olmuştur. 2015 yılının ilk çeyreğinde gerileyen tarım dışı işsizlik oranı ikinci ve üçüncü çeyrelerde artmıştır (Grafik 4.3.1). Tarım dışı istihdam 2015 yılı ilk çeyreğinde yüksek oranda artış göstermiş ancak takip eden dönemde ivme kaybetmiştir. Öte yandan, yılın ilk iki çeyreğinde artış eğilimi duraksayan işgücüne katılım Nisan döneminden itibaren tekrar artış eğilimine girmiştir (Grafik 4.3.2). Bu durum, istihdamdaki ılımlı görünümle birleşince işsizlik oranlarında artış meydana gelmiştir.



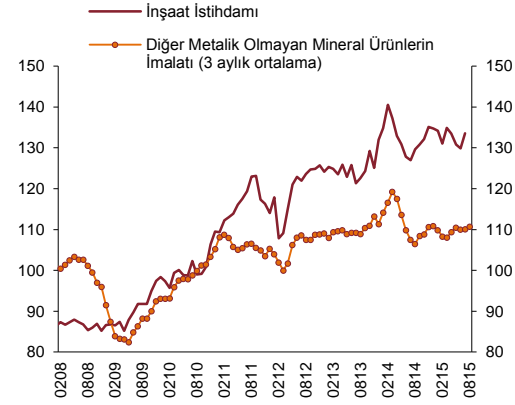
Tarım dışı istihdam gelişmeleri incelendiğinde, hizmetler sektörü istihdamının istihdam artışının temel belirleyicisi olmaya devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.3.3). Kamu yönetimi, eğitim ve sağlık sektörleri ile idari faaliyetler sektörü hizmet istihdamı artışına istikrarlı bir şekilde katkı vermektedir. Öte yandan, ekonomik faaliyetteki ılımlı seyir ve turizm sektöründeki durağanlık hizmet sektörü istihdamını sınırlandırmaktadır. Sanayi sektörü istihdamı üretim artışındaki ivme kaybına paralel olarak 2014 yılı ve 2015 yılının ilk yarısında ortalamada düşük bir oranda artış göstermiştir. Dalgalı bir seyir izleyen sanayi istihdamı Haziran ve Temmuz dönemlerinde gerilemiştir (Grafik 4.3.4). Öncü göstergeler sanayi istihdamında yılın üçüncü çeyreğinde ilave kötüleşme yönünde bir sinyal vermemektedir. Üç aylık ortalamalarla bakıldığında, sanayi üretiminde ılımlı bir artış gözlenmektedir. PMI istihdam değeri, Eylül ayında bir miktar artmakla birlikte, son 6 aydır istihdam artışı ve azalışına giden firmaların oranlarının aynı olduğunu ifade eden nötr değerine yakın bir seviyede bulunmaktadır.



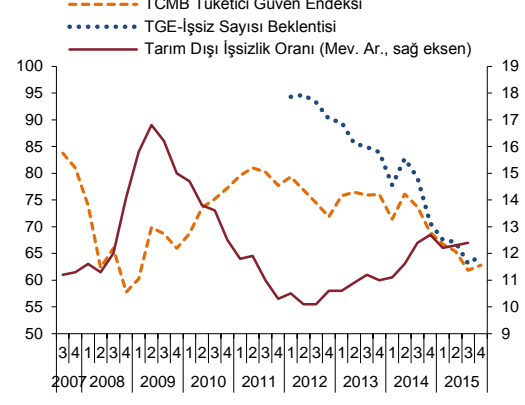
Yılın ilk yarısında gerileyen inşaat istihdamı, Temmuz döneminde artmıştır (Grafik 4.3.5). İnşaat istihdamıyla yakından ilişkili olan metalik olmayan mineral maddeler üretiminde Nisan ayından itibaren gözlenen yatay seyrin ardından Ağustos ayında görülen toparlanma inşaat istihdamındaki artışla tutarlıdır. Sanayi istihdamı ile ilgili göstergeler bir gerilemeye işaret etmemektedir. Öte yandan, hane halkının işsizlikle ilgili beklentileri kötüleşmektedir. TCMB Tüketici Güven Endeksi ve endeksin alt kalemlerinden biri olan İşsiz Sayısı Beklentisi, üçüncü çeyrekte sert bir şekilde düşmüştür (Grafik 4.3.6). Bu durum işsizlikteki iyileşmenin zaman alabileceğine işaret etmektedir.

Grafik 4.3.5.

İnşaat Sektörü İstihdamı ve Metalik Olmayan Mineral Madde Üretimi* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)

*İstihdam verisi Temmuz, üretim verisi Ağustos ayı itibarıyadır
Kaynak: TÜİK.**Grafik 4.3.6.**

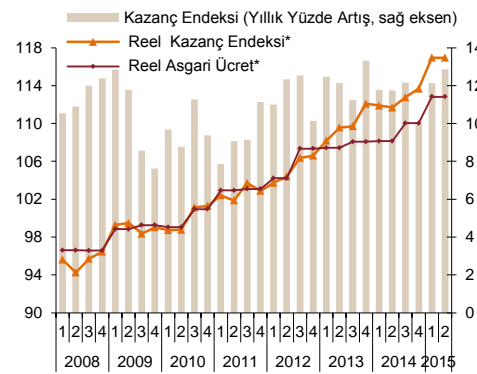
Tüketici Güven Endeksi, TGE İşsiz Beklentisi ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı*

*İşsiz sayısı beklentisi ters kodlanmaktadır. Azalma, beklentilerdeki kötüleşmeyi ifade etmektedir. İşsizlik verisi Temmuz, endeks verileri Ekim ayı itibarıyadır.
Kaynak: TCMB, TÜİK.

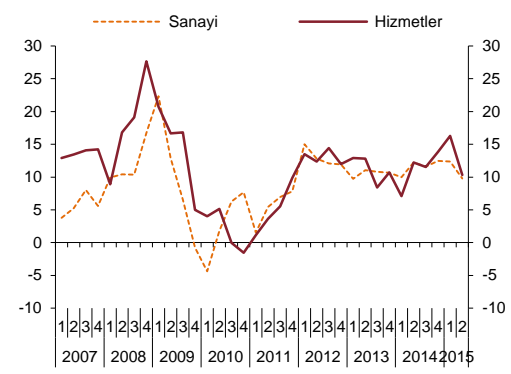
Ücret gelişmeleri izlendiğinde 2015 yılı ilk çeyreğinde yüksek bir oranda artan saatlik ücretlerin, ikinci çeyrekte hız keserek artmaya devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 4.3.7). Bu dönemde, enflasyon gelişmelerinin de etkisiyle ücretler reel olarak değişmemiştir. Saatlik ücretlerin asgari ücretle uyumlu hareketi bu dönemde de devam etmiştir. Saatlik ücretlerde, beklenen enflasyon ve verimlilik artışı üzerinde gerçekleşen artışlar firma maliyetlerini yukarı çeken bir unsur olmaktadır. Bu çerçevede, ikinci çeyrekteki verimlilik artışı, saatlik ücrette yılın ilk yarısında gözlenen artışı dengelemiştir. 2015 yılı ikinci çeyreğinde saatlik ücret artarken, üretimdeki artış paralelinde yaşanan verimlilik kazanımlarının etkisiyle birim işgücü maliyeti gerilemiştir. Birim işgücü maliyetindeki yıllık artış hızı sanayi ve hizmet sektörlerinde yaklaşık yüzde 10 oranında gerçekleşmiştir.

Grafik 4.3.7.

Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)

* Reelleştirilirken TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: TÜİK, ÇSGB, TCMB.**Grafik 4.3.8.**

Birim İşgücü Maliyeti* (Yıllık Yüzde Değişim)

*Hizmetler sektöründe birim ücret, toplam ücret ödemelerinin hizmet fiyatlarıyla reelleştirilmiş ciroya bölünmesi ile hesaplanmıştır. Sanayi sektörlerinde ise toplam ücret ödemeleri üretime bölünmüştür.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Özetle, tarım dışı istihdamdaki görece düşük oranlı artışın etkisiyle işsizlik oranı Haziran-Temmuz döneminde yılın ikinci çeyreğine göre artmıştır. Bu dönemde, tarım dışı istihdamda en yüksek paya sahip olan hizmetler sektörünün istihdam artışına katkısı sürmektedir. Sanayi istihdamı gerilerken inşaat istihdamı Temmuz ayında artarak yılın ilk yarısında yaşanan kayıplarını kısmen telafi etmiştir. Öncü

göstergeler, önümüzdeki dönemde, tarım dışı sektörlerde sınırlı istihdam artışları görülebileceğine işaret etmektedir. İstihdamdaki ılımlı seyir tarım dışı işgücündeki artışla birlikte değerlendirildiğinde işsizlik oranlarında yılın geri kalanında gerileme beklenmemektedir. İç ve dış belirsizlikler, iktisadi faaliyet ve işgücü piyasası açısından aşağı yönlü risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Kutu
4.1

Türkiye'de Tüketici Güven Endeksini Belirleyen Unsurlar

İktisat yazını, tüketici güven endeksinin tüketim harcamalarını tahmin edebildiğine ilişkin güçlü kanıtlar sunmaktadır. Konuyla ilgili çalışmalar, tüketim harcamasına ilişkin kararlarda, 'satın alma isteği'nin en az satın alma gücü kadar etkili olduğunun Katona (1968) tarafından gösterilmesi üzerine daha da yoğunlaşmıştır. Pek çok ampirik çalışma; örneğin, ABD için Carroll, Fuhrer ve Wilcox (1994), bazı Avrupa ülkeleri için Nahuis ve Jansen (2004), İngiltere için Delorme, Kamerschen ve Voeks (2001) ve Fransa için Belessiotis (1996), tüketici güvenine ilişkin gelişmelerin hanehalkı tüketiminin tahmin edilmesinde önemli bir öncü gösterge olduğunu göstermiştir. Türkiye'de tüketici güven endeksine odaklanan az sayıda çalışmada da endeksin hanehalkı tüketimini tahmin etmekte önemli rol oynadığı bulunmuştur (Bkz. Arısoy (2012) ve Karasoy ve Yüncüler (2015)).

Tüketici güven endeksinin tüketim harcamalarının tahmininde önemli bir açıklayıcı değişken olması, endeksin dinamiklerini belirleyen unsurların daha iyi anlaşılmasını gerekli kılmaktadır. Literatüre bakıldığında bu unsurlar temel olarak makroekonomik ve finansal değişkenler olarak listelenmektedir. Makroekonomik değişkenlerden sanayi üretimi, enflasyon ve işsizlik oranı gibi veriler ön plana çıkarırken; finansal değişkenlerden döviz kuru, faizler ve hisse senedi piyasaları tüketici güvenini etkileyen diğer etkenler olarak gösterilmektedir. Bu kutuda, Gürgür ve Kılınç (2015) tarafından kullanılan metod takip edilerek, tüketici güven endeksini uzun ve kısa vadede açıklayan değişkenler tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmada TCMB ve TÜİK tarafından yapılan anket verileri baz alınarak türetilen tüketici güven endeksi kullanılmıştır. Veri seti Ocak 2004 ile Nisan 2015 arasındaki gözlemleri içermektedir. Açıklayıcı değişken olarak sanayi üretim endeksi, işsizlik oranı, tüketici fiyat endeksi, ABD doları kuru ile tüketici kredi faizi kullanılmıştır. Tablo 1'de, kullanılan değişkenler, kaynakları ve kapsadığı zaman aralıkları ile birlikte verilmektedir. Hisse senedi piyasalarının bir göstergesi olarak Borsa İstanbul endeksinin tüketici güven endeksi üzerinde herhangi bir etkisi gözlenmediğinden bu değişken tahmin modelinde kullanılmamıştır.

Tablo 1: Veri Tanımları

Değişken	Kısaltma	Kaynak	Zaman Aralığı	Notlar
Tüketici Güven Endeksi	tge	TÜİK	2004:01-2015:04	
TL/ABD Doları Döviz Kuru	ex	TCMB	2004:01-2015:04	Her ayın ilk iki hafta ortalaması, log
Tüketici Kredi Faizi	faiz	TCMB	2004:01-2015:04	
İşsizlik Oranı	işsizlik	TÜİK	2005:01-2015:03	Mevsimsellikten arındırılmış
Sanayi Üretim Endeksi	süe	TÜİK	2005:01-2015:03	Mevsimsellikten arındırılmış, log
Tüketici Fiyat Endeksi	tüfe	TÜİK	2004:01-2015:04	Mevsimsellikten arındırılmış, log

Birim kök testleri sonucunda değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olmadığı bulunmuştur. Aynı zamanda, kullanılan örneklem boyutunun da kısa olması uzun vadeli ilişki test edilirken Pesaran sınır testi tekniğinin kullanılmasını zorunlu kılmıştır.¹ Pesaran sınır testi, eşbütünleşmenin varlığını test etmek için ARDL yöntemi kullanılarak kısırsız bir hata düzeltim modelinin kurulmasına ve eşbütünleşmeye sahip olduğu düşünülen değişkenlerin parametrelerinin anlamlılık derecelerinin sınanmasına dayanmaktadır. Model denklemi şu şekildedir:

$$\Delta tge_t = \alpha_0 + (\beta tge_{t-1} + \theta'X_{t-1}) + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{1i} \Delta tge_{t-i} + \sum_{i=0}^{p-1} \gamma' \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

¹ Model seçiminin detayları Gürgür ve Kılınç (2015)'te ayrıntılı olarak verilmiştir.

Burada tge_t tüketici güven endeksini, $X_t = (ex_t, faiz_t, işsizlik_t, süe_t, tüfe_t)$ açıklayıcı değişkenleri, Δ değişkenin birinci farkını ve p ise gecikme süresini göstermektedir. Yapılan testler sonucunda değişkenler arasında bir eşbütünleşimin varlığı belirlenmiştir. Ardından uzun vadeli ilişkiyi gösteren parametrelerin tahmin edilmesi amacıyla bir ARDL modeli kurulmuştur. Model, serilerdeki otokorelasyonu ve değişkenler arasındaki eşzamanlılığı kontrol etmek amacıyla açıklayıcı değişkenlerin birinci derece farkları ve geçmiş değerlerini de içermektedir. Belirlenen uzun vadeli ilişki modeli aşağıda verilmiştir:

$$tge_t = \alpha_0 + \theta'X_t + \sum_{i=1}^p \beta_{1i}tge_{t-i} + \sum_{i=0}^q \gamma_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Bu model, Pesaran, Shin ve Smith (2001) takip edilerek tahmin edilmiştir. Sonuçlar Tablo 2'de verilmektedir. Buna göre sanayi üretimi dışındaki bütün değişkenlerin istatistiki olarak oldukça anlamlı şekilde güven endeksini etkilediği tespit edilmiştir. Döviz kurundaki yüzde 1'lik bir artış, tüketici güven endeksinde uzun vadede 0,28 puanlık bir düşüşe neden olurken, tüketici fiyat endeksindeki benzer miktarda bir artış güven endeksinde 0,61 puanlık bir azalışa neden olmaktadır. Ayrıca tüketici faizlerinde ve işsizlik oranındaki 1 yüzde puanlık artışlar, güven endeksini sırasıyla 1,74 ve 3,51 puan düşürmektedir.

Değişken	Parametre	Standart Sapma	t İstatistiği
ex	-0,28	0,06	-4,69***
faiz	-1,74	0,31	-5,56***
işsizlik	-3,51	0,75	-4,70***
süe	0,09	0,19	0,47
tüfe	-0,61	0,12	-5,20***

Not (1) Tahminler EKK metoduyla yapılmıştır.
Not (2) *, **, ve *** yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeyindeki anlamlılıkları ifade etmektedir.

Çalışmanın son kısmında kısıtlı bir hata düzeltim modeli kullanılarak kısa dönemde tüketici güven endeksinin belirleyicileri tahmin edilmiştir. Tablo 3'te verilen sonuçlara göre tüketici güven endeksinin herhangi bir şoka maruz kaldığında tekrar uzun dönem dengesine ulaşması (Δect) oldukça hızlı gerçekleşmektedir. Şokların yarı ömrü 2 aydır. Ayrıca döviz kurunda, faizde, işsizlik oranında ve fiyat endeksinde meydana gelen artışlar güven endeksi üzerinde aynı dönemde gözlenen negatif bir etki yaratmaktadır.

Değişken	Parametre	Standardize edilmiş parametreler	t İstatistiği
Δect	-0,35	-0,67	-7,56***
$\Delta tge(-1)$	0,09	0,9	1,29
$\Delta tge(-2)$	0,04	0,04	0,50
$\Delta tge(-3)$	0,27	0,27	3,61***
$\Delta tge(-4)$	0,15	0,15	1,61
$\Delta tge(-5)$	0,27	0,27	2,92***
$\Delta tge(-6)$	0,31	0,31	3,35***
Δex	-0,42	-0,54	-7,40***
$\Delta ex(-1)$	-0,08	-0,10	-1,81*
$\Delta ex(-2)$	-0,06	-0,07	-0,90
$\Delta ex(-3)$	0,14	0,18	2,30**
$\Delta ex(-4)$	0,11	0,15	1,82*
$\Delta ex(-5)$	0,21	0,28	4,08***
$\Delta ex(-6)$	0,15	0,19	2,93***
$\Delta faiz$	-0,83	-0,34	-5,14***
$\Delta işsizlik$	-1,55	-0,15	-2,71***
$\Delta işsizlik(-1)$	2,16	0,22	3,78***
$\Delta işsizlik(-2)$	2,85	0,29	3,49***
$\Delta süe$	0,01	0,00	0,04
$\Delta tüfe$	-0,87	-0,18	-3,82***

Not (1) ect hata düzeltim terimini göstermektedir.
Not (1) Tahminler EKK metoduyla yapılmıştır. Standardize edilmiş parametreler ise tahminlerin standart sapmaları ile çarpılıp bağımlı değişkenin standart sapmasına bölünmesi ile elde edilmiştir.
Not (2) *, **, ve *** yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeyindeki anlamlılıkları ifade etmektedir.

Parametrelere bakıldığında döviz kurundaki ve fiyat endeksindeki yüzde 1'lik bir artış güven endeksinde sırasıyla 0,42 ve 0,87 puanlık bir düşüğe neden olmaktadır. Tüketici kredi faizlerindeki ve işsizlik oranındaki 1 yüzde puanlık artışlar ise güven endeksinde, sırasıyla, 0,83 ve 1,55 puan azaltmaktadır. Döviz kurundaki artışın tüketici güveni üzerinde sebep olduğu negatif etki, ilerleyen dönemlerde sınırlı da olsa pozitif bir etkiye dönüşmektedir. Bu durum döviz kurunun güven endeksi üzerinde oynadığı karmaşık rolü ortaya koymaktadır. Türk lirasındaki değer kaybı bir taraftan tüketicilerin alım gücünü düşürerek ve beklentileri bozarak güveni aşağı çekebilecekken, diğer taraftan tüketicilerin ellerinde tuttukları döviz cinsinden mevduatların değer kazanması vasıtasıyla servet etkisi ile satın alma gücünü, dolayısıyla güveni artırabilmektedir. İşsizlik oranına gelen bir şokun da güven endeksi üzerinde karmaşık bir etkisi olduğu gözlenmektedir. Ancak bunun olası bir sebebinin işsizlik verisinin TÜİK tarafından üç aylık ortalamalar alınarak hesaplanması olabileceği düşünülmektedir.

Özetle, enflasyon, işsizlik oranı, tüketici kredi faizleri ve döviz kurunun tüketici güven endeksi üzerinde hem kısa hem de uzun vadede etkili olduğu bulunurken sanayi üretiminin etkisi olmadığı görülmüştür. Kısa vadede özellikle döviz kuru ve tüketici fiyatlarının etkisinin ise diğerlerine göre daha kuvvetli olduğu gözlenmiştir. Bu durum fiyat istikrarını tesis etmenin, sağlayacağı diğer faydaların yanı sıra, tüketicilerin güveninin artmasında önemli rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Kaynakça

- Arsoy, İ. (2012), "Türkiye Ekonomisindeki İktisadi Güven Endeksleri ve Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişkilerin VAR Analizi", Maliye Dergisi, 162, 304-315.
- Belessiotis, T. (1996), "Consumer Confidence and Consumer Spending in France", European Commission Economics Papers, No. 116.
- Carroll, C. D., Fuhrer, J. C. & Wilcox, W. (1994), "Does Consumer Confidence Forecast Household Expenditure? A Sentiment Horse Race", American Economic Review, 84(5), 1397-1408.
- Delorme Jr., C. D., Kamerschen, D. R. & Voeks, L. F. (2001), "Consumer Confidence as a Predictor of Consumption Spending: Evidence for the United States and the Euro Area", Applied Economics, 33(7), 863-869.
- Gürgür, T. & Kılınç, Z. (2015), "What Drives the Consumer Confidence in Turkey?", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları Serisi, No: 15/17.
- Karasoy, H. G. & Yüncüler, C. (2015), "The Explanatory Power and the Forecast Performance of Consumer Confidence Indices for Private Consumption Growth in Turkey", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliğleri Serisi, No: 15/19.
- Katona, G. (1968), "Consumer Behavior: Theory and Findings on Expectations and Aspirations", American Economic Review, 58(2), 19-30.
- Nahuis, N. J. & Jansen, W. J. (2004), "Which Survey Indicators are Useful for Monitoring Consumption? Evidence from European Countries", Journal of Forecasting, 23(2), 89-98.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001) "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", Journal of Applied Econometrics, 16, 289-326.

Kutu
4.2

Türkiye İhracatının Gelir ve Fiyat Esnekliklerinin Heterojen Panel Zaman Serisi Yöntemleri ile Tahmini

İhracatın fiyat ve gelir esnekliklerinin tahmini büyüme, uluslararası rekabet, ödemeler dengesi ve sanayi politikaları açısından ampirik ticaret literatüründe önemli bir yere sahiptir. Fiyat esnekliği bir ülkenin üretimdeki göreceli rekabet gücünü gösterirken, gelir esnekliği ihracat kompozisyonu, uzaklık, piyasa stratejisi gibi diğer faktörlerin etkisini yansıtmaktadır (Baiardi vd., 2014). İhracatta sürdürülebilir büyümenin korunması gerek dengelenme süreci gerekse dengeli büyüme açısından büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, ihracatın fiyat ve gelir esnekliklerinin doğru olarak hesaplanması sürdürülebilir ihracata ilişkin iktisadi politikaların belirlenmesinde önemli bir girdi teşkil edecektir.

Bu çalışmada, Türkiye ihracatının uzun dönemli gelir ve fiyat esneklikleri ülke grupları düzeyinde panel zaman serisi yöntemleri ile tahmin edilmektedir. Ülke grupları, coğrafi bölgelerden (AB27, Diğer Avrupa, Asya, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (ODKA)) ve ekonomik gelişmişlik gruplarından (Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler) oluşmaktadır. Analiz ülke bazında iki taraflı ticaret verilerini içermekte ve ülkeler arasındaki çapraz bağımlılığı dikkate almaktadır. Yazında Türkiye ihracatının gelir ve fiyat esneklikleri çeşitli çalışmalarda incelenmiştir; ancak bu çalışmalarda genellikle toplam ihracat verisi kullanılmıştır. Toplaştırılmış veri kullanılarak yapılan çalışmalar mikro verideki gerçek hareketlerin tam olarak yansıtılmamasına, böylece toplulaştırma yanlılığına neden olabilmektedir (Bahmani-Oskooee ve Goswami, 2004; Marquez, 2005). Nitekim, Halicioğlu (2007) ve Kaplan ve Kalyoncu (2011) Türkiye için yaptıkları çalışmalarda toplulaştırma yanlılığına ilişkin deliller bulmuştur. Toplulaştırma yanlılığının gerek ihraç edilen ürünlerdeki gerekse ihracat yapılan ülkelerdeki heterojen yapıdan kaynaklandığı düşünülmektedir. Türkiye yazınında ürün bazında heterojenliği dikkate alan çalışmalar mevcutken, ülke grupları bazındaki heterojenliği göz önünde bulunduran oldukça sınırlı sayıda çalışma yer almaktadır. Halicioğlu (2007), Uz (2010) ve Berument vd. (2014) ülke bazında ihracat esneklikleri hesaplamalarına rağmen ülke grupları bazında herhangi bir çıkarımda bulunmamışlar ve bu çalışmalarda ülkeler arasındaki çapraz bağımlılık dikkate alınmamıştır. Öte yandan, Çulha ve Kalafatçılar (2014) ülke grupları düzeyinde hesaplamalar yapmalarına karşın ülke bazında iki taraflı ticaret verileri kullanmak yerine bölge bazında toplulaştırılmış verilerden yararlanmışlardır. Bu ampirik analizde, ülke bazında veriler kullanılarak ve ülkeler arasındaki çapraz bağımlılık dikkate alınarak Türkiye yazınındaki sözü edilen boşluğun doldurulması amaçlanmıştır.

Analiz 2005-2013 dönemini kapsayan çeyreklik veriler kullanılarak yapılmıştır. İnceleme dönemi boyunca Türkiye'nin ihracatının yüzde 80'den fazla kısmını oluşturan 67 ülke analize dahil edilmiştir.² Türkiye ihracatının uzun dönem fiyat ve gelir esneklik katsayılarını hesaplamak için dış talep ve göreceli fiyatları içeren ve Goldstein ve Khan (1985) tarafından geliştirilen standart ihracat talep fonksiyonu tahmin edilmiştir:

$$Ihracat_{i,t} = c + \beta_1 * GSYIH_{i,t} + \beta_2 * ReelKur_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

burada, $Ihracat_{i,t}$, Türkiye'nin i ülkesine yaptığı (altın hariç) reel ihracatı; $GSYIH_{i,t}$, i ülkesinin t zamanındaki reel milli geliri; $ReelKur_{i,t}$ ise i ülkesi ile Türkiye arasındaki ikili reel kuru göstermektedir. Ülke bazında reel ihracat ve reel kur verileri kendi hesaplamalarımızı yansıtmaktadır.³

²Tüm veriler mevsimsellikten arındırılmıştır.

³Kutudaki değerlendirmeler Bozok, Şen Doğan ve Yüncüler (2015) çalışmasına dayanmaktadır. Analizle ilgili detaylar için bu çalışmaya bakılabilir.

Yukarıdaki denklem 3 farklı panel zaman serisi yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu yöntemler Dinamik En Küçük Kareler (DOLS), Ortalama Grup (MG) ve Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup (CCEMG) metotlarıdır. DOLS metodu tüm ülkeler için parametrelerin homojen olduğunu varsaymaktadır. MG ve CCEMG ise ülkeler arasında heterojen parametre tahminine izin verirken, CCEMG ülkeler arası çapraz kesit bağımlılığını da dikkate almaktadır. DOLS, heterojenlik ve çapraz bağımlılığın katsayı tahminlerini ne ölçüde etkilediğini değerlendirmek amacıyla analize dahil edilmiştir. Türkiye için fiyat ve gelir esneklik tahminlerinde MG ve CCEMG teknikleri ilk defa bu çalışmada uygulanmıştır.

Çalışmada kullanılan panel veri yöntemleri değişkenlerin 1. derece durağan dışı $I(1)$ ve eşbütünlük olmasını gerektirmektedir. Birim kök testleri ülke bazında ihracat, reel kur ve yurt dışı gelir verilerinin birinci derece durağan dışı olduğunu göstermektedir.⁴ Serilerin $I(1)$ oldukları tespit edildikten sonra, panel eşbütünlük testi uygulanmıştır.⁵ Test sonuçları üç değişken arasında durağan uzun dönemli bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

Tablo 1: Tüm Örneklem, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler için Tahmin Sonuçları

	Gelir Esneklik Katsayısı			Fiyat Esneklik Katsayısı		
	DOLS	MG	CCEMG	DOLS	MG	CCEMG
Tüm örneklem	2,46***	2,43***	2,17***	-0,21**	-0,55**	-0,72***
Gelişmekte	2,16***	2,25***	1,82***	-0,31*	-0,82	-1,26***
Gelişmiş	3,37***	2,57***	2,56**	-0,11	-0,39**	-0,29

Notlar: Tüm tahminlerde reel ihracat bağımlı değişkendir. Her regresyon için tahmin metodu ilgili kolonun üzerinde yazılmıştır. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. 2008 küresel kriz ve 2011 Avrupa borç krizi için kukla değişkenler kullanılmıştır. Tüm kukla değişkenler yüzde 5 anlamlılık seviyesinde anlamlıdır.

Analiz sonuçları tüm örneklem, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için Tablo 1'de sunulmaktadır. Ülke grupları arasında ihracat ve fiyat esneklik katsayıları kullanılan yönteme göre farklılık göstermektedir. Örneğin, gelişmekte olan ülkelere yapılan ihracat fiyat esnekliği, homojen katsayı varsayımı yapan DOLS yöntemi ile -0,31 bulunurken, katsayılar heterojenlik varsayımı yapan MG tarafından -0,82 olarak bulunmaktadır. Öte yandan, ülkeler arasında çapraz kesit bağımlılığını da dikkate alan CCEMG yöntemi ise fiyat esnekliğinin -1,26 olduğuna işaret etmektedir. Bu bulgular, ülkeler arasında heterojenlik ve çapraz kesit bağımlılığı dikkate alınmadığında sonuçların nasıl değişebileceğine işaret etmektedir. CCEMG sonuçlarına göre tüm örneklem için ihracat gelir esnekliği 2,17, fiyat esnekliği ise -0,72'dir. Gelişmiş ülkelere yapılan ihracatın gelir esnekliği (2,56) gelişmekte olan ülkelere göre (1,82) yüksekken gelişmekte olan ülkelere yapılan ihracatın fiyat esnekliği (-1,26) gelişmiş ülkelere göre (-0,29) daha yüksek çıkmaktadır. Öte yandan, gelişmiş ülkelere yapılan ihracatın fiyat esnekliği istatistiksel olarak anlamsız çıkmaktadır.

⁴ Heterojenlik ve birimler arası bağımlılık serilerin birim kök test sonuçlarını etkileyeceğinden öncelikle birimler arası bağımlılık testleri yapılmıştır. Test sonuçları her bir değişken için çapraz bağımlılığın varlığına işaret etmektedir. Çapraz bağımlılığı göz önüne alan ve Pesaran (2007) tarafından geliştirilen birim kök testi serilerin durağan olmadığına ve 1. derece durağan dışı seriler olduklarına işaret etmektedir.

⁵ Bakınız Westerlund (2007).

Tablo 2: Coğrafi Bölgeler için Tahmin Sonuçları

	Gelir Esneklik Katsayısı		Fiyat Esneklik Katsayısı	
	DOLS	MG	DOLS	MG
AB27	2,64***	2,55***	0,16	-0,27**
Diğer Avrupa	2,74***	3,35***	-1,30***	0,01
Asya	1,47***	2,14***	-0,12	-0,12
ODKA	1,91***	1,44**	-0,49**	-1,56*

Notlar: Tüm tahminlerde reel ihracat bağımlı değişkendir. Her regresyon için tahmin metodu ilgili kolonun üzerinde yazılmıştır. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. 2008 küresel kriz ve 2011 Avrupa borç krizi için kukla değişkenler kullanılmıştır. Tüm kukla değişkenler yüzde 5 anlamlılık seviyesinde anlamlıdır.

Tablo 2'de Türkiye ihracatının gelir ve fiyat esneklikleri coğrafi bölgeler ayrımında gösterilmektedir. CCMEG yöntemi için gerekli olan çapraz kesit sayısı bölgeler ayrımında yeterli olmadığından, tabloda yalnızca DOLS ve MG sonuçları sunulmaktadır. Analiz sonuçları Türkiye için fiyat ve gelir esneklik katsayılarının coğrafi bölgeler bazında önemli farklılıklar gösterdiğine işaret etmektedir. MG sonuçlarına göre, gelir esneklik katsayıları tüm ülke gruplarında istatistiki olarak anlamlı olmakla birlikte, AB27 ve diğer Avrupa ülkelerinde diğer coğrafi bölgelere kıyasla daha yüksektir. Öte yandan, fiyat esneklikleri yalnızca AB27 ve ODKA bölgelerine yapılan ihracatta istatistiki olarak anlamlıdır. ODKA ülkeleri hariç tüm ülke gruplarında, gelir esneklikleri fiyat esnekliklerinden daha yüksektir. Diğer bir ifadeyle, Türkiye'nin ihracatı, ihracat yapılan ülkelerin gelirine oldukça duyarlı iken, görece fiyat değişikliklerine daha az duyarlıdır. Bu durum, ihracatın büyüme eğiliminde ihracat yapılan ülkelerin gelirinin kur değişikliklerine göre daha önemli rol oynadığına işaret etmektedir. Öte yandan, ODKA ülkelerine yapılan ihracat ise görece fiyatlara daha duyarlıdır.

Tahmin edilen katsayıların ülke grupları arasındaki farklılıkların, ülke gruplarına yapılan ihracat kompozisyonunun farklı olmasından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra, her bir ülke grubu ile dikey bütünleşmenin derecesinin farklı olması ve mesafe, kültürel yakınlık ve tüketici tercihlerinin bu farklılaşmada rol oynayabileceği öngörülmektedir.

Ampirik bulgular, ticaret politikaları belirlenirken bölgeye özgü önlemler alınması gerektiğine işaret etmektedir. Buna ilaveten, reel döviz kurunda değer kayıplarının ihracatı artırıcı rolünün daha zayıf olduğu, ticaret ortaklarındaki büyümenin Türkiye ihracatının sürdürülebilir büyümesini sağlamak adına daha önemli bir faktör olduğu görülmektedir.

Kaynakça

- Baiardi, D., Bianchi, C. ve Lorenzini E. (2014). The Price and Income Elasticities of the Top Clothing Exporters: Evidence From a Panel Data Analysis, DEM Working Paper Series, 074, University of Pavia, Department of Economics and Management.
- Bahmani-Oskooee, M. ve Goswami, G. G. (2004). Exchange Rate Sensitivity of Japan's Bilateral Trade Flows, Japan and the World Economy, 16, 1-15.
- Berument, M. H., Dincer N. N. ve Mustafaoglu, Z. (2014). External Income Shocks and Turkish Exports: A Sectoral Analysis, Economic Modelling, 37, 476-484.
- Bozok İ., Şen Doğan B. ve Yüncüler, Ç. (2015). Estimating Income and Price Elasticity of Turkish Exports with Heterogeneous Panel Time-Series Methods,(No. 15/26). Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, TCMB.
- Çulha, O. Y. and Kalafatçılar, K. (2014). Türkiye'de İhracatın Gelir ve Fiyat Esnekliklerine Bir Bakış: Bölgesel Farklılıkların Önemi, TCMB Ekonomi Notları Serisi, 2014-05.

- Goldstein, M. ve Khan, M. S. (1985). Income and Price Effects in Foreign Trade, Handbook of International Economics, Vol. II, Chp.20.
- Halicioğlu, F. (2007). The Bilateral J-curve: Turkey versus Her 13 Trading Partners, MPRA Paper, No. 3564.
- Kaplan, M. ve Kalyoncu, H. (2011). Testing Aggregation Bias for the Impact of Devaluation on the Trade Balance: An Application to Turkey, Pennsylvania Economic Review, Vol 18, Number 2, 20-34.
- Marquez, J. (2005). The Aggregate of Elasticities or The Elasticity of Aggregates: U.S Trade in Services, Computing in Economics and Finance 2005 142, Society for Computational Economics.
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. Journal of Applied Econometrics, 22(2), 265-312.
- Uz, I. (2010). Determinants of Current Account: The Relation between Internal and External Balances in Turkey, Applied Econometrics and International Development, Euro-American Association of Economic Development, 10(2).
- Westerlund, J. (2007). Testing for Error Correction in Panel Data, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 69, 709-74.

Kutu
4.3

İşsizlik Oranı Tahmininde Öncü Göstergelerin Kullanımı

Tarım dışı işsizlik oranı ekonominin genel gidişatına ilişkin kuvvetli bilgiler içeren bir göstergedir. Ancak, Hanehalkı İşgücü İstatistikleri bülteni üç aylık bir gecikme ile yayımlanmaktadır. Bu durum, işgücü piyasası gelişmelerinin zamanında tahmin edilip değerlendirilebilmesi açısından öncü göstergelerin önemini arttırmaktadır. Bu kutuda, Gürcihan, Şengül ve Yavuz (2013) çalışması esas alınarak Türkiye'de tarım dışı işsizlik oranı ile ilişkili olabilecek değişkenler belirlenmekte, daha sonra bu serilerden öncü gösterge niteliğinde güncel bileşik endeks hesaplanmaktadır.

Bileşik endeksi oluşturmak amacıyla iktisadi faaliyetin genel gidişatını, işgücü piyasası koşullarını, iktisadi faaliyete ilişkin beklentileri, kredi koşullarını ve küresel eğilimleri gösteren değişkenler değerlendirmeye alınmıştır. Seriler seçilirken, ekonomik anlamlılıklarının yanı sıra serilerin yüksek frekansta olmasına, olabildiğince geriden başlamasına ve önemli revizyonlar öngörülmemesine dikkat edilmiştir. Seriler mevsimsellikten arındırılmış, uç değerler çıkarılmış, kısa dönemli dalgalanmalardan arındırılmış ve Hodrick-Prescott (HP) filtresi kullanılarak uzun dönem eğiliminden ayrıştırılmış ve normalize edilmiştir. Anılan çalışmada, kullanılan farklı ölçüm yöntemlerinden örneklem dışı tahmin performansı kriteri kullanılarak seçilen serilerden oluşturulan bileşik endeksin işsizlik oranını tahmin etmekte daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çıkarımdan hareketle bu kutuda da serilerin bilgi değeri bireysel örneklem dışı tahmin performansı sonuçları esas alınarak ölçülmüştür.

Serilerin tahmin performansı, sadece işsizlik oranının gecikmeli değerini içeren baz modelin tahminine kıyasla ortalama hata karelerinin kare kökü (RMSE) ile ölçülmektedir. Baz modelde, işsizlik oranı istatistiksel olarak anlamlı olan gecikmeli değerleri tarafından açıklanmaktadır. Sonrasında, işsizlik oranının gecikmeli değerlerini ve aday seriyi içeren ikinci bir model daha tahmin edilmiştir. İşsizlik oranının ve aday serinin kaç gecikmeli değerinin modele dahil edileceğine istatistiksel anlamlılık esasına göre karar verilmiştir.

İlk tahmin 2014 Ağustos olmak üzere, belirlenen modellerden ardışık olarak 12 ay boyunca 1 ay sonrasının işsizlik oranı tahmin edilmiş, RMSE hesaplanmıştır. RMSE değeri baz modelin altında kalan seriler için görece RMSE değerleri Tablo 1'de verilmiştir.

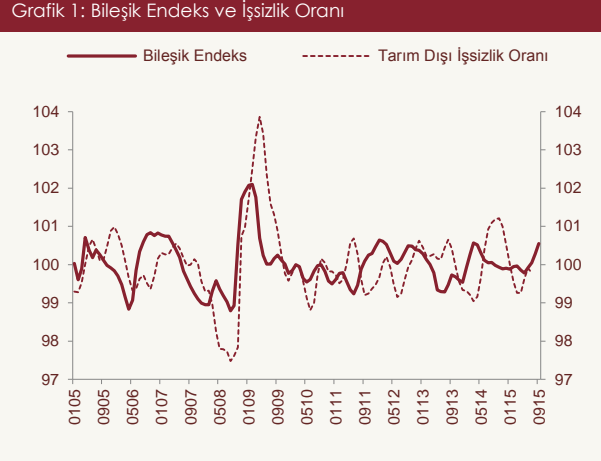
Tablo 1: Serilerin Seçim Süreci: Görel RMSE Değerleri*

	RRMSE		RRMSE
Kariyer.net toplam iş ilanı/ TDİG	0,870	Döviz Cinsi Ticari Kredi/ NGSYİH	0,964
Tüketici Güven Endeksi	0,917	İYA Gelecek Üç Ay İstihdam Beklentisi	0,981
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi / NGSYİH	0,866	İYA Gelecek Üç Ay Sipariş Beklentisi	0,984
İthalat Alınan Katma Değer Vergisi/NGSYİH	0,866	Kariyer.net Başvurulan/TDİG	0,951
Gelişmekte olan Ülkeler için Reel Kur Endeksi	0,839	ÇD Tüketici Kredileri/Üç Aylık NGSYİH	0,897
Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları/ NGSYİH	0,915	ÇD Konut Kredileri/Üç Aylık NGSYİH	0,798

*Kullanılan kısaltmalar: TDİG, tarım dışı işgücü; NGSYİH, nominal gayri safi yurtiçi hasıla; ÇD, çeyreklik değişim.

Tablo 1'de yer alan seriler daha sonra bileşik endeksin oluşturulmasında kullanılmıştır. Bileşik endeks oluşturulurken OECD'nin yaklaşımı doğrultusunda, basit ortalama yöntemi kullanılmıştır. İşgücü piyasası ile ilgili verilerden Kariyer.net toplam iş ilanı ve iş başvurusu serileri dahil edilmiştir. Anket göstergesi olarak Tüketici

Güven Endeksi ve firma beklentilerini yansıtan İktisadi Yönelim Anketi istihdam ve sipariş beklentilerine yer verilmiştir. Ayrıca, finansal piyasalar ve reel sektör arasında köprü niteliğinde olan krediler ile iktisadi faaliyeti yansıtan dahilde ve ithalde alınan vergiler de endekste temsil edilmektedir.



Grafik 1'de oluşturulan bileşik endeks ile işsizlik oranı karşılaştırılmaktadır. Benzer eğilimleri olsa da dönemsel farklılıklar bulunmaktadır. Endeks yüksek frekanslı işsizlik oranı değişimlerini sınırlı bir oranda yakalayabilmektedir. Sonuç olarak, örneklem dışı tahmin performansına bakılarak seçilen serilerden oluşturulan bileşik endeks, işsizliğin sadece kendi gecikmeli değerleriyle açıklandığı temel modele kıyasla tahmin performansını iyileştirmektedir.

Kaynakça

Gürçihan, B. Y. ve Şengül, G. ve Yavuz, A. (2013), A Quest for Leading Indicators of the Turkish Unemployment Rate, Central Bank Review, 14-1.

Kutu
4.4

İşgücüne Katılım Oranı Öngörülleri

Bu kutunun amacı Türkiye ekonomisinin 2014 – 2050 dönemi için işgücüne katılım oranı öngörülleri hazırlamaktır. İşgücüne katılım oranı öngörülleri TÜİK tarafından yayımlanan Hanehalkı İşgücü Anketi (HİA) mikro-ekonomik verileri kullanılarak yaş grupları, cinsiyet ve eğitim düzeyi ayırımında üretilmiştir. Çalışmada 2004 – 2013 dönemini kapsayan HİA mikro-ekonomik verilerinin yanı sıra 2014 – 2050 dönemi için TÜİK tarafından hazırlanan nüfus projeksiyonlarından yararlanılmıştır.

TÜİK nüfus projeksiyonlarına göre 2014 – 2050 döneminde Türkiye nüfusunun yaşlılık oranları ve nüfusun yaşlara göre dağılımı bağlamında önemli değişiklikler göstermesi beklenmektedir. Çalışma çağı olarak kabul edilen 15-64 yaş arasındaki nüfusun toplam nüfus içindeki payının 2050 yılına kadar yaklaşık 5 puan kadar gerileyerek yüzde 63,4 olması, 65 ve daha yukarı yaşlardaki nüfusun payının ise yaklaşık 13 puan artarak yüzde 20,8 seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. Nüfusun işgücüne katılım oranı daha düşük yaş gruplarında yoğunlaşması toplam işgücüne katılım oranı üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturabilecektir. Bu nedenle, nüfus yapısında gerçekleşmesi beklenen bu değişimin katılım oranı öngörülleri oluşturulurken doğrudan içselleştirilmesi büyük önem arz etmektedir. Ayrıca, bu kutuda 2013 yılında ortalama 51 olarak gözlenen emeklilik yaşının ilerleyen yıllarda kademeli olarak 65 yaşa kadar yükseltileceği de dikkate alınmıştır.

İşgücüne katılım oranı öngörülleri oluşturulurken dikkate alınması gereken diğer bir unsur ise beşeri sermaye birikiminin bir ölçütü olarak fertlerin eğitim düzeyidir. 2013 yılı verilerine göre en az üniversite eğitim düzeyine sahip fertlerin işgücüne katılım oranı yaklaşık yüzde 80 seviyesinde iken lise ve altı eğitim seviyesine sahip fertlerin katılım oranı yüzde 46,7 düzeyindedir. Bu fark göz önünde bulundurulduğunda, ülkedeki eğitim seviyesinin yükselmesi ülke genelindeki işgücüne katılım oranlarını yukarı yönlü etkileyebilecektir. Türkiye'de son yıllardaki eğilimin devam etmesi ile birlikte ülkedeki üniversite mezunu oranının zamanla gelişmiş ülkelerdeki seviyelere yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Analizlerde TÜİK tarafından temel senaryo çerçevesinde üretilen nüfus projeksiyonları kullanılmıştır. Temel senaryoda 2013 yılında yaklaşık 2 düzeyinde olan kadın başına toplam doğurganlık hızının doğal akışı içinde azalarak 2023 yılında 1,85 düzeyine ve 2050 yılına kadar da 1,65 düzeyine düşeceği varsayımı yapılmıştır. Buna göre, Türkiye'de toplam nüfusun artmaya devam etmesi, fakat nüfus artış hızının yıllar içinde azalması beklenmektedir (Grafik 1).

2013 yılında 30,4 olarak gerçekleşen ortanca yaşın, 2023 yılında 34 düzeyine kadar yükseleceği tahmin edilmektedir. Türkiye'de nüfusun yaşlanmasından en belirgin olarak etkilenecek alanlardan birinin işgücü piyasası olacağı düşünülmektedir. Çalışma çağındaki nüfusun toplam nüfus içindeki payının 2013 – 2023 döneminde ılımlı bir artış sergilemesi, ancak 2050 yılına kadar yaklaşık 5 puan gerilemesi beklenmektedir (Grafik 2). Bu öngörü asıl olarak işgücüne katılım oranı daha yüksek olan 25-49 yaş aralığında yer alan fertlerin toplam nüfus içindeki payının azalmasına dayanmaktadır. Öte yandan, işgücüne katılım oranı daha düşük olan 50-64 yaş aralığındaki fertlerin toplam nüfus içindeki payının artacak olması dikkat çekmektedir. Ayrıca, 65 ve daha yukarı yaşlardaki nüfusun payının ise yaklaşık 13 puan kadar yükselmesi öngörülmektedir.



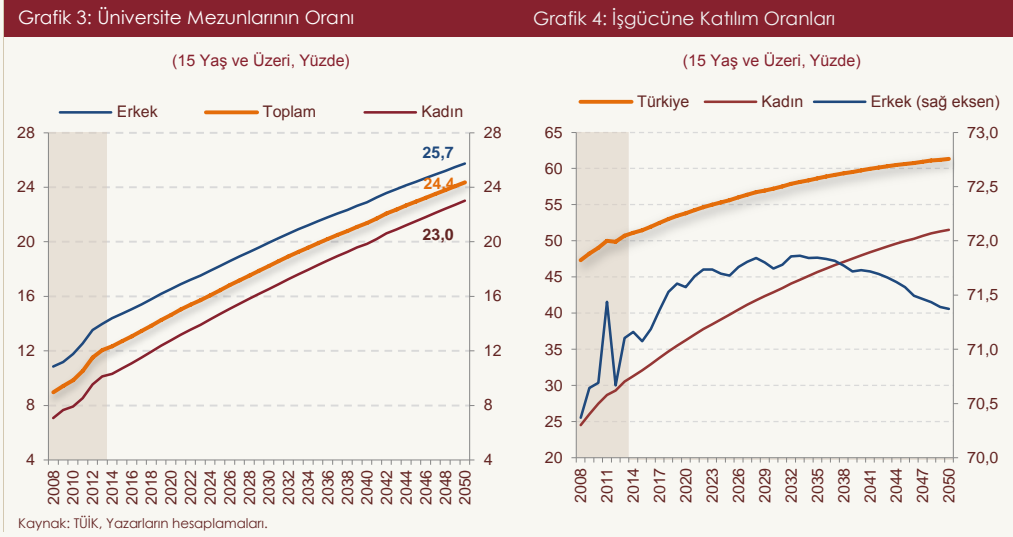
Bütün analizler yıllık veriler ile yapılmıştır. İlk aşamada, HİA veri setlerinde 15 ve üzeri yaşta olan fertler seçilmiş ve her anket yılındaki fertler beşer yıllık yaş gruplarına ayrılmıştır.⁶ Her bir yaş grubundaki fertler daha sonra cinsiyete göre de iki alt gruba bölünmüştür. Bu noktada, yaş gruplarına ve cinsiyete göre belirlenen her bir küme için üniversite mezunu olanların oranları hesaplanmıştır (Ceritoğlu ve Eren, 2015).⁷ Bu öngörüler doğrultusunda erkek ve kadın üniversite mezuniyet oranlarının 2050 yılında sırasıyla yüzde 25,7 ve yüzde 23 düzeyine ulaşacağı tahmin edilmiştir. Toplam üniversite mezuniyet oranının istikrarlı bir biçimde artarak 2050 yılında yüzde 24,4 düzeyinde oluşması beklenmektedir (Grafik 3).

İşgücüne katılım oranı öngörülerini hazırlanırken fertler öncelikle yaş grupları, cinsiyet ve eğitim özelliklerine göre kümelere ayrılmıştır. Fertlerin eğitim seviyeleri üniversite mezunları ile lise mezunu ve daha düşük eğitim seviyesindeki fertler olmak üzere iki kategoride incelenmiştir.⁸ Ardından her küme için ayrı ayrı işgücüne katılım oranı tahminleri üretilmiştir (Grafik 4). Her küme için hazırlanan tahminler TÜİK nüfus projeksiyonlarındaki payları ile ağırlıklandırılarak Türkiye geneli için öngörülere ulaşılmıştır (Ceritoğlu ve Eren, 2015). Türkiye'de önümüzdeki yıllarda 15-24 yaş aralığındaki fertler arasında bir örgün öğretim kurumuna devam edenlerin oranının artması beklenmektedir. Okullaşma oranının artması nedeni ile bu yaş aralığındaki fertlerin işgücüne katılım oranlarının aşağı yönlü baskılanacağı öngörülmektedir.

⁶ İşgücüne katılım tercihleri incelenirken fertler 15-19, 20-24, 25-29, 30-34, 35-39, 40-44, 45-49, 50-54, 55-59, 60-64 ve 65+ olmak üzere toplam 11 yaş grubuna ayrılmıştır.

⁷ Her yaş ve cinsiyet grubu için HİA 2004 – 2013 dönemi gerçekleştirmeleri ile üniversite mezuniyet oranı eğilimleri kuvvet fonksiyonu yöntemi kullanılarak ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

⁸ Bu çalışmada, üniversite mezunları ifadesi ile hem dört yıllık fakülte ve üzeri hem de 2 veya 3 yıllık yüksek okul mezunları kastedilmektedir. Ayrıca, lise mezunları ifadesi ile lise mezunu ve daha düşük eğitim seviyesindeki fertler ima edilmektedir.



Sosyal güvenlik reformuna bağlı olarak ortalama emeklilik yaşının 2050 yılına kadar kademeli olarak 65 yaşına yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda, 50-64 yaş aralığındaki fertlerin işgücüne katılım oranlarının doğrusal olarak artacağı varsayılmıştır. Ayrıca, lise mezunu kadınların işgücüne katılım oranlarının düşük bir seviyeden başladığı için istikrarlı olarak artması ve gelişmiş ülke ortalamalarına yakınsaması beklenmektedir. Bu bağlamda, lise mezunu kadınların gelecek yıllarda Türkiye’de işgücüne katılım oranlarında gerçekleşmesi beklenen artışa görece daha fazla katkı sağlayacağı tahmin edilmiştir (Tablo 1).

Tablo 1. İşgücüne Katılım Oranı Öngörülleri (Yaş Aralıkları, Yüzde)

	Erkekler				Kadınlar				Toplam			
	15-24	25-49	50-64	Toplam	15-24	25-49	50-64	Toplam	15-24	25-49	50-64	Toplam
2013	53,6	93,0	57,0	71,1	27,9	40,6	22,0	30,5	41,0	67,1	39,4	50,7
2025	53,4	94,0	67,2	71,7	32,2	56,4	33,3	39,8	43,0	75,4	50,2	55,6
2030	53,7	94,3	72,5	71,7	34,1	62,1	39,2	42,9	44,2	78,4	55,8	57,2
2035	53,2	94,6	76,3	71,8	35,6	67,5	44,0	45,7	44,6	81,2	60,1	58,7
2040	52,9	94,8	80,1	71,7	37,0	72,5	49,0	48,0	45,2	83,8	64,6	59,8
2045	52,7	94,9	84,4	71,6	38,6	77,2	53,8	50,0	45,8	86,2	69,1	60,7
2050	52,6	95,0	88,1	71,4	40,2	81,0	58,7	51,5	46,5	88,2	73,4	61,3

Kaynak: TÜİK HİA, Yazarların hesaplamaları.

Nüfusun yaş gruplarına göre dağılımının 2013 yılı değerlerinde sabit kaldığı alması bir senaryoya göre erkek işgücüne katılım oranı 2050 yılında yüzde 71,4 yerine yüzde 77,9 oranına ulaşmaktadır. Ayrıca, aynı varsayım altında toplam işgücüne katılım oranı 2050 yılında yüzde 61,3 yerine yüzde 68,9 oranına yükselmektedir. Alması senaryo nüfusun yaşlanmasının işgücüne katılım oranları üzerindeki kuvvetli ve olumsuz etkisini açıkça göstermektedir.

Özetle, bu kutuda Türkiye ekonomisinin 2014 – 2050 yılları arasında kalan dönemi için kadın, erkek ve toplam işgücüne katılım oranı öngörülleri hazırlanmıştır. Toplam işgücüne katılım oranının önümüzdeki yıllarda artış göstermesi, fakat nüfusun yaşlanması nedeni ile artış oranının düşmesi beklenmektedir. Söz konusu etki erkeklerde daha belirgin bir biçimde görülmekte ve işgücüne katılım oranının azalmasına yol açmaktadır.

Son olarak, önümüzdeki yıllarda doğurganlık oranının düşmesi veya hızlanması nüfus yapısının değişmesine neden olarak toplam işgücüne katılım oranlarını etkileyebilir. Özellikle, doğurganlık oranının beklenenden daha fazla düşmesi nüfusun daha hızlı yaşlanmasına yol açarak toplam işgücüne katılım oranının azalması ile sonuçlanabilecektir.

Kaynakça

Ceritoğlu, Evren ve Okan Eren (2015), "İşgücüne Katılım Oranı Öngörülleri", TCMB Ekonomi Notu, 2015/07.

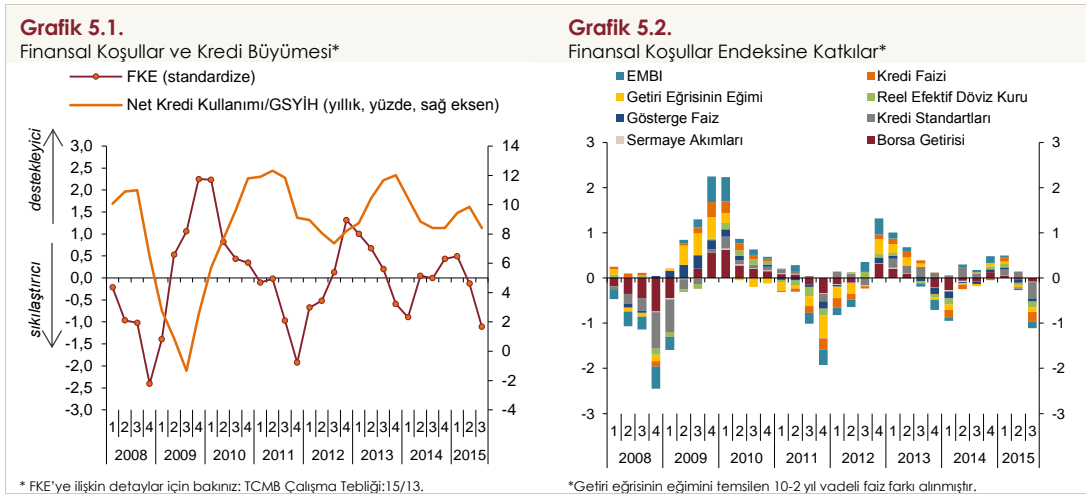
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) Hanehalkı İşgücü Anketleri 2004 – 2013.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2015 yılının üçüncü çeyreğinde ağırlıklı olarak Çin ekonomisinden kaynaklanan küresel ekonomik yavaşlama sinyalleri ve Fed'in para politikası uygulamalarına ilişkin belirsizliklerin artması finansal piyasalardaki oynaklıkların yükselmesine neden olmuştur. Küresel büyüme beklentilerindeki düşüş ve risk algılamalarındaki bozulma en çok emtia ihracatçısı ve yurt dışı finansmana bağımlı gelişmekte olan ülkeleri etkilemiş ve bu ülkelerden sermaye çıkışları yoğunlaşmıştır. Türkiye piyasaları da bu dönemde yurt dışı gelişmelerin yanı sıra iç belirsizlikler ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle oynak bir seyir izlemiştir. Söz konusu gelişmeler Türkiye'ye ilişkin kısa ve orta vadeli algılamaları daha fazla etkilerken uzun vadeli finansal göstergelerdeki bozulma görece olarak sınırlı olmuştur.

Fed'in Eylül ayında faiz artırımına gitmemesi ve ABD ekonomisindeki iktisadi faaliyet göstergelerinin beklenenden zayıf seyretmesi sonucunda faiz artışının 2016 yılının bahar aylarına erteleneceği beklentileri finansal piyasalardaki olumsuz gidişatın üçüncü çeyreğin sonlarına doğru tersine dönmeye başlamasına neden olmuştur. Emtia fiyatlarındaki düşük seyrin devam etmesi de iktisadi faaliyet ve cari açık konusundaki gelişmeleri olumlu yönde destekleyerek Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarını olumlu etkilemektedir.

Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) üçüncü çeyrekte kayda değer bir sıkılaştırıcı göstermiştir (Grafik 5.1). Bu dönemde başta kredi standartları ve kredi faizleri olmak üzere endekste yer alan tüm değişkenler finansal koşullara sıkılaştırıcı yönde katkı vermiştir (Grafik 5.2). Yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle yılın geri kalan döneminde de yurt içi kredi büyümesinin yavaşlamaya devam edeceği öngörülmektedir. Yakın dönemde küresel risk iştahında görülen düzelme ve yurt içi risklere dair olumsuz algılamaların azalması finansal koşullardaki sıkılaştırmanın derinleşme ihtimalini azaltsa da, küresel piyasalara ilişkin belirsizlikler önemini korumaktadır.

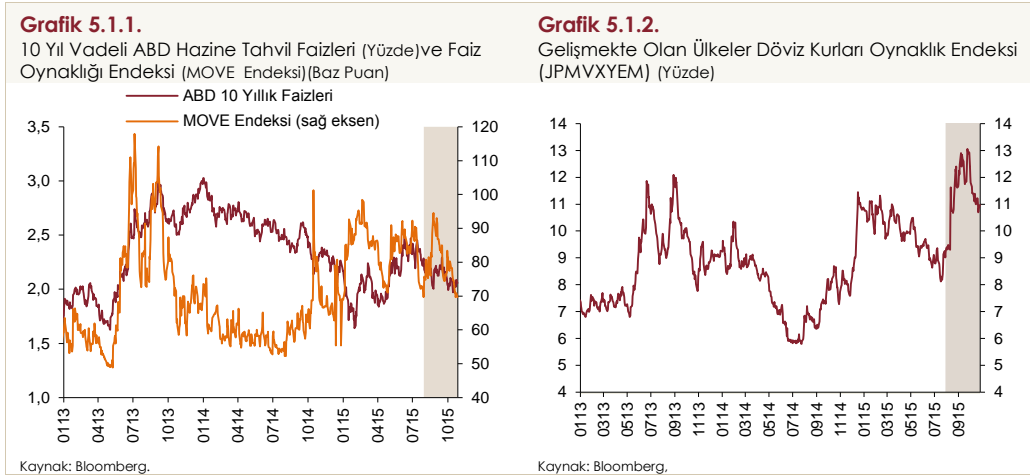


5.1. Finansal Piyasalar

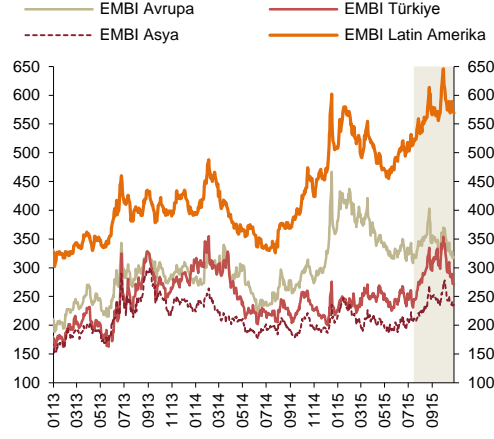
Küresel Risk Algılamaları

Küresel para politikalarına dair belirsizlikler 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Fed faiz artırımının zamanlamasına dair belirsizlik, küresel piyasaları etkileyen en önemli unsurlardan birisi olmuştur. Bu dönemde ABD ekonomisine dair açıklanan veriler karışık sinyaller vermiş, ABD ikinci çeyrek büyümesi yüzde 3,7 ile beklentileri aşarken, işsizlik ve enflasyon verileri beklentilere göre zayıf kalmıştır. Fed'in ilk faiz artırımını enflasyonun yüzde 2 hedef seviyesine yaklaşacağına emin olunduktan sonra yapacağını ifade etmesi ve küresel ekonomide görülen yavaşlamaya vurgu yapması, son dönemde söz konusu faiz artırımının 2016 yılına erteleneceğine dair beklentilere yol açmıştır. Bu nedenle, Eylül ayından itibaren ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizlerinde bir miktar düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Fed'in, ilk faiz artışının zamanlamasından ziyade faiz artırım sürecinin patikasına ve hızına vurgu yapması, faiz artışının yavaş ve kademeli bir şekilde yapılacağı beklentilerini güçlendirerek ima edilen faiz oynaklığında da düşüş yönünde etki yapmıştır.

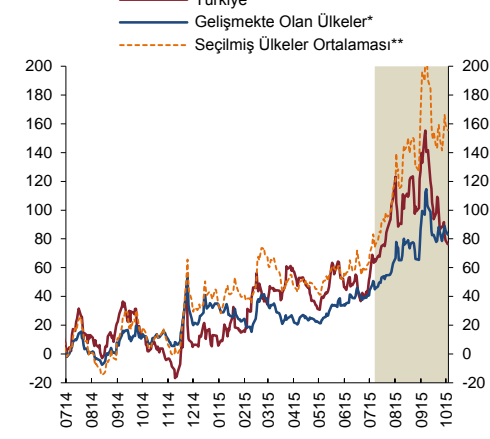
Euro Bölgesi'nde ise ikinci çeyrek büyümesi yüzde 0,4 ile sınırlı oranda artarken son verilere göre düşen enflasyonun enerji fiyatlarından kaynaklandığı belirtilmiş; bununla beraber enflasyonun yüzde 2 seviyesine sürdürülebilir olarak yaklaşması için varlık alım programının 2016 Eylül tarihi sonrasında uzatılabileceği açıklanmıştır. Bu dönemde, Çin iktisadi faaliyetine dair zayıf seyrin devam etmesi, Çin hisse senedi piyasasında görülen yüksek oranlı düşüş ve Çin para birimi Renminbi'nin ABD doları karşısında değer kaybetmesi küresel piyasalarda belirsizliği artıran önemli gelişmeler olmuştur. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkeler döviz kuru oynaklığı geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin olarak artmıştır (Grafik 5.1.2).



Çin ekonomisi kaynaklı olumsuz gelişmeler, gelişmekte olan ülke büyüme oranlarının beklentilerin altında kalması ve jeopolitik gelişmelerden dolayı küresel risk iştahı düşük düzeylerde kalmış ve Gelişmekte Olan Ülkeler Euro-Tahvil Endeksleri (EMBI) ile bu ülkelerin kredi temerrüt takası (CDS) primleri belirgin oranda artmıştır. Ancak son dönemde, Fed'in faiz artırımını 2016 yılına erteleyeceğine dair beklentilerin güçlenmesiyle risk primi göstergelerinde bir miktar düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Benzer şekilde, önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana önemli ölçüde artış gösteren Türkiye'nin risk primi göstergeleri de son dönemde gerilemiştir.

Grafik 5.1.3.Bölgesel EMBI Endeksleri
(Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg.

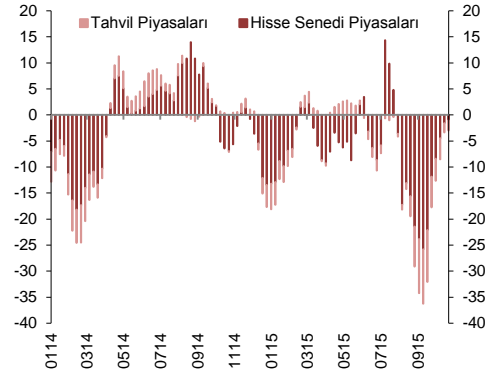
Grafik 5.1.4.Kümülatif Kredi Temerrüt Takası (CDS) Değişimleri
(24 Temmuz 2014'ten itibaren, Baz Puan)

*GOÜ içerisinde Brezilya, Şili, Kolombiya, Macaristan, Endonezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Güney Afrika bulunmaktadır.

**Seçilmiş GOÜ arasında ise Brezilya, Endonezya ve G. Afrika yer almaktadır.
Kaynak: Bloomberg.

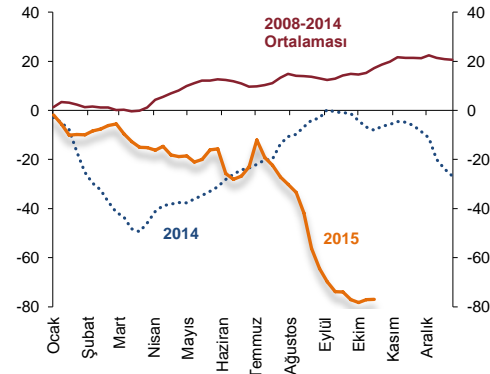
Portföy Hareketleri

Yukarıda özetlenen küresel gelişmeler çerçevesinde 2015 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışları görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonlar daha detaylı incelendiğinde, hisse senedi akımlarındaki sert düşüşte Asya odaklı fonlar etkili olmuştur. Genel olarak bakıldığında, bu dönemdeki portföy çıkışlarının büyük ölçüde ABD ekonomisinde görülen toparlanma, Çin ekonomisinin yavaşlama eğiliminin devam edeceğine dair endişelerin artması ve gelişmekte olan diğer ülkelerin ekonomik büyümelerinin de beklentilerin altında kalmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

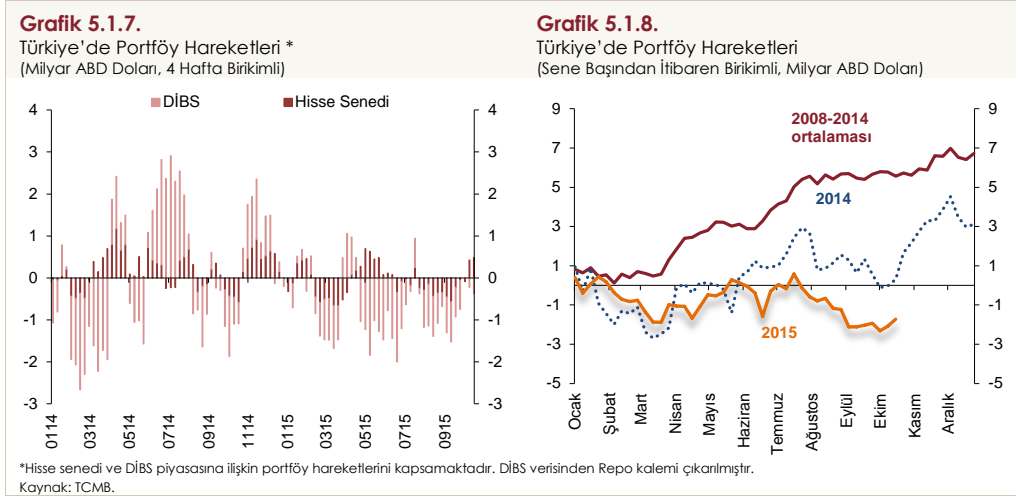
Grafik 5.1.5.Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri*
(Milyar ABD Doları, 4 Hafta Birikimli)

*Hisse senedi ve borçlanma senetlerine yapılan portföy hareketlerini kapsamaktadır.

Kaynak: EPFR.

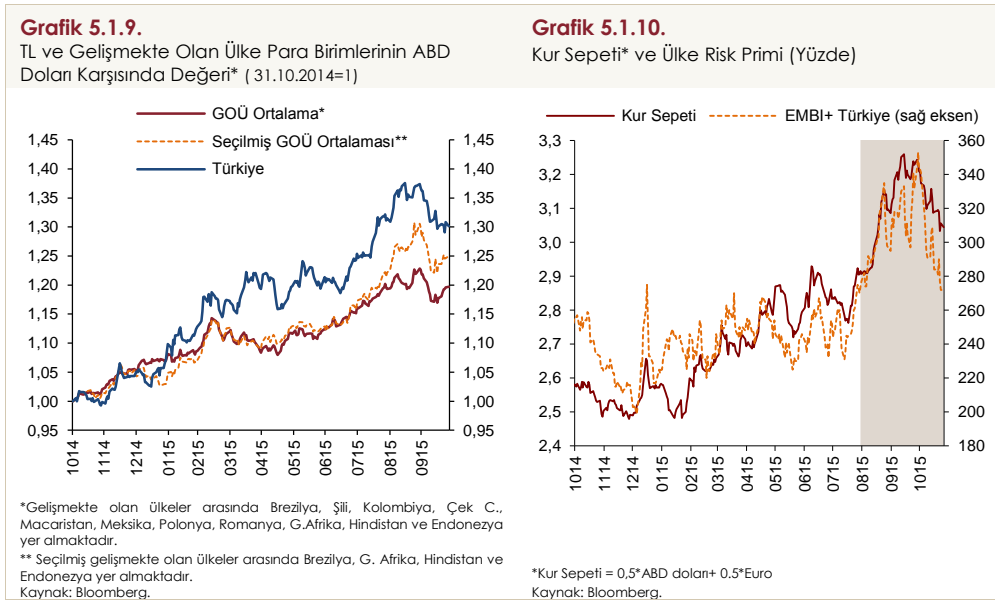
Grafik 5.1.6.Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri*
(Sene Başımdan İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında görülen zayıf seyir ve yurt içi belirsizliklerin etkisiyle Türkiye'de de Temmuz ayından itibaren portföy çıkışları olduğu ve portföy akımlarının geçmiş yıllar ortalamasından belirgin ölçüde farklılaştığı görülmektedir (Grafik 5.1.7 ve Grafik 5.1.8).

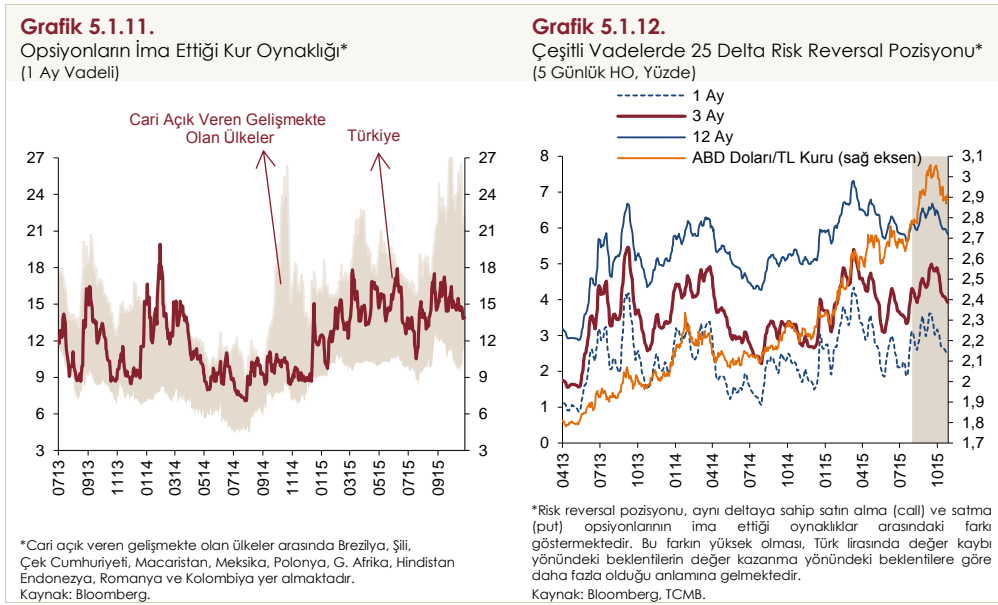


Döviz Kurları

Fed faiz artırımına ilişkin beklentiler ve Çin hisse senedi piyasalarında gözlenen oynaklıklar sonucu azalan küresel risk iştahı ve artan ülke risk primlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülke para birimleri Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana ABD doları karşısında değer kaybetme eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.9). Son dönemde ABD'de beklentilerin altında kalan tarım dışı istihdam verisiyle beraber faiz artırımının ötelenebileceği algısıyla bir miktar toparlanan küresel risk iştahı sayesinde söz konusu değer kayıplarının bir kısmı geri alınmıştır. Türk lirası da yılın üçüncü çeyreğinde diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer bir hareket göstermiştir. Bu dönemde, risk primindeki artışla uyumlu olarak kur sepeti de artış kaydetmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı 30 Temmuz 2015 tarihinde 2,92 seviyesinde olan kur sepeti, 26 Ekim 2015 itibarıyla 3,05 seviyelerinde seyretmektedir (Grafik 5.1.10).



2015 yılı üçüncü çeyrek gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin kur oynaklıklarına da yansımış ve ilgili para birimlerinin ima edilen oynaklıklarında artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere benzer hareket ederek hem kısa hem de uzun vadede bir önceki döneme göre bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.1.11). Son dönemde ise olumlu seyreden küresel risk iştahıyla beraber, Türk lirasının ima edilen oynaklığı bir miktar düşüş kaydetmiştir. Kurda üçüncü çeyrek başında gözlenen değer kaybı, satın alma (call) ve satma (put) opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar arasındaki farkı ifade eden risk reversal pozisyonlarında da gözlenmiştir. Bu farkın artması, Türk lirasının değer kaybı yönündeki beklentilerin değer kazanma yönündeki beklentilere göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Ancak son dönemde kurda gözlenen toparlanma ile beraber risk reversal pozisyonlarının da bir miktar düştüğü dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.12.)



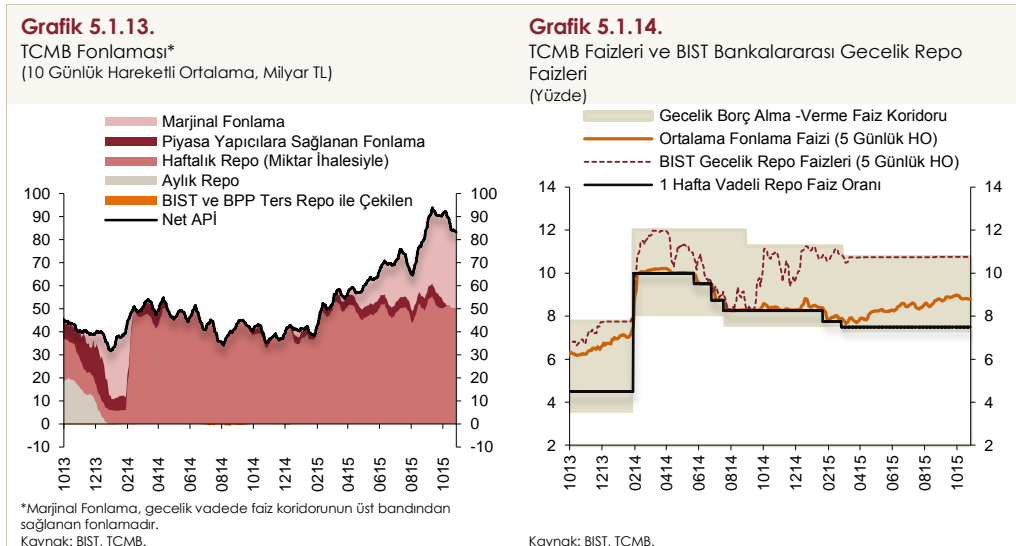
Para Politikası Uygulamaları

TCMB 18 Ağustos 2015 tarihinde küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin bir yol haritası yayınlamıştır. Bu çerçevede faiz ve Türk lirası likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik politikalarda normalleşme sürecinin öncesinde ve devam eden süreçte yapılacak değişikliklere yer verilmiştir. Buna göre faiz ve TL likiditesi politikasında sadeleşmeye gidilerek piyasa yapıcı bankalara tanınan borçlanma imkanı faiz oranının kaldırılacağı ve teminat koşullarının sadeleştirileceği duyurulmuştur. Ayrıca küresel para politikalarında yaşanacak normalleşmeyi takiben faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceği ve daraltılacağı açıklanmıştır. Bunun yanı sıra, küresel para politikalarının normalleşmesi öncesinde ve sırasında döviz likiditesi politikasında esneklik artırıcı tedbirler alınacağı ve finansal istikrarı destekleyici tedbirler bağlamında çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı destekleyici yönde ilave adımlar atılacağı ifade edilmiştir.

TCMB, 16 Eylül 2015 tarihinde yayınladığı "Teminat Koşullarının Sadeleştirilmesi ve Piyasa Yapıcı Banka Fonlama İmkanında Yapılan Değişiklik" başlıklı sunumla Türk lirası likidite politikasındaki değişiklikleri duyurmuştur. Bu çerçevede, 23 Eylül 2015'den itibaren piyasa yapıcı bankalara repo

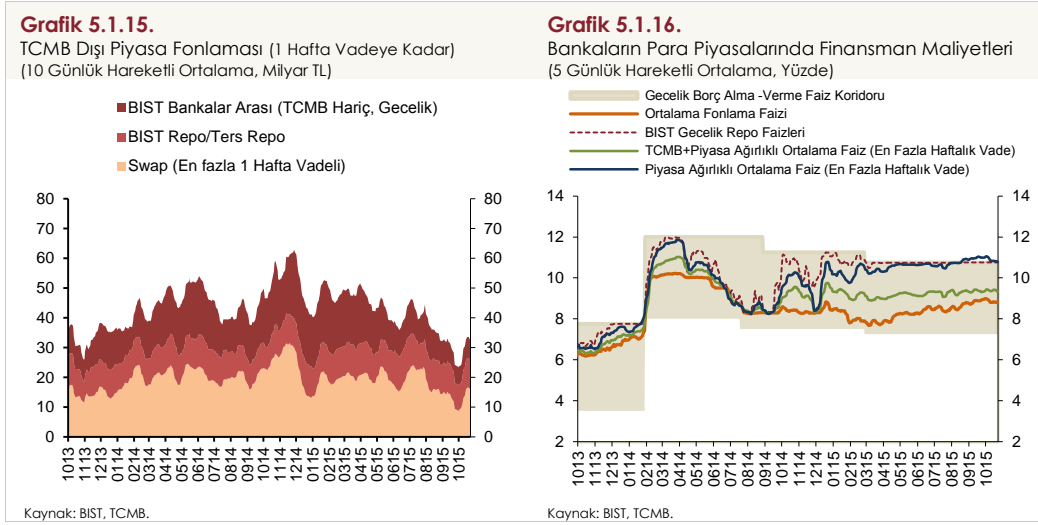
işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı uygulaması kaldırılmış, piyasa yapıcılığı sisteminin bu bankaların TCMB'den sağladıkları fonlama maliyeti değişmeyecek şekilde 1 hafta vadeli miktar ihalesi teklif limitlerinde avantaj sağlanması yoluyla desteklenmesi uygulamasına başlanmıştır. Ayrıca 28 Eylül 2015'den itibaren geçerli olmak üzere Türk lirası işlemlerinin teminat koşullarında sadeleşmeye gidilmiştir. Bu kapsamda fazla bulundurma oranları tüm translarda eşitlenmiş, Türk lirası teminatlar için 13 adet olan fazla bulundurma oranı 2 adede, yabancı para teminatlar için 18 adet olan fazla bulundurma oranı 3 adede indirilmiştir. Türk lirası işlemleri için teminata döviz depo imkanı getirilmesi imkanı hatırlatılmış; bu imkanın 1 ay vadeli döviz depo olarak kullanılmasına, döviz depolara ödenecek faiz oranlarının ilan edilmesine ve teminat olarak getirilen döviz depo tutarına banka bazında üst sınır belirlenmesine karar verilmiştir. 28 Eylül 2015 tarihinden itibaren yürürlüğe giren söz konusu değişikliklerle bankaların likidite yönetiminin etkinleştirilmesi hedeflenmektedir.

2015 yılı üçüncü çeyreğinde TCMB, sene başından itibaren gözlenen birikimli döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisini sınırlamak amacıyla para politikasındaki sıkı sürdürmüştür. Bu dönemde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7,5, gecelik borç verme faizi yüzde 10,75, ve gecelik borç alma faizi yüzde 7,25 oranında sabit tutulmuştur. TCMB fonlaması ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam ederken, marjinal fonlamanın payı giderek artmıştır (Grafik 5.1.13). Buna bağlı olarak, ortalama fonlama faizinin önceki Rapor dönemine göre daha yüksek seviyelerde oluşması sağlanmıştır. Temmuz Enflasyon Raporu dönemi itibarıyla yüzde 8,5 olan ortalama fonlama faizi son dönemde yaklaşık yüzde 8,75 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, geçen çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de bankalararası gecelik repo faizlerinin faiz koridorunun üst bandında oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.14). Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. TCMB, enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeleri dikkate alarak para politikasındaki sıkı duruşu gerekli görülen süre boyunca sürdürecektir.

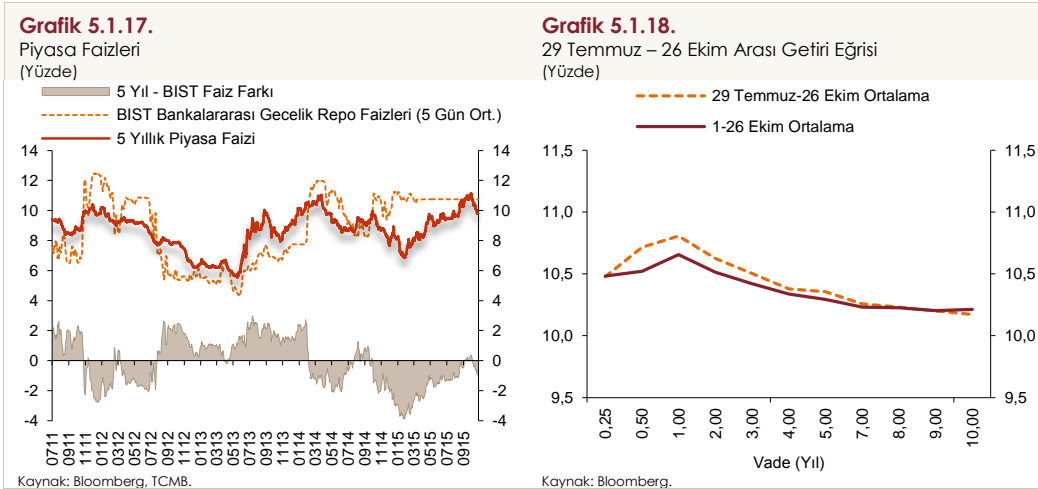


Bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının karşılamasında TCMB tarafından sağlanan fonların yanı sıra bankaların farklı piyasalardan sağladıkları kısa vadeli fonlar da önemli bir yer tutmaktadır. Para piyasalarında, TCMB dışındaki piyasa oyuncularından sağlanan ve en fazla bir hafta

vadeye sahip olan fonların başında kur takası piyasasından sağlanan fonlar gelirken; bunu BIST bünyesindeki Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'nda TCMB haricindeki bankalar ile ve BIST bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda aracı kurumlar ile yapılan işlemler takip etmektedir (Grafik 5.1.15). Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana TCMB dışı piyasa fonlaması azalmıştır. Söz konusu azalma TCMB dışı kaynaklardan sağlanan fonların ortalama maliyetinin marjinal fonlama faizinin üzerinde seyretmesinden kaynaklanmaktadır (Grafik 5.1.16). Gerek TCMB gerekse TCMB dışı fonların toplam içindeki ağırlıklarına göre hesaplanan efektif fonlama faizi ise Ekim ayı itibarıyla yüzde 9,4 civarındadır.

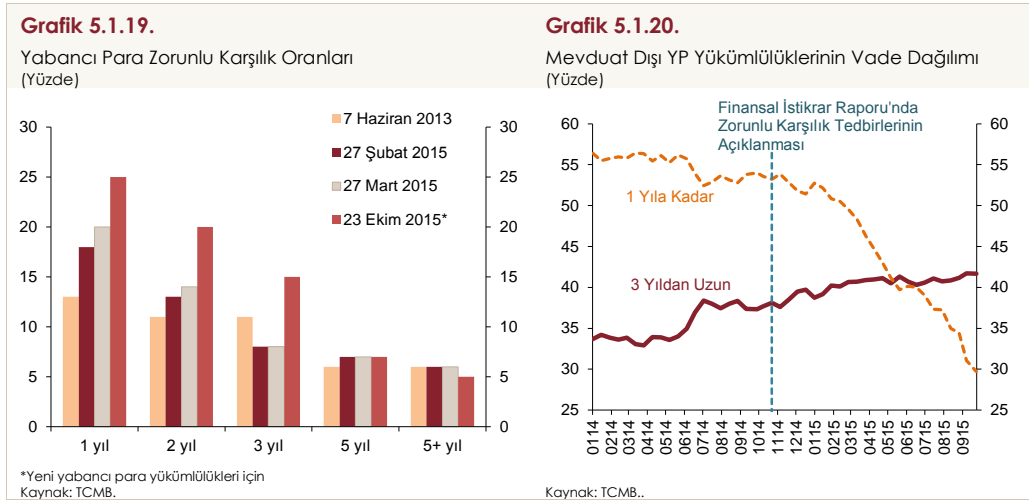


5 yıllık piyasa faizleriyle BIST bankalararası gecelik repo faizleri arasındaki fark 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla sifıra yakın seyretmektedir (Grafik 5.1.17). Bu dönemde getiri eğrisinde kayda değer bir değişiklik yaşanmamış ve getiri eğrisi yataya yakın konumunu korumuştur (Grafik 5.1.18).

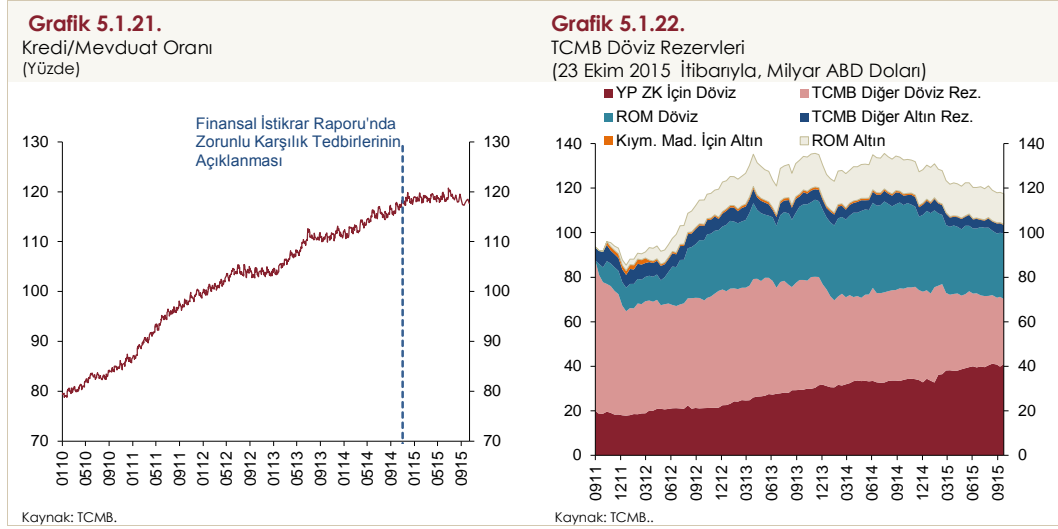


TCMB, faiz ve likidite politikasının yanı sıra finansal istikrarı destekleyici politika araçlarını da etkin bir şekilde kullanmaya devam etmektedir. Bu doğrultuda alınan tedbirlerle basiretli borçlanmayı destekleyerek makro-fansal riskleri sınırlamak ve dengeli büyümeye katkı sağlamak amaçlanmaktadır. 2015 yılı birinci çeyreğinde yapılan düzenlemelerle bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para

cinsinden çekirdek dışı yükümlülükleri için uygulanan zorunlu karşılık oranları vade uzatımını teşvik edici yönde artırılmıştı. TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı duyuruda finansal kuruluşların 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarını üç yıldan uzun vadeyi teşvik edecek şekilde değiştirmiştir (Grafik 5.1.19). Bu değişiklik 2014 yılı Kasım ayından bu yana çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesinde gözlenen uzama eğilimini desteklemektedir (Grafik 5.1.20). TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı diğer duyuruda Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faizi Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50 baz puan artıracak olduğunu duyurmuştur. Bu düzenleme bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltacak ve çekirdek yükümlülüklerine ilave bir destek sağlayacaktır. Nitekim, ilgili düzenlemelerin ilk ilan edildiği Kasım 2014'ten itibaren Kredi/Mevduat oranındaki yükselişin yerini yatay bir seyre bıraktığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.21).



TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapılacaklara ilişkin yayınladığı yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere yer vermiştir. Bu amaçla, bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri 1 Eylül 2015 tarihinden itibaren yaklaşık yüzde 130 oranında artırılarak 50 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu çerçevede, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile ROM kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamı bankaların gelecek 1 yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye yükselmiştir. TCMB, küresel finansal piyasalarda artan oynaklık nedeniyle 19 Ağustos 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarının bir gün önce ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılacağını kamuoyuna duyurmuştur. Genel olarak TCMB döviz piyasasında likiditeyi dengeleyici bir politika çerçevesi uygulamaya devam etmektedir.



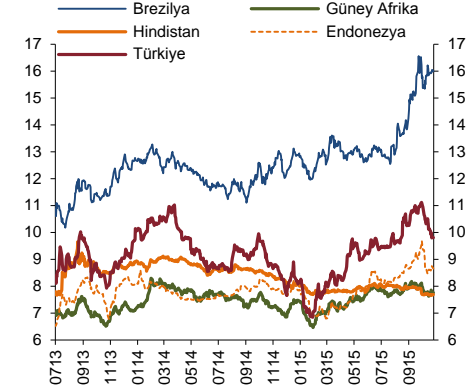
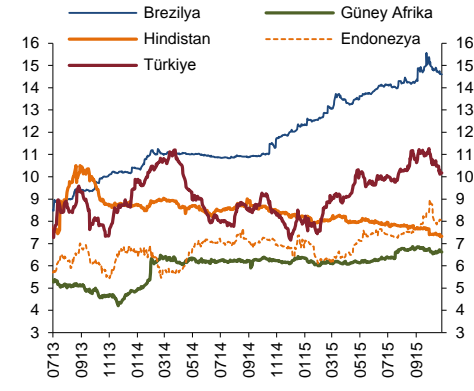
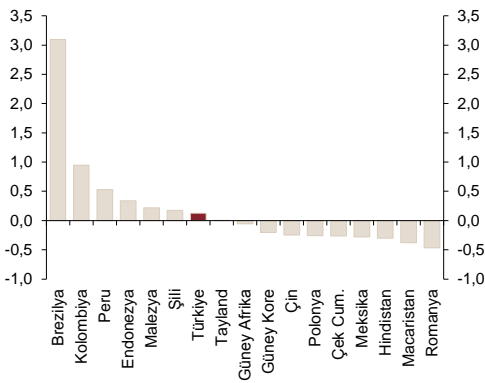
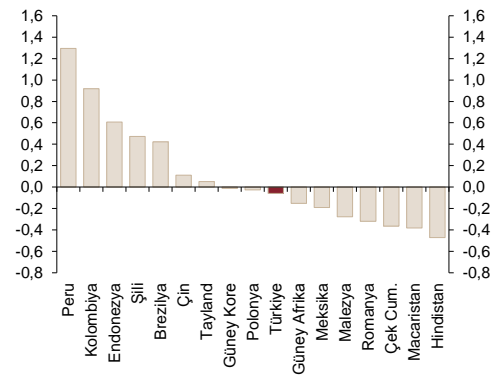
TCMB rezervlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı ölçüde bir düşüş yaşanmıştır (Grafik 5.1.22). Bu dönemde, yukarıda bahsedilen döviz likiditesini destekleyici döviz satım ihaleleri ile TCMB'nin diğer döviz rezervi azalmış, bu düşüş bankaların yabancı para zorunlu karşılık yükümlülükleri kapsamında tutulan rezervlerdeki artışla telafi edilmiştir. Bankaların ROM kapsamında tesis ettikleri tutarda ise bir değişiklik yaşanmamıştır. Finansal kuruluşların ROM kullanma oranları ikinci çeyrekte yüksek seviyesini sürdürmüş ve 9 Ekim 2015 tesis dönemi itibarıyla bu oran döviz için yüzde 96,1 (57,7/60) ve altın için yüzde 94 (28/30) olarak gerçekleşmiştir.

TCMB, 2015 yılı başından 22 Ekim 2015 tarihine kadar döviz satım ihaleleri ve enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşekküllerine doğrudan döviz satışı yoluyla 18,9 milyar ABD doları döviz satışı yapmıştır. Aynı dönemde reeskont kredileri yoluyla elde edilen döviz miktarı 12,7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde döviz satım ihalelerine ve enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşekküllerine doğrudan döviz satışına devam edilmesi TCMB döviz rezervini azaltıcı yönde, ihracat reeskont kredileri ise artırcı yönde etkileyecektir.

Özetle, mevcut küresel ve yurt içi koşullar dikkate alındığında, TCMB Türk lirasında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrar açısından ise destekleyici bir duruş sergilemektedir.

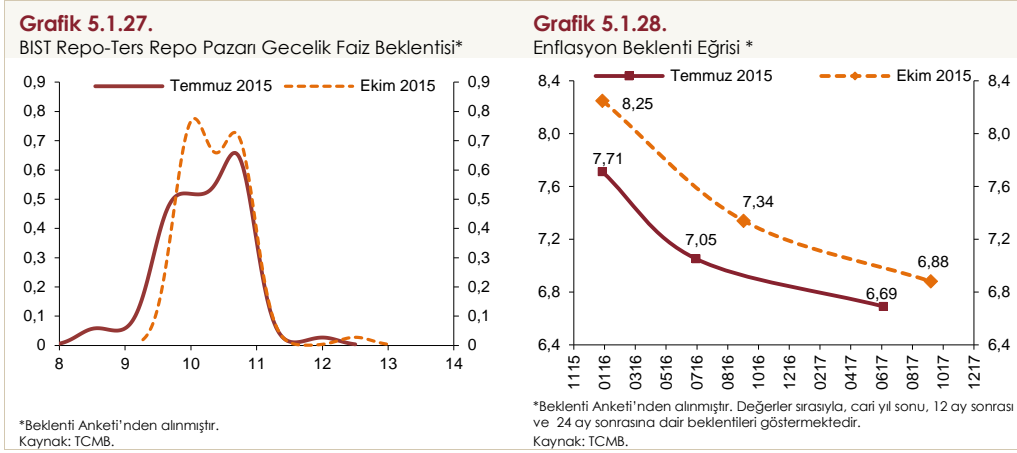
Piyasa Faizleri

2015 yılı üçüncü çeyreğinin başında gelişmekte olan ülkelerin ülke risk primlerinde gözlenen artış ve sermaye akımlarındaki zayıf ve dalgalı seyrin etkisiyle gelişmekte olan ülke piyasa faizleri bir miktar yükselmiştir. Ekim ayında küresel risk iştahında gözlenen toparlanmayla beraber, piyasa faizlerindeki artışlar kısmen geri alınmıştır (Grafik 5.1.23 ve Grafik 5.1.24). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri de küresel gelişmelere ek olarak iç belirsizlik ve artan jeopolitik riskler sebebiyle artış kaydetmiştir. Son dönemde Fed'in faiz artırımını öteleyebileceği beklentisiyle, gelişmekte olan ülkelere yönelik olumlu seyreden küresel görünüm Türkiye'de faizlerin bir miktar düşmesine sebep olmuştur. Ülke bazında bakıldığında ise Türkiye, son dönemdeki toparlanmanın da etkisiyle, beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı düzeyde değişim kaydetmiştir (Grafik 5.1.25 ve Grafik 5.1.26).

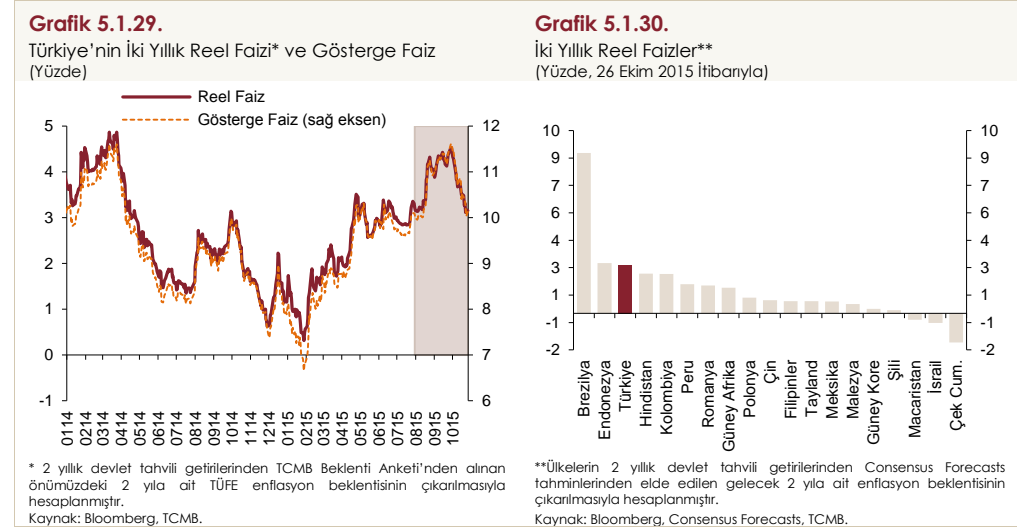
Grafik 5.1.23.Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri*
(26 Ekim 2015 İtibarıyla, Yüzde)* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg**Grafik 5.1.24.**Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri
(26 Ekim 2015 İtibarıyla, Yüzde)* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg**Grafik 5.1.25.**Geçtiğimiz Rapor Dönemine göre Beş Yıl Vadeli
Piyasa Faizlerindeki Değişim
(31 Temmuz-26 Ekim 2015 Arası Değişim, Yüzde)* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg.**Grafik 5.1.26.**Geçtiğimiz Rapor Dönemine göre Altı Ay Vadeli
Piyasa Faizlerindeki Değişim
(31 Temmuz-26 Ekim 2015 Arası Değişim, Yüzde)

Kaynak: Bloomberg.

2015 yılı boyunca TCMB'nin temkinli para politikasını sıkı likidite politikası ile desteklemesi sonucu BIST gecelik repo faizleri yılın üçüncü çeyreğinde de faiz koridorunun üst bandına yakın bir seyir izlemeye devam etmiştir (Grafik 5.1.14). Bu çerçevede, TCMB'nin sıkı likidite politikasının sürmesine ek olarak, para politikası normalleşmesi sürecinde Fed'den gelecek adımların takip edileceğinin belirtilmesiyle BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik faiz beklentisi dağılımı bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı miktarda sağa kaymıştır (Grafik 5.1.27). Uzun vadeli piyasa faizleri üzerinde etkisi bulunan bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Temmuz ayına kıyasla artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.28).



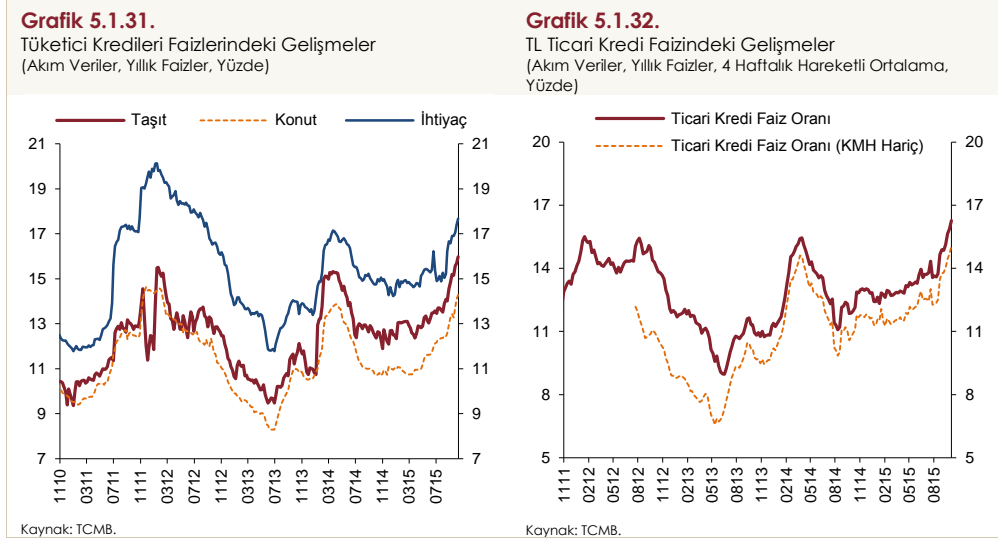
2015 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye'de reel faizlerin önce arttığı, daha sonra azaldığı gözlenmiştir. Bu dönemde iki yıl vadeli enflasyon beklentilerindeki artışa rağmen, nominal faiz oranlarındaki hareketin daha belirgin olması, iki yıl vadeli reel faizlerin bu çeyrekteki seyirinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.1.29). Gösterge faiz ise, üçüncü çeyrek boyunca genel olarak Türkiye'nin ülke risk primine paralel hareket ederek önce artmış, daha sonra ise düşüş kaydetmiştir. Son dönemde gözlenen sınırlı oranda düşüşlere rağmen Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst sıralarda yer almıştır (Grafik 5.1.30).



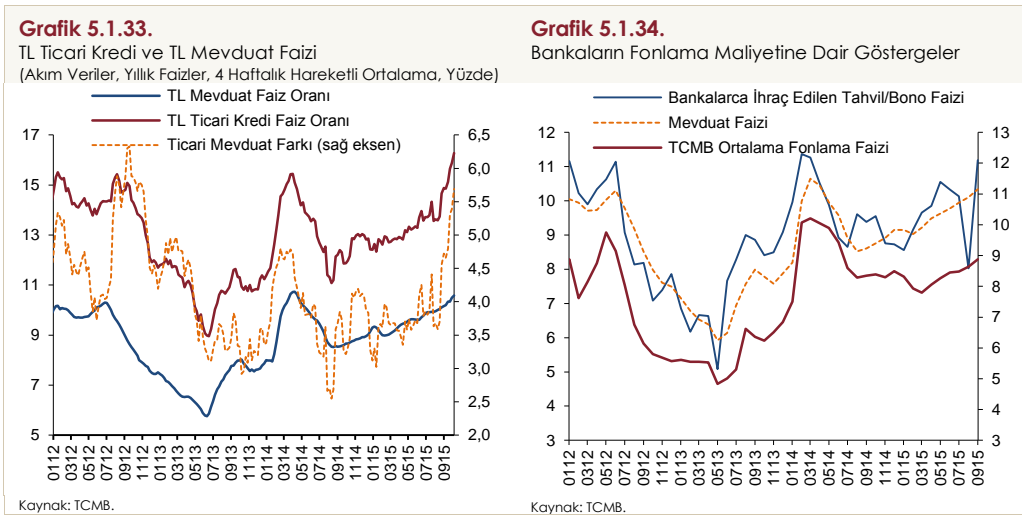
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2015 yılının ilk çeyreğinde yatay bir görünüm sergileyen, ikinci çeyrekte ise artış gösteren finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları, üçüncü çeyrekte bu artış eğilimini devam ettirmiştir. Tüketici kredileri incelendiğinde, konut kredisi faiz oranları üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 160 baz puan artış gösterirken, ihtiyaç ve taşıt kredileri faiz oranlarının sırasıyla 130 ve 175 baz puan yükseldiği görülmüştür (Grafik 5.1.31). Ticari kredi faiz oranları ise tüketici kredi faiz oranlarına göre daha fazla bir artış sergileyerek yaklaşık 210 baz puan yükselmiştir. Benzer şekilde KMH hariç ticari kredi faiz oranlarındaki artış 200 baz puan civarında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.32). Üçüncü çeyrekte faiz

oranlarında gözlenen bu artış, Kredi Eğilim Anketi'nde yurt içi ve yurt dışı finansman koşullarında öngörülen sıkılaşma ile uyumludur.

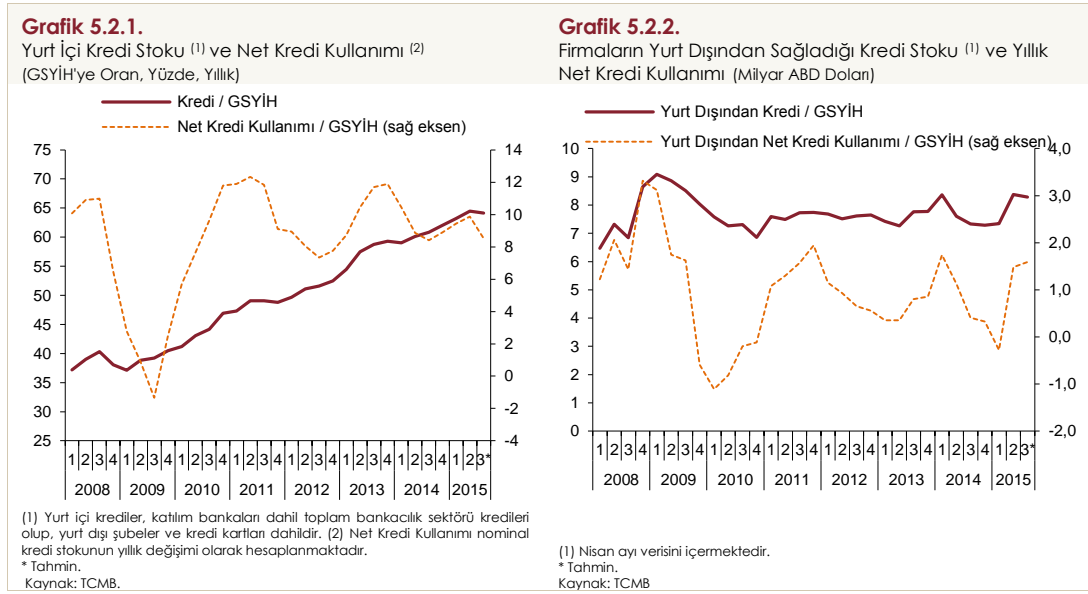


Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, TCMB tarafından sürdürülen sıkı likidite duruşunun ve dönem içinde artış gösteren ağırlıklı fonlama maliyetinin etkisiyle bir önceki çeyreğe göre 50 baz puan artmıştır. Ticari kredi faiz oranlarının yılın üçüncü çeyreğinde de mevduat faiz oranlarına kıyasla daha fazla yükselmesi sonucunda ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark artarak uzun bir aradan sonra 500 baz puanın üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.33). Gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının zayıf ve dalgalı olması bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizlerini de etkilemiştir. İkinci çeyrek sonunda zayıf seyir nedeniyle yaklaşık 100 baz puan artan bono ve tahvil faizleri, üçüncü çeyrek ortasında bir düşüş gösterse de, Eylül ayında tekrar artarak çeyrek sonunda yüzde 11,2 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.34).

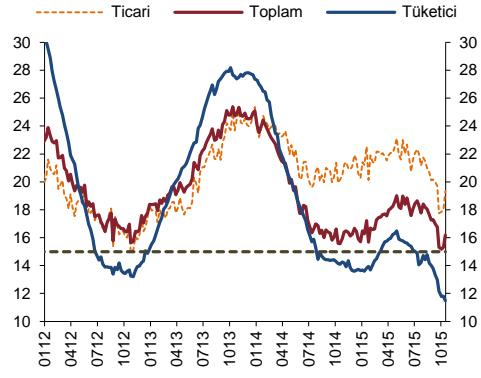


5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

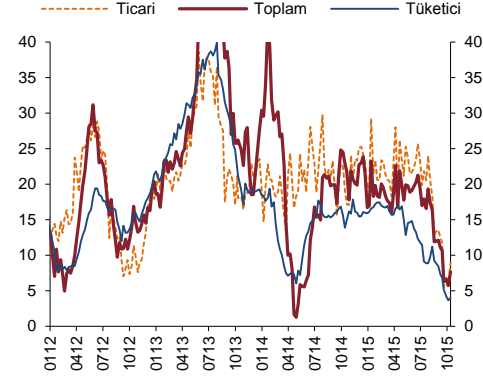
Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı 2015 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki döneme göre ılımlı bir şekilde azalarak yüzde 8,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.1). Yılın üçüncü çeyreğinde finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırma önümüzdeki dönemde, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranının azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerin 2015 yılı üçüncü çeyreğinde tarihsel ortalamalara yakın seyretmeye devam etmesi yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşanmadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2). Bu doğrultuda, firmaların yurt dışından kredi kullanımının geçen yılın aynı dönemine göre bir miktar arttığı gözlenmektedir.



TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve BDDK'nın konut hariç bireysel kredilere yönelik yürürlüğe koyduğu makroihtiyati uygulamalar neticesinde yavaşlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranında, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki dönemde başlayan aşağı yönlü seyrin devam ettiği gözlenmiştir. Toplam kredilerin ayrımlarına bakıldığında, BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamalar ve tüketici güveninin zayıf seyri neticesinde ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümeye devam ettiği görülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2015 yılı üçüncü çeyreği sonunda geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 15,3 oranında artarak toplam kredilerdeki büyüme oranında referans seviye olan yüzde 15'e yaklaşmıştır (Grafik 5.2.3). Yılın üçüncü çeyreğindeki gelişmeleri yansıtan 13 haftalık hareketli ortalamalara göre, toplam krediler yıllıklandırılmış olarak yüzde 6,6 oranında büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4).

Grafik 5.2.3.Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları
(Kur Etkisinden Anılandırılmış, Yıllık, Yüzde Değişim)

Kaynak: TCMB.

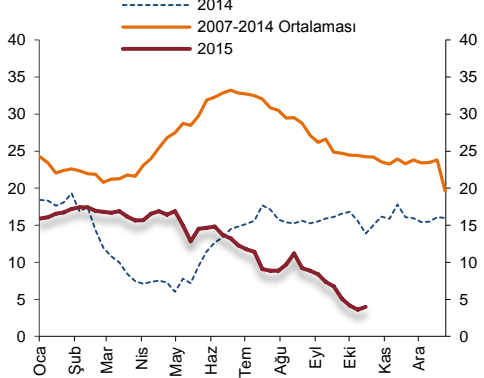
Grafik 5.2.4.Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları
(Kur Etkisinden Anılandırılmış, 13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Yüzde)

Kaynak: TCMB.

2015 yılının ilk çeyreğinde geçmiş yıllar ortalamasının altında seyreden ve ikinci çeyrekte bir miktar daha azalan tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı, yılın üçüncü çeyreğinde önemli bir yavaşlama göstererek çeyrek sonunda yüzde 5 civarına düşmüştür (Grafik 5.2.5). Bir önceki çeyreğe göre görülen bu hızlı düşüş, taşıt kredileri hariç diğer alt kalemlerdeki yavaşlamadan kaynaklanmaktadır. Kredi Eğilim Anketi'nde ve Tüketici Güven Endeksi'ndeki gelişmeler dikkate alındığında kredilerde hem arz hem de talep yönlü bir yavaşlama beklenebileceğine dair sinyaller görülmektedir. Tarihsel gelişmelerle uyumlu olarak ortalama vadesi 5 yıl olan ve faize duyarlılığı diğer kredi türlerine göre daha fazla olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı diğer alt kalemlere halen daha yüksek olsa da, geçmiş yıllar ortalamalarının altına düşerek çeyrek sonunda yüzde 8,6 değerini almıştır. Yılın üçüncü çeyreğini kapsayan Kredi Eğilim Anketi'ne göre konut kredileri talebinde sınırlı bir azalma gerçekleşirken, kredi standartlarında da bir miktar sıkılaşma gerçekleşmiştir. BDDK tarafından yürürlüğe konan makroihtiyati uygulamalar neticesinde negatif seviyelerde seyreden ve mevsimsel etkilerle beraber toparlanmaya başlayan taşıt kredileri büyümesi ise yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar daha toparlanmıştır (Grafik 5.2.6).

Grafik 5.2.5.

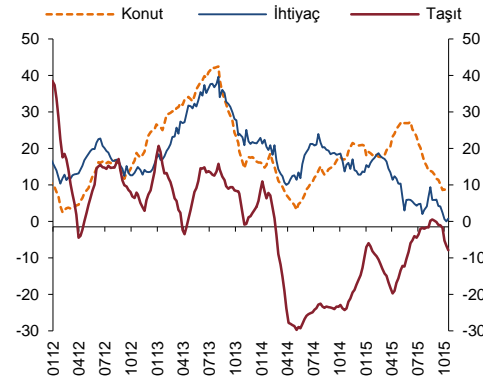
Tüketici Kredilerinin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

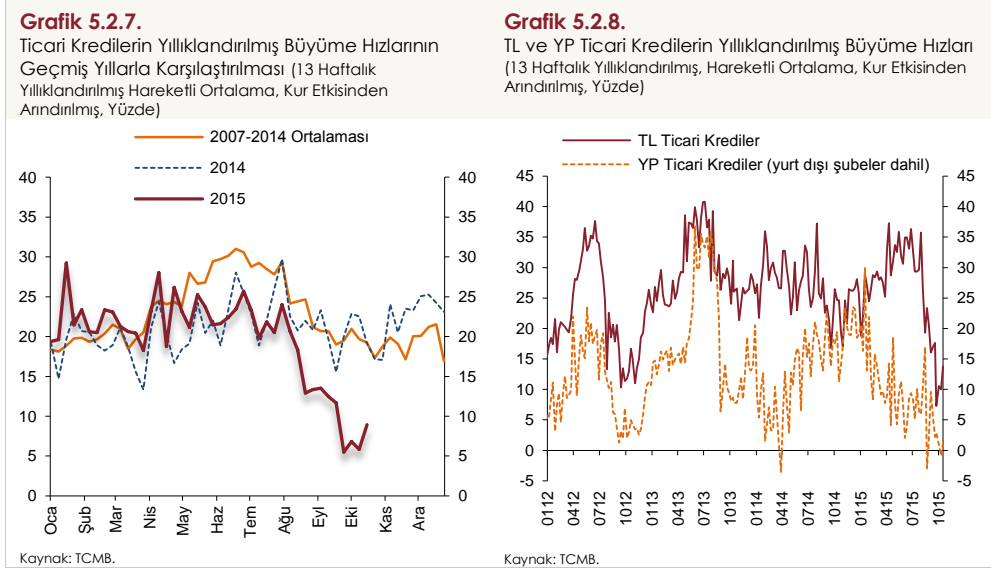
Grafik 5.2.6.

Tüketici Kredileri Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)

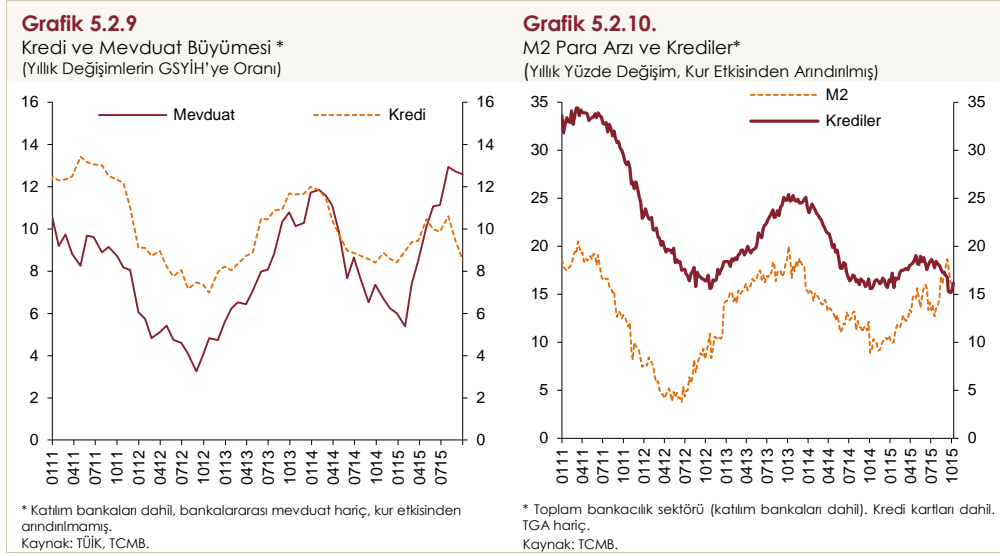


Kaynak: TCMB.

Yılın üçüncü çeyreğinde, ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmaya devam etmiş ve çeyrek sonunda yüzde 5,5 değerini almıştır (Grafik 5.2.7). Ticari kredilerdeki bu belirgin yavaşlama, büyük oranda yabancı para cinsinden ticari kredilerden kaynaklanmakla birlikte TL cinsinden kullanılan kredilerde de son çeyrekte bir yavaşlama görülmektedir (Grafik 5.2.8).



30) Yılın üçüncü çeyreğini kapsayan Kredi Eğitim Anketi sonuçlarına göre ticari kredilere ilişkin standartlarda önemli bir sıkılaşma görülmektedir. Ölçek ayarında bakıldığında işletme kredileri standartlarında gerçekleşen kuvvetli sıkılaşmanın hem KOBİ hem de büyük firmalar için geçerli olduğu göze çarpmaktadır. Öte yandan, ankete verilen cevaplar, bankaların uzun vadeli ve yabancı para cinsi kredi verme iştahındaki azalmanın daha fazla olduğunu göstermektedir. İşletmelere verilen kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında ise son üç çeyrekte kredi standartlarını daraltıcı yönde etkileyen görece olarak en önemli faktörün genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler olduğu gözlenmektedir. Finansman sağlama koşulları dikkate alındığında hem yurt içi hem de yurt dışı finansman koşullarının sıkılaşığı, ancak yurt içi sıkılaşmanın biraz daha belirgin olduğu görülmektedir. 2015 yılı son çeyreğine dair beklentilerde ise kredi standartlarında bir miktar daha sıkılaşma beklentisi ön plana çıkmaktadır. Benzer şekilde finansman koşullarında da sıkılaşmanın artması beklenmektedir. Talep tarafına bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde kredi talebinde düşüş olduğu ve büyük ölçekli firmaların kredi talebindeki düşüşün daha fazla olduğu gözlenmektedir. Bu düşüşün arkasında yatırım talebindeki azalışın olduğu, borcun yeniden yapılandırılması nedeniyle artan kredi talebinin toplam kredi talebindeki düşüşü engelleyemediği görülmüştür.



TCMB ve BDDK tarafından uygulanan politikalar neticesinde yılın ikinci çeyreğinde kredi artış hızına yaklaşan mevduat artış hızı, 2015 yılının üçüncü çeyreğinde kredi büyüme hızından fazla gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.9). M2 tanımlı para arzı ve krediler arasındaki ilişkiye bakıldığında kredilerin ve para arzının büyüme hızlarının son dönemde bir miktar farklılaşmakla birlikte uyumlu olduğu ve makul düzeylerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.2.10).

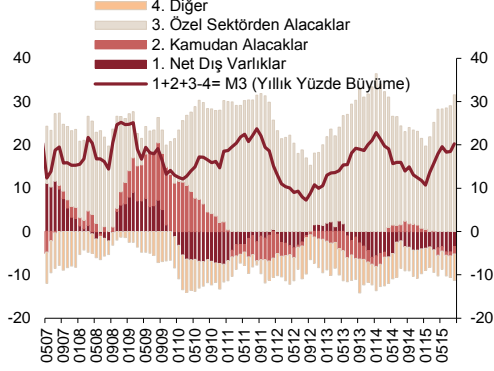
Parasal Göstergeler

Özel sektöre açılan krediler M3 tanımlı geniş para arzındaki gelişmeleri belirlemeye devam etmektedir. Ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki artış hızının son aylarda yavaşlamasıyla birlikte, M3 para arzındaki artışın da yılın üçüncü çeyreğinde daha ılımlı bir seyir içine girdiği görülmüştür. Banka kârlılıklarına paralel olarak seyreden ve görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kalemi, bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliğini korumakla birlikte, bu kalemin para arzı üzerindeki negatif katkısı istikrarlı bir şekilde sürmektedir. Diğer kalemine göre daha değişken olan Kamudan Alacaklar kalemi ise, M3 büyümesine 2015 yılının ikinci çeyreğinden itibaren verdiği azaltıcı yönde katkısına devam etmektedir (Grafik 5.2.11).

Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin yıllık büyüme hızında 2014 yılının dördüncü çeyreğinden sonra gözlenen artış eğilimi dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.12). Bu gelişmenin, yurtiçi talepteki ılımlı artışla birlikte son aylarda gözlenen fiyat artışlarının emisyon talebi üzerindeki etkisinden kaynaklanabileceği düşünülmektedir.

Grafik 5.2.11.

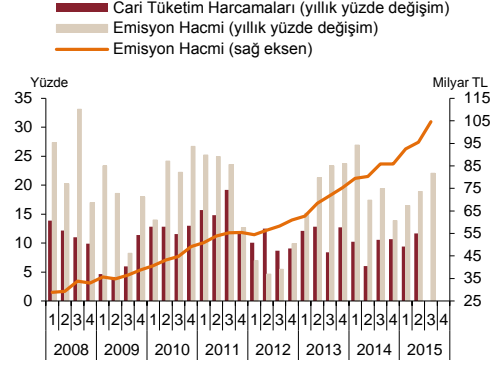
M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri
(M3'ün Yıllık Büyümesine Katkıları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.12.

Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

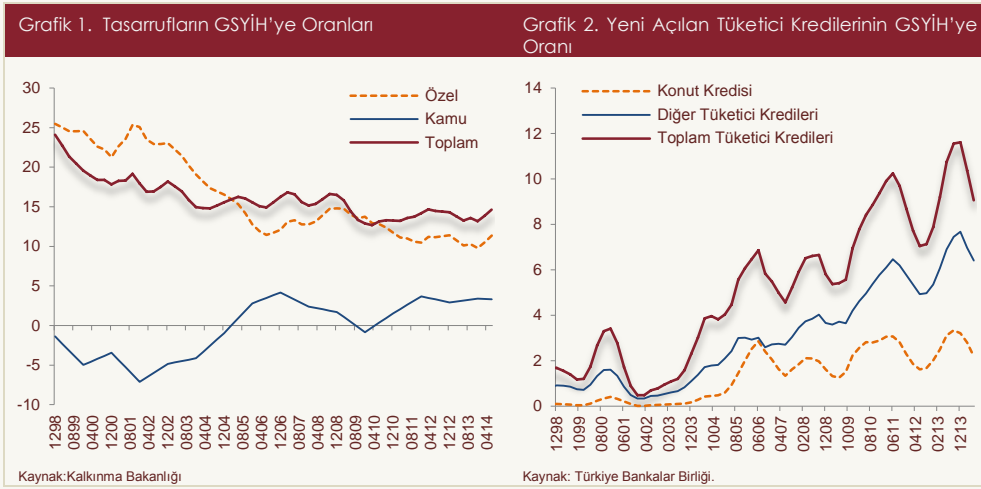


*Tüketim harcamaları cari fiyatlarla mobilya, ev aletleri ve ulaştırma haberleşme hariç özel tüketim ve kamu tüketimini içermektedir.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Kutu
5.1

Krediler ile Özel Kesim Tasarruf İlişkisi

Türkiye ekonomisi 2001 krizinden sonra uygulanan reform programı çerçevesinde kamu borç stokunda yaşanan önemli düşüş ve enflasyon ile reel faizdeki gerilemenin etkisiyle kriz öncesine göre daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. Ekonominin daha istikrarlı hale geldiği 2001 krizi sonrası dönemde özel kesim tasarruf oranı (tasarrufun GSYİH'ye oranı) önemli ölçüde azalırken, hane halkının krediye erişiminin kolaylaşması ile beraber tüketici kredileri belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1 ve Grafik 2).



Bu çalışmada, çeyreklik veriler kullanılarak 1998-2014 dönemi için Türkiye'de özel kesim tasarruf oranının belirleyicileri incelenmekte ve özellikle konut kredisi ve konut-hariç kredilerin özel kesim tasarrufu üzerindeki etkisine bakılmaktadır. Konut kredisinin GSYİH'ye oranı halen düşük seviyelerde olmak ile beraber, kredilerin mevcut büyüme eğilimini devam ettirmesi halinde bu oranın da artması beklenmektedir. Bu nedenle, konut kredisinin özel kesim tasarruf oranı üzerindeki etkisinin ilerleyen dönemlerde daha büyük önem kazanacağı değerlendirilmektedir.

Türkiye'deki düşük tasarruf oranı, yatırım ve büyümenin önünde önemli bir engel olmanın yanı sıra cari açığın da önemli bir nedenidir. Yurt içi tasarruf oranının düşük olması nedeniyle, yatırım ve büyüme yüksek düzeyde oynaklık gösteren ve ülkeler arası kazanç farklılıklarına hassas olan yabancı sermayeye bağımlı hale gelmektedir. Öte yandan, bugünkü yabancı sermaye girişleri ileride daha yüksek düzeyde sermaye çıkışlarına sebep olabilmektedir. Bu nedenle, yerli sermaye yetersizliği ve yabancı borçlanmaya hassasiyet ekonomik büyüme üzerinde zaman içerisinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Bu durum, sağlıklı ve sürdürülebilir büyüme açısından yurt içi tasarrufların önemine işaret etmektedir.

Konut kredileri, hane halkı tasarrufu üzerinde önemli etkilere sahiptir. Hane halkı, konut kredisi almadan önce ön peşinat miktarını biriktirirken, konut kredisi aldıktan sonra da düzenli ödemeler yaparak konut kaynaklı varlıklarını artırmaktadır. Öte yandan, hane halkının konut kredisine erişim imkânının olması, çoğu hane halkının yaşamları boyunca yapacağı en büyük satın alma kararı (konut satın alma) üzerindeki belirsizlikleri azaltmaktadır. Konut kredisi olmadığı durumlarda, konut satın almak için fiyatı ve satın alma tarihi

belli olmayan bir gelecekte konut satın almak için hane halkı birikim yapmak zorunda kalmaktadır. Ancak konut kredisine erişimin mümkün olduğu durumlarda, konut fiyatı ve aylık ödemeler önceden belirlendiği için hane halkının konut satın almak için ne kadar birikim yapması gerektiği üzerindeki belirsizlikler azalmaktadır. Bu durumun hane halkı tasarrufunun önemli ölçüde azalmasına neden olabileceği değerlendirilmektedir.

Konut ve konut-hariç krediler ile özel kesim tasarrufları üzerinde belirleyici olduğu düşünülen diğer değişkenlerin etkilerini incelemek amacıyla aşağıdaki denklem en küçük kareler yöntemiyle hesaplanmıştır:

$$\Delta PS_t = \beta_1 \Delta PS_{t-1} + \beta_2 Y_t^g + \beta_3 \Delta EMBI_t + \beta_4 INT_t + \beta_5 ToT_t + \beta_6 \Delta GS_t \\ + \beta_7 \Delta MC_t^f + \beta_8 \Delta MC_t^s + \beta_9 \Delta NMC_t + \beta_{10} \Delta BC_t + \beta_{11} \Delta MC_t^f \Delta MC_t^s + \varepsilon_t$$

Bu denklemde, PS_t özel kesim tasarruf oranını, Y_t^g kişi başı reel milli gelir büyüme oranını, $EMBI_t$ ülke risk primini, INT_t reel faiz oranını, ToT_t dış ticaret dengesini, GS_t kamu tasarruf oranını, ΔMC_t^f yeni açılan konut kredisi akım verisini, ΔMC_t^s konut kredisi stok verisini, NMC_t konut kredisi dışında kalan tüketici kredilerini ve ΔBC_t de ticari kredileri göstermektedir.¹

Tablo 1'de gösterilen tahmin sonuçlarına göre, konut kredisi ve diğer kredilerin dahil edilmediği analizde özel kesim tasarruf oranını belirleyen faktörler tasarruf oranının gecikmeli değeri ile ülke risk primi (EMBI) olarak bulunmuştur (Model 1 ve Model 4). Yeni açılan konut kredilerinin analize dahil edildiği Model 2 ve Model 5 sonuçlarına göre ise yeni konut kredilerinin GSYİH'ye oranında yüzde 1'lik bir artış özel kesim tasarruf oranında yüzde 1'den fazla bir düşüğe neden olmaktadır. Bu sonuçlar, konut kredisinin özel kesim tasarrufu üzerinde etkili olduğunu ve bu etkinin 2001 krizi sonrasında daha da güçlendiğini göstermektedir. ABD için yapılan benzer bir çalışmada da konut kredi ödemesinin özel kesim ve hane halkı kesimi tasarruf oranları üzerinde önemli ölçüde azaltıcı yönde etkiye sahip olduğu bulunmuştur (Tunç ve Yavaş, 2015b).

Bütün değişkenlerin analize dahil edildiği Model 3 ve Model 6 sonuçlarına göre, yeni konut kredilerinin özel kesim tasarruf oranı üzerindeki etkisi değişmezken, diğer kredilerin etkisi de istatistiksel olarak anlamlı çıkmaktadır. Konut dışı tüketici kredilerindeki yüzde 1'lik artış özel kesim tasarruf oranını yüzde 0,9'dan bir miktar fazla azaltırken, ticari kredilerdeki artış ise özel kesim tasarruf oranını olumlu yönde etkilemektedir. Konut kredilerinin bir kısmı konut varlığına yatırım olarak düşünülürken, diğer tüketici kredilerinin daha çok tüketim amaçlı olduğu değerlendirilmektedir. Konut kredilerinin özel kesim tasarruf oranı üzerinde diğer tüketici kredilerine göre daha büyük negatif etkiye sahip olması, bu kredilerin hane halkının en büyük yatırımı üzerindeki belirsizliği ortadan kaldırması şeklinde yorumlanmaktadır. Ticari kredilerin özel kesim tasarruf oranını pozitif yönde etkilemesi ise firmaların ticari kredilerin bir kısmını hem yatırımlardaki dalgalanmaları önlemek hem de kredi için ödenen sabit maliyetleri azaltmak için kullanmalarından kaynaklanabileceği düşünülmektedir (Eisfeldt ve Muir 2014).

Konut kredisinin GSYİH'ye oranı Türkiye için henüz görece düşük seviyelerde bulunmaktadır. Fakat bu kredinin büyüme hızındaki mevcut eğilimin devam etmesi, özel kesim tasarruf oranı üzerindeki negatif etkisi nedeniyle bu kredilerin üzerinde durulmasını gerektirmektedir. Nitekim yeni açılan konut kredisi ile konut kredi stoku etkileşimi değişkeninin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması, konut kredi stoğunun artmasıyla

¹ Analizde kredi verilerinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Model ve veri ile ilgili detaylar için Tunç ve Yavaş (2015a) çalışmasına bakılabilir.

beraber konut kredisinin özel kesim tasarruf oranı üzerinde etkisinin daha da büyülebileceğine işaret etmektedir. Ayrıca, bu sonuçlar, kredilerin tasarruf oranı üzerindeki etkilerini hafifletmek için vergilerin ve makroihtiyati tedbirlerin önemini de vurgulamaktadır. Türkiye verisiyle elde edilen bu bulguların, cari açık ve tasarruf oranı arasındaki yüksek ilişki nedeniyle, cari açık veren diğer ülkeler için de önemli olduğu düşünülmektedir.

Değişkenler	1998 - 2014			2002-2014		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Özel Kesim Gecikmeli Tasarruf Oranı	0.794*** (0.0943)	0.477*** (0.0930)	0.366*** (0.0834)	0.794*** (0.115)	0.363*** (0.0922)	0.229** (0.0916)
Kişi Başı Reel Milli Gelir Büyüme Oranı	0.0856* (0.0491)	0.0584 (0.0390)	0.0746 (0.0451)	0.0803 (0.0503)	0.0451 (0.0328)	0.0942** (0.0432)
EMBI	0.412*** (0.0837)	0.348*** (0.0670)	0.224*** (0.0629)	0.380*** (0.135)	0.273*** (0.0883)	0.265*** (0.0842)
Reel Faiz Oranı	-0.0565 (0.0517)	0.0901** (0.0412)	-0.0607 (0.0382)	-0.0566 (0.0578)	-0.103*** (0.0378)	-0.0573 (0.0388)
Dış Ticaret Haddi	0.00659 (0.0367)	0.00324 (0.0290)	-0.0372 (0.0267)	-0.0359 (0.0598)	-0.0986** (0.0394)	-0.0936** (0.0366)
Kamu Tasarruf Oranı	-0.229 (0.143)	-0.325*** (0.114)	-0.391*** (0.113)	-0.232 (0.171)	-0.447*** (0.113)	-0.622*** (0.129)
Yeni Açılan Konut Kredileri		-1.104*** (0.194)	-1.153*** (0.219)		-1.340*** (0.171)	-1.275*** (0.198)
Konut Kredileri Stoku			0.103 (0.378)			0.168 (0.333)
Konut Dışı Yeni Tüketici Kredileri			-0.955*** (0.210)			-0.938*** (0.254)
Ticari Krediler			0.180*** (0.0538)			0.129** (0.0588)
Yeni Konut Kredileri*Konut Kredileri Stoku			-0.422 (0.256)			-0.447* (0.222)
Gözlem Sayısı	58	58	58	49	49	49
R-squared	0.858	0.913	0.943	0.861	0.943	0.960

Standart hatalar parantez içinde sunulmuştur. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Kaynakça

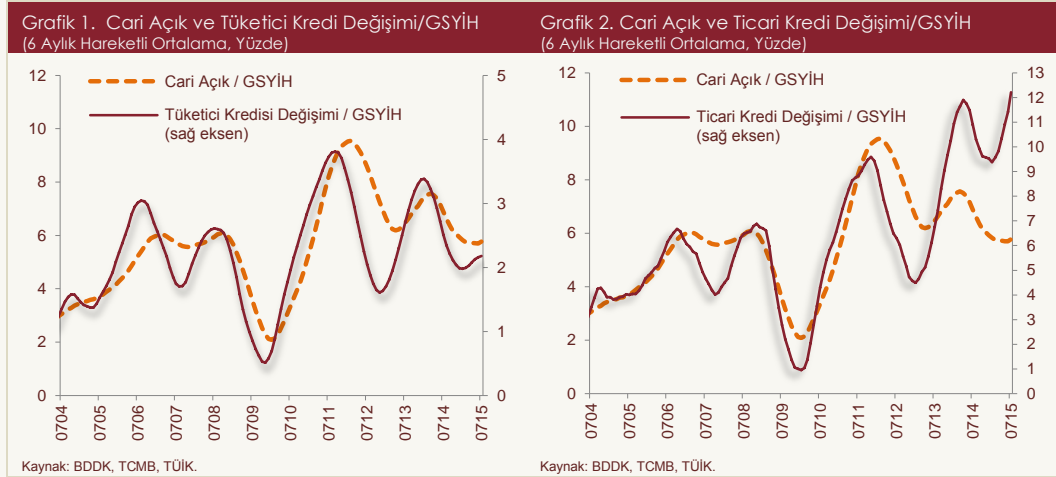
Eisfeldt, A ve T. Muir (2014) "Aggregate Issuance and Saving Waves", NBER WP 20442.

Tunç, C. ve A. Yavaş (2015a), "Not All Credit is Created Equal: Mortgage vs Non-mortgage Debt and Private Saving Rate in Turkey" TCMB Çalışma Tebliği, 15-24.

Tunç, C. Ve A. Yavaş (2015b) "Collateral Damage: How Mortgage Loans Decrease U.S. Savings", devam eden çalışma.

Kutu
5.2Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi: Türkiye'ye ve Diğer Ülkelere Dair
Bulgular

Krediler finansal istikrar açısından yakından takip edilmesi gereken en önemli değişkenlerden birisidir. Ayrıca, kredilerin iktisadi faaliyet ile ilişkili olması bekleneceği için hem enflasyon etkileri hem de talep yönetimi çerçevesinde kredi gelişmeleri para politikası açısından önem arz etmektedir. Kredilerin genel makroekonomik durum ile önemli bir ilişkisi de cari denge üzerindeki etkileridir. Örneğin, Ekinci, Erdem ve Kılınç (2015) çalışması özellikle gelişmekte olan ülkelerde kredi büyümesi ve cari denge arasında güçlü bir ilişki olduğunu ve kredi büyümesindeki bir hızlanmanın cari dengeyi bozucu etki yaptığını bulmaktadır. Kredilerin cari denge üzerindeki genel etkileri yanında, tüketici ve ticari krediler şeklinde bu ilişkinin nasıl farklılaştığı politika sonuçları da olabilecek önemli bir sorudur. Türkiye'de milli gelire oranla ticari kredi ve tüketici kredisi değişimlerinin cari açıkla olan ilişkisine bakıldığında, her iki kredi alt kaleminin de cari açıkla benzer hareket ettiği fakat yakın dönemde tüketici kredileri için bu ilişkinin daha güçlü olduğu görülmektedir. (Grafik 1 ve Grafik 2).



Kredilerin alt kalemleri ile cari denge arasındaki ilişkilerin farklılaşmasının bazı olası sebepleri bulunmaktadır. Tüketici kredilerindeki bir artışın tüketim talebini artırabilmesi ve artışın bir kısmının ithal mallara yönelebilmesi sebebi ile cari açığı bozucu bir etkiye sahip olması muhtemeldir. Ayrıca ekonominin arz kapasitesi sabit iken, tüketici kredileri ile finanse edilen bir tüketim talebi artışı ekonomide genel fiyat artışına neden olabilecek ve yerel paranın reel olarak değerlenmesine yol açabilecektir. Böylece reel kur değerlenmesi de ek bir kanal olarak cari açığı artırıcı yönde çalışabilecektir. Ticari kredilerin cari açık üzerindeki etkilerinin ise tüketici kredilerin etkilerine göre farklı olması beklenebilir. Örneğin, firmaların ithal girdilerini temin etmeye yönelik ticari kredi artışı cari açığı artırıcı etki yapabilirken, aynı zamanda gözlenen üretim artışı, üretim yapısında ithal girdi lehine genel bir bozulma yaşanmadığı müddetçe, cari açık bozulmasını sınırlandırabilecektir. Ayrıca yatırım amaçlı ticari kredi kullanımı da finansman ihtiyacının bir kısmının yurt dışından sağlanması ve/veya yatırımda ithal girdi kullanımı sebepleri ile ilk aşamada cari açık artışına yol açabilecek fakat yatırım sonucunda artan üretim kapasitesi arzı destekleyerek cari açık bozulmasını sınırlayacaktır. İthal girdi ve yatırım sonucunda artan üretim kapasitesi ayrıca firmaların ihracat faaliyetlerini de destekleyebileceği için cari açık üzerinde düşürücü etki yapabilecektir. Firmaların ihracata yönelik kredi kısıtının bağlayıcı olması durumunda ise ticari kredilerdeki artış doğrudan ihracat artışı yoluyla cari açıktaki bir düşüşe yol açabilecektir.

Türkiye'ye Dair Bulgular

Türkiye için 2003ç2-2015ç2 dönemini kapsayan ve çeyreklik veri kullanan basit regresyon analizi sonuçları Tablo 1'de özetlenmektedir.² Sonuçlar göre, milli gelir büyümesi cari denge açısından önemli bir açıklayıcı değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, enerji ve altın hariç cari açık için reel kur da cari açık etkili bulunmaktadır. 2 ve 6 numaralı kolonlarda denkleme milli gelire oranla toplam kredi değişimi eklendiğinde, bu değişkenin istatistiksel olarak anlamlı ve cari dengeyi bozucu bir etkisi olduğu görülmektedir. Denklemlere daha sonra tüketici ve ticari kredi değişimleri beraber eklenmiş (3 ve 7 numaralı kolonlar), ayrıca bu iki kredi kalemindeki yakın ilişkinin oluşturabileceği teknik problemi azaltmak için tüketici kredisi değişimi yanında denklemlere ticari kredi payı eklenmiştir (4 ve 8 numaralı kolonlar). Bu sonuçlara bakıldığında, genel olarak, krediler ile cari denge arasındaki ilişkinin tüketici kredilerinden kaynaklandığı görülmektedir. Tüketici kredilerindeki bir artış istatistiki olarak anlamlı bir şekilde cari açığı bozucu etki yaparken, ticari kredi artışının cari denge üzerinde her hangi bir etkisi gözlenmemektedir.

	Bağımlı Değişken: Cari Açık/GSYİH				Bağımlı Değişken: Enerji ve Altın Hariç Cari Açık/GSYİH			
	1	2	3	4	5	6	7	8
Cari Açığın 1 Dönem Gecikmeli Değeri	0,810*** (0,072)	0,661*** (0,081)	0,625*** (0,085)	0,591*** (0,101)	0,729*** (0,142)	0,609*** (0,169)	0,613*** (0,152)	0,627*** (0,162)
GSYİH Büyümesi	-0,259*** (0,091)	-0,263*** (0,074)	-0,212*** (0,073)	-0,194*** (0,071)	-0,136*** (0,040)	-0,157*** (0,037)	-0,163*** (0,047)	-0,119*** (0,034)
Reel Efektif Döviz Kurunun 1 Dönem Gecikmeli Değeri	-0,023 (0,022)	-0,027 (0,022)	-0,009 (0,028)	0,005 (0,026)	-0,030* (0,015)	-0,036** (0,016)	-0,038* (0,022)	-0,026 (0,016)
Toplam Kredi Değişimi/GSYİH oranının 1 Dönem Gecikmeli Değeri		-0,107*** (0,038)				-0,055** (0,025)		
Ticari Kredi Değişimi/GSYİH oranının 1 Dönem Gecikmeli Değeri			-0,040 (0,067)				-0,067 (0,051)	
Tüketici Kredi Değişimi/GSYİH oranının 1 Dönem Gecikmeli Değeri			-0,423* (0,231)	-0,543*** (0,168)			-0,024 (0,161)	-0,226** (0,094)
Ticari Kredi Payı (Yüzde) 'nın 1 Dönem Gecikmeli Değeri				0,034 (0,054)				-0,016 (0,026)
Sabit	1,713 (2,497)	2,331 (2,431)	0,208 (3,093)	-3,902 (5,851)	3,298* (1,638)	4,452** (1,849)	4,708* (2,481)	4,415* (2,585)
Gözlem	48	48	48	48	48	48	48	48
R-kare	0,71	0,75	0,76	0,76	0,68	0,71	0,71	0,70

*,**,*** işaretleri sırasıyla yüzde 10, 5 ve 1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

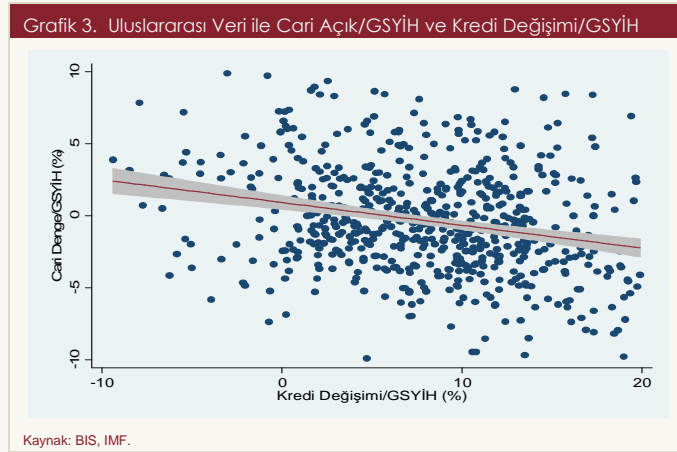
Tüketici kredilerinin ve ticari kredilerin cari açık üzerindeki etkisinin birbirinden farklı olması cari dengeye yönelik tedbirler açısından da bilgi değeri taşımaktadır. Elde edilen bulgular, toplam kredi artışının tüketici kredilerinin sınırlandırılması suretiyle kontrol edilmesinin cari dengeyi olumlu etkileyeceğini göstermektedir. Bu anlamda, TCMB tarafından uygulanan likidite politikalarının ve özellikle BDDK tarafından tüketici kredilerine yönelik alınan makroihtiyati önlemlerin etkisi ile tüketici kredilerinin yavaşlamasının ve ticari kredilerin görece olarak güçlü seyrini sürdürmesinin, cari denge üzerinde düzeltici etkilere sahip olduğu düşünülmektedir.

² Analizlerin ayrıntısı için 2014 Temmuz Enflasyon Raporu 5.2. numaralı kutuya ve Alioğulları ve diğerleri (2015a) çalışmasına bakılabilir.

Uluslararası Bulgular

Kredi kompozisyonunun cari açıkla olan ilişkisine bakıldığında iktisat yazınında oldukça sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Coricelli vd. (2006) çalışması 1999-2004 dönemi için Türkiye'nin de dahil olduğu yedi Avrupa ülkesinde çeyreklik ve aylık frekansta kişisel kredilerin makroekonomik etkilerini incelemektedir. Bu çalışmada dış ticaret dengesi etkilerine bakıldığında Türkiye'de kişisel kredilerin dış dengeyi istatistiki olarak anlamlı bir şekilde bozduğu, ticari kredilerin ise dış dengeyi düzelttiği bulunmaktadır. Büyükkarabacak ve Krause (2009) Türkiye'nin de dahil olduğu 18 gelişmekte olan ülkede 1987-2005 dönemi için kredi kompozisyonu ve ticari denge ilişkisini incelemiştir. Bu çalışma tüketici kredilerinin ticari dengeyi olumsuz etkilerken ticari kredilerin ise olumlu etkilediğini bulmaktadır. Çalışmada kredi değişkenleri stok verilerin milli gelire oranı şeklinde hesaplanmıştır. Bu şekilde kullanımın bir miktar sorunlu olabileceği düşünülmektedir. Dış ticaret dengesi bir akım değişkeni iken kredinin kendisi bir stok değişkeni olmaktadır. Akım ve stok değişkenlerini karşılaştırmak yerine, kredi stokundaki değişimin milli gelire oranı hesaplanarak yeni bir akım benzeri veri oluşturulması ve ilişkinin bu şekilde incelenmesi daha uygun olabilecektir. Bu kısımda Büyükkarabacak ve Krause (2009) çalışması yakından takip etmekle birlikte kredilerin stok veri yerine değişim şeklinde kullanması tercih edilmiştir. Mian vd. (2015) tarafından yakın dönemde gerçekleştirilen çalışmada büyük çoğunluğu 1990-2012 dönemini kapsayan geniş bir ülke grubu analizinde tüketici kredilerinin makroekonomik etkileri incelenmiştir. Bu çalışmada kredi değişkenleri olarak kredi stokunun milli gelire oranının değişimi kullanılmış ve tüketici kredilerindeki artışın büyümeyi zayıflattığı, işsizliği artırdığı ve dış ticaret dengesini bozduğu bulunmuştur.

Uluslararası veri ile kredi kompozisyonunun cari açıkla olan ilişkisine ayrıntılı bir şekilde bakmak için BIS tarafından sağlanan ve çoğunlukla 1990-2013 ydönemini kapsayan yıllık tüketici ve ticari kredileri veri seti kullanılmıştır.³ Aşağıda grafikte veri setindeki ülkeler için kredi değişimi ve cari açık arasında ilişki gösterilmektedir.



Tablo 2'de analiz sonuçları sunulmaktadır. Bu sonuçlara göre tüketici kredilerinin cari denge üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve iktisadi olarak güçlü bir bozucu etkisi gözlenmektedir. Ticari krediler ise bazı denklemlerde etkisiz bulunmakta, bazı denklemlerde ise cari dengeyi iyileştirici etkisi ortaya çıkmaktadır. Bu bulgular, yazındaki diğer çalışma sonuçları ve bir önceki bölümdeki Türkiye bulguları ile de tutarlıdır.

³ Analizlerin ayrıntısı için Alioğulları ve diğerleri (2015b) çalışmasına bakılabilir. Veride kullanılan ülkeler: Avusturya, Avustralya, Belçika, Kanada, Almanya, Danimarka, İspanya, Finlandiya, Fransa, İngiltere, ABD, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç, İsveç, Çin, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Endonezya, Hindistan, Kore, Meksika, Polonya, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye.

Tablo 2: Uluslararası Veri ile Cari Denge ve Tüketici Kredisi İlişkisi

Bağımlı Değişken: Cari Denge/GSYİH. Yöntem: Dinamik GMM

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Cari Denge/GSYİH (-1)	0,47*** (0,050)	0,44*** (0,075)	0,43*** (0,075)	0,43*** (0,076)	0,32*** (0,078)
Reel GSYİH Büyümesi	-0,043 (0,037)	-0,088** (0,042)	-0,087** (0,043)	-0,032 (0,047)	0,030 (0,057)
Reel Efektif Kur	-0,036** (0,015)	-0,039*** (0,015)	-0,038** (0,015)	-0,025 (0,016)	-0,030* (0,016)
(Tüketici Kredisi Değişimi /GSYİH)	-0,256*** (0,052)	-0,238*** (0,066)	-0,245*** (0,068)	-0,248*** (0,076)	-0,164*** (0,079)
(Ticari Kredi Değişimi /GSYİH)	0,015 (0,011)	0,031*** (0,012)	0,033*** (0,012)	0,033*** (0,011)	0,008 (0,032)
Dış Ticaret Hadleri		0,067*** (0,024)	0,062** (0,025)	0,068*** (0,026)	0,045* (0,025)
Dış Ticaret Hadleri Oynaklığı			0,130* (0,076)	0,131* (0,078)	0,071 (0,078)
Brüt Hükümet Borcu/GSYİH Oranı Değişimi				0,021 (0,015)	0,011 (0,015)
Reel Faiz Oranları					0,099 (0,065)
Gözlem Sayısı	613	339	319	306	206

*, **, *** işaretleri sırasıyla yüzde 10, 5 ve 1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Sonuç olarak, tüketici kredileri ve cari denge arasında hem Türkiye verisinde hem de uluslararası veride önemli bir ilişki gözlenmektedir. Bu sonuçlara göre, tüketici kredi stokundaki değişimin milli gelire oranında bir artış yaşanması cari açığı artırıcı yönde etki yapmaktadır. Bu sonuçlar, TCMB'nin 2010 yılının sonundan itibaren geliştirdiği finansal istikrarı gözetici yeni para politikası çerçevesi ile BDDK gibi kurumların makroihtiyati tedbirlerinin kredilerdeki büyümenin makul seviyelere çekilmesi ve tüketici-ticari kredi kompozisyonunun cari açığı dengelenmeyi destekleyici şekilde yönlendirilmesindeki önemini ortaya koymaktadır.

Kaynakça

- Alioğulları, Z. H., Başkaya, Y. S., Bulut, Y. E., Kılınc, M., (2015a). Türkiye'de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi. TCMB Ekonomi Notları, No: 15/19.
- Alioğulları, Z. H., Başkaya, Y. S., Bulut, Y. E., Kılınc, M., (2015b). Credit Composition and Current Account Balance: International Evidence. Devam eden çalışma.
- Büyükkarabacak, B., Krause, S., (2009). Studying the effects of household and firm credit on the trade balance: The composition of funds matters. *Economic Inquiry*, 47: 653–666.
- Coricelli, F., Mucci, F., Revoltella, D., (2006). Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth?. CEPR Discussion Papers 5520.
- Ekinci, M. F., Erdem, F. P., Kılınc, Z., (2015). Credit Growth, Current Account and Financial Depth. *Applied Economics*, 47(17), pp. 1809–1821.
- Mian, A. R., Sufi, A., Verner, E. (2015). Household Debt and Business Cycles Worldwide. NBER Working Paper No. 21581.

6. Kamu Maliyesi

2015 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla, merkezi yönetim faiz dışı fazlası önceki yılın aynı dönemine göre artmış, buna karşın faiz giderlerindeki görece yüksek artışın etkisiyle merkezi yönetim bütçe açığı da bir miktar yükselmiştir. Faiz dışı harcamalar son yıllarda içine girdiği yüksek artış eğilimini korurken, vergi gelirleri performansı beklentilerin ve hedefin üzerinde seyretmektedir. Özellikle, ÖTV ve KDV gibi dolaylı vergi geliri artış hızlarının yüksek seviyede olduğu gözlenmektedir.

2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) kamuoyuna açıklanmıştır. OVP'de maliye politikasının ekonomik istikrarın desteklenmesine, büyüme potansiyelinin yukarı çekilmesine, yurtdışı tasarrufların artırılarak cari açığın kontrol altında tutulmasına ve fiyat istikrarına yardımcı olacak şekilde uygulanacağı belirtilmektedir. Maliye politikasının söz konusu hedeflere destek sağlaması için kamu harcamalarındaki artış hızının ve kamu kesimi borçlanma gereğinin kontrol altında tutularak bütçeye esneklik kazandırılacağı ve kamu tasarruf-yatırım açığının tedrici olarak azaltılacağı ifade edilmektedir. Ayrıca, kamu harcamalarında büyümeyi destekleyecek altyapı yatırımlarına, eğitime ve Ar-Ge desteklerine öncelik verileceğine işaret edilmektedir. Diğer yandan, kamu gelirlerinin kalitesinin artırılacağı ve bu çerçevede süreklilik arz etmeyen gelirlerin orta ve uzun vadede kamu harcama seviyesini kalıcı olarak yükseltecek politikaların finansmanında kullanılmayacağına altı çizilmektedir. Bu çerçevede, OVP dönemi boyunca sıkı maliye politikası uygulamaları neticesinde mali disiplinin devam ettirileceği ve borç stokunun GSYİH'ye oranının da kademeli olarak düşmeye devam edeceği öngörülmektedir (Tablo 6.1). Öngörülen mali uyumun faiz dışı harcamalardaki artış hızını kontrol altında tutmak suretiyle sağlanacağı ve bu gelişmeye paralel olarak da zaman içinde vergi gelirlerinin GSYİH'ye oranının bir miktar azalacağı gözlenmektedir.

2015 yılında merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının bir önceki yıl seviyesinde kalacağı ve yüzde 1,3 oranında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Tablo 6.1). OVP'de öngörülen gerçekleşme tahminlerine baktığımızda, 2015 yılında kamu harcamalarında hedefin önemli ölçüde yukarısında kaldığı görülmektedir. Buna rağmen, vergi gelirlerindeki yüksek performans sayesinde bütçe açığındaki sapmanın sınırlı kalacağı beklenmektedir.

Tablo 6.1.
Merkezi Yönetim ve Genel Devlet Bütçe Dengesi
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

	2014	2015*	2016**	2017**	2018**
Harcamalar	25,6	26,1	25,3	24,7	23,9
Faiz Dışı Harcamalar	22,8	23,3	22,7	22,2	21,5
Faiz Giderleri	2,9	2,8	2,6	2,5	2,4
Gelirler	24,3	24,8	24,5	24,0	23,5
Vergi Gelirleri	20,1	21,1	20,7	20,6	20,5
Diğer Gelirler	4,2	3,8	3,8	3,4	3,0
Bütçe Dengesi	-1,3	-1,3	-0,7	-0,6	-0,4
Faiz Dışı Denge	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0
Genel Devlet Dengesi	-0,6	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Genel Devlet Faiz Dışı Dengesi	2,3	2,9	2,5	2,4	2,5
AB Tanımlı Nominal Borç Stoku	33,5	34,0	32,8	31,3	30,0

* Gerçekleşme Tahmini.

** Program.

Kaynak: Orta Vadeli Program (2016-2018).

6.1. Bütçe Gelişmeleri

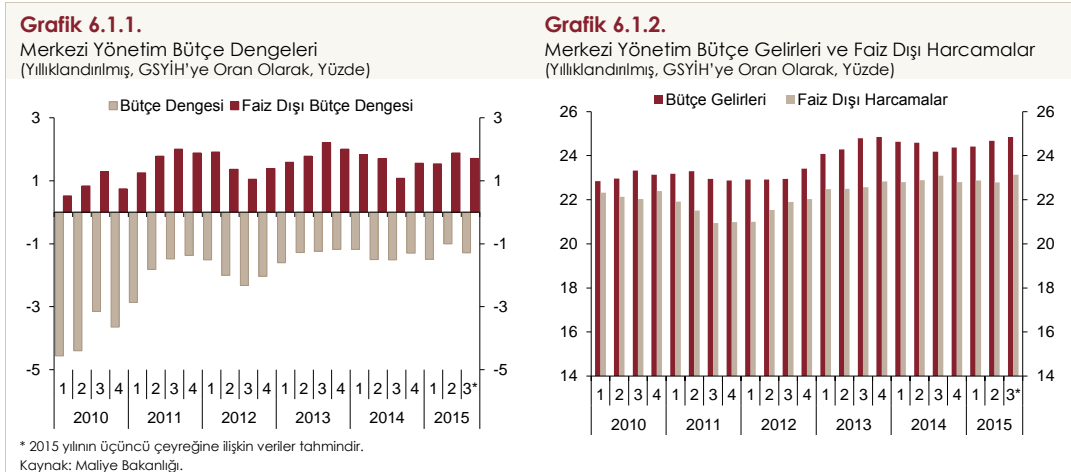
Merkezi yönetim bütçe dengesi 2015 yılı Ocak-Eylül döneminde 13,5 milyar Türk lirası açık vermiş, faiz dışı bütçe fazlası ise 31,3 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.1). 2015 yılının ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine kıyasla merkezi yönetim faiz dışı fazlasında artış gözlenmesine karşın, faiz giderlerindeki görece olarak yüksek artışın etkisiyle merkezi yönetim bütçe açığı sınırlı miktarda yükselmiştir.

Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	2014 Ocak-Eylül	2015 Ocak-Eylül	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	325,4	367,7	13,0	77,7
Faiz Giderleri	38,3	44,8	17,0	82,9
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	287,2	322,9	12,4	77,1
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	313,5	354,2	13,0	78,4
I. Vergi Gelirleri	258,7	298,3	15,3	76,6
II. Vergi Dışı Gelirler	42,8	42,2	-1,6	81,9
Bütçe Dengesi	-11,9	-13,5	-	-
Faiz Dışı Denge	26,3	31,3	18,8	94,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2014 yılında bir miktar yükselen merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2015 yılının üçüncü çeyreğinde 2014 yılı sonundaki seviyesini koruyarak yüzde 1,3 oranında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.1). Faiz dışı bütçe fazlasının GSYİH'ye oranı ise, 2012 yılının üçüncü çeyreğinde gördüğü yüzde 1,1 oranındaki düşük seviyeden sonra artmaya başlamış ve 2013 yılını yüzde 2 seviyesinde kapatmıştır. 2014 yılında yüzde 1,6 seviyesine gerilemiş bulunan söz konusu oranın 2015 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla yüzde 1,7 seviyesine yükselmesi beklenmektedir.



2012 yılından itibaren belirgin bir artış eğilimine giren ve 2013 yılı sonunda yüzde 22,8 olarak gerçekleşen merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranı, 2014 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla 2008 yılından bu yana en yüksek seviyesi olan yüzde 23,1 oranına ulaşmıştır. 2014 yılının son çeyreğinde bir miktar düşerek yüzde 22,8 oranına gerileyen söz konusu oranın 2015 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla artarak yüzde 23,1 seviyesine tekrar çıkması beklenmektedir (Grafik 6.1.2). Diğer yandan, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranı, 2012 yılı Eylül ayında ve 2013 yılı Ocak ayında gerçekleştirilen vergi düzenlemelerinin ve iktisadi faaliyetlerdeki görece hızlanmanın etkisiyle, 2013 yıl sonu

itibarıyla yüzde 24,8 oranına çıkmıştır. 2014 yılında, özellikle iç talebe dayalı vergi gelirlerindeki yavaşlamanın etkisiyle yüzde 24,3 seviyesine gerileyen söz konusu oranın, 2015 yılı üçüncü çeyreğinde artarak yüzde 24,8 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderlerinin 2012 yılının ikinci yarısından itibaren içine girdiği artış eğiliminin 2015 yılının ilk dokuz ayında da sürdüğü gözlenmektedir. Bu çerçevede, merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderleri 2015 yılının Ocak-Eylül döneminde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 12,4 oranında artmıştır (Tablo 6.1.2).

Tablo 6.1.2.

Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları (Milyar TL)

	2014 Ocak-Eylül	2015 Ocak-Eylül	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	287,2	322,9	12,4	77,1
1. Personel Giderleri	84,4	95,0	12,6	79,8
2. SGK Devlet Primi Giderleri	14,1	15,5	9,9	76,3
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	24,6	28,4	15,3	69,0
4. Cari Transferler	125,0	138,8	11,1	78,7
a) Görev Zararları	2,0	3,0	50,2	67,4
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.C.	62,3	63,3	1,6	78,5
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	7,8	8,4	8,4	84,4
d) Gelirden Ayrılan Paylar	35,1	41,6	18,6	76,5
5. Sermaye Giderleri	27,0	29,9	10,8	73,1
6. Sermaye Transferleri	4,3	5,6	30,1	81,7
7. Borç Verme	7,8	9,7	23,6	91,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2015 yılının Ocak-Eylül döneminde faiz hariç bütçe giderleri içindeki ana kalemlerden mal ve hizmet alım giderleri ile personel giderleri sırasıyla yüzde 15,3 ve yüzde 12,6 oranında artarken, cari transferlerdeki artış oranı yüzde 11,1 düzeyinde kalmıştır. Cari transferlerdeki artışın görece olarak düşük kalmasında sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki yüzde 1,6 oranındaki sınırlı yükseliş belirleyici olmuştur. Merkezi yönetim gelirlerinden diğer kamu kurum ve kuruluşlarına ayrılan paylarda ise yüzde 18,6 seviyesinde yüksek oranlı artış kaydedilmiştir. Söz konusu artışta 2015 yılının ilk dokuz ayındaki yüksek merkezi yönetim vergi geliri performansı kadar, yerel idarelerin borçlarına mahsup edilmek üzere kesinti yapılması uygulamasının kaldırılması da etkili olmuştur. Sermaye giderlerindeki artışta yol yapım giderlerindeki yükseliş belirleyici iken, sermaye transferlerindeki yüksek artışta il özel idarelerine yapılan sermaye transferi önemli rol oynamıştır. Borç verme kalemindeki yüzde 23,6 oranındaki artışın gerisinde ise KİT'lere verilen borçlardaki yükseliş yatmaktadır.

2015 yılının ilk dokuz ayında merkezi yönetim genel bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 12,9 oranında yükselmiştir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüksek bir performans göstererek yüzde 15,3 oranında artmış iken, vergi dışı gelirlerde sınırlı bir azalış kaydedilmiştir. Vergi gelirleri incelendiğinde, 2015 yılının Ocak-Eylül döneminde önceki yılın aynı dönemine göre tüketime dayalı vergiler ve gelir vergisinde yüksek oranlı artışlar olduğu gözlenmektedir. Kurumlar vergisi ise şirket ve kurum karlarındaki yavaşlamaya paralel olarak sınırlı oranda yükselmiştir. Asgari ücret artışlarının 2015 yılında yüksek olması, gelir vergisi büyük ölçüde maaş ve ücretler üzerinden kesilen stopajlardan sağlandığından tahsilatı olumlu yönde etkilemiştir. Tüketime dayalı olan vergi türlerinden ÖTV, dahilde alınan KDV ve ithalde alınan KDV sırasıyla yüzde 18,5, yüzde 17,8 ve yüzde 13,4 oranında artmıştır. ÖTV tahsilatının ayrıntıları incelendiğinde ise, motorlu taşıtlar üzerinden yapılan tahsilatın yüzde 45,2 gibi çok yüksek bir oranda arttığı göze çarpmaktadır. ÖTV tahsilatı içinde yüksek paya sahip olan,

petrol ve doğalgaz ürünleri üzerinden yapılan tahsilattaki artışın ise düşük kalarak yüzde 11,9 oranında gerçekleştiği görülmektedir.

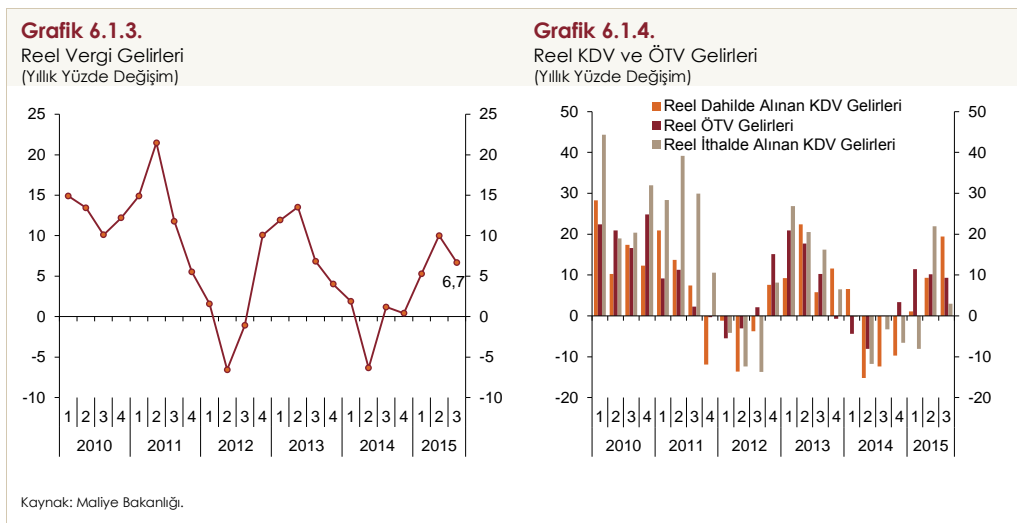
Tablo 6.1.3.Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri
(Milyar TL)

	2014 Ocak-Eylül	2015 Ocak-Eylül	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	301,5	340,4	12,9	77,2
I-Vergi Gelirleri	258,7	298,3	15,3	76,6
Gelir Vergisi	53,2	61,9	16,5	75,2
Kurumlar Vergisi	24,1	24,5	1,5	67,8
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	29,3	34,5	17,8	78,0
Özel Tüketim Vergisi	65,4	77,4	18,5	82,4
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	47,1	53,4	13,4	71,1
II-Vergi Dışı Gelirler	42,8	42,2	-1,6	81,9
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	11,4	13,2	15,2	138,8
Faizler, Paylar ve Cezalar	22,1	19,7	-10,6	68,4
Sermaye Gelirleri	6,8	7,2	6,2	68,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

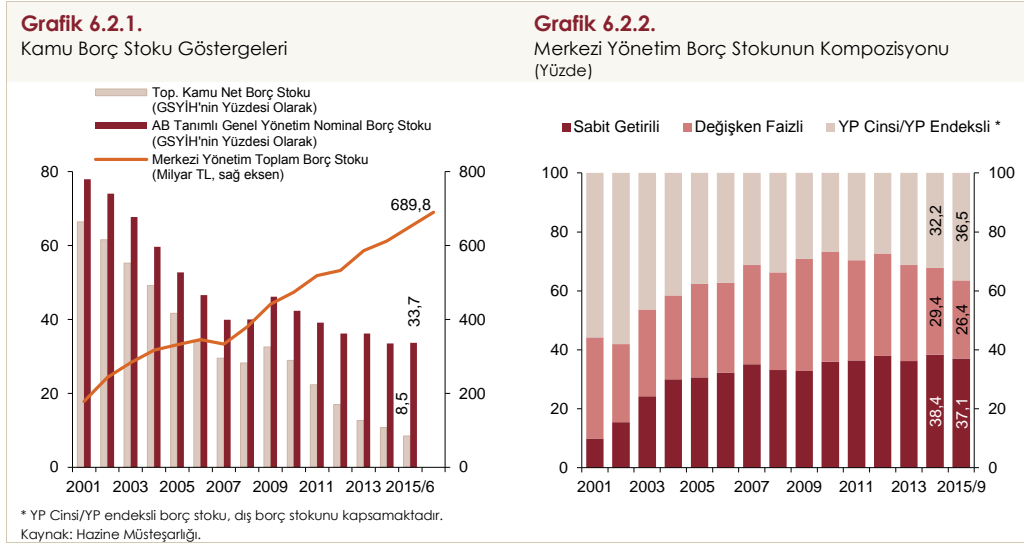
Vergi dışı gelirlerin performansının bir önceki yıl seviyesinde kalmasında, 6360 sayılı Kanun ile feshedilen il özel idarelerinden 2014 yılı Mart ayında bütçeye intikal eden ve süreklilik arz etmeyen 3 milyar TL tutarındaki tahsilatın yarattığı baz etkisi önemli rol oynamıştır. Diğer yandan, 2014 yılı Ocak-Eylül döneminde özelleştirme geliri olarak bütçeye aktarılan tutar 5,3 milyar Türk lirası iken, 2015 yılının aynı döneminde özelleştirme tahsilatı 6,1 milyar Türk lirası olmuştur.

2012 yılının Eylül ayında bazı vergi oranlarında gerçekleştirilen artışlar ve baz etkisiyle birlikte pozitif değerler almaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık değişim oranı, 2013 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlamış ve 2014 yılının son çeyreği itibarıyla vergi gelirleri reel olarak bir önceki yıl seviyesinde gerçekleşmiştir. 2015 yılının üçüncü çeyreğinde ise reel vergi gelirlerinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 6,7 oranında bir artış gerçekleşmiştir (Grafik 6.1.3). Söz konusu artışın alt kalemleri incelendiğinde, tüketime dayalı vergilerden dahilde alınan KDV, ÖTV ve ithalde alınan KDV tahsilatlarının reel olarak sırasıyla yüzde 19,5, yüzde 9,3 ve yüzde 3 oranında yükseldiği görülmektedir (Grafik 6.1.4).

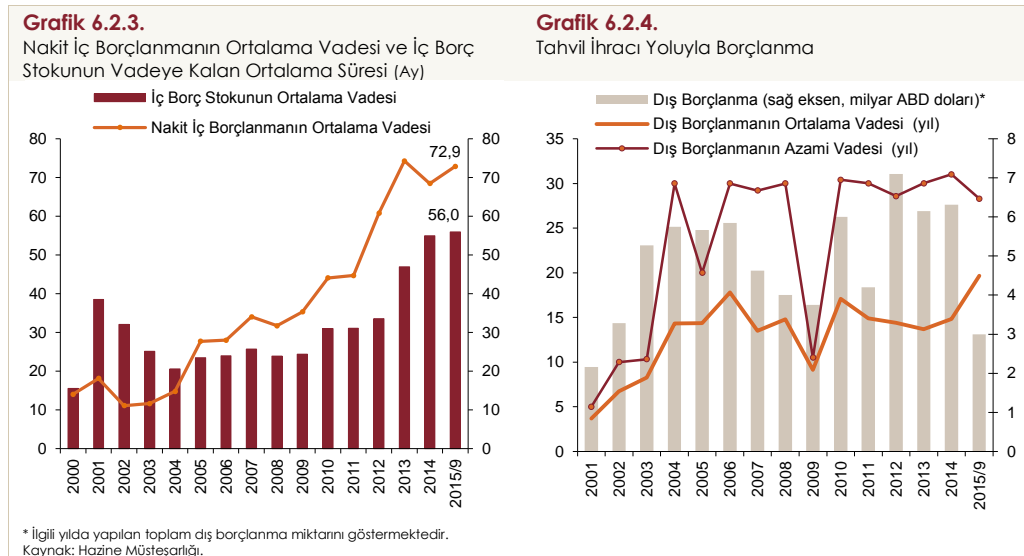


6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

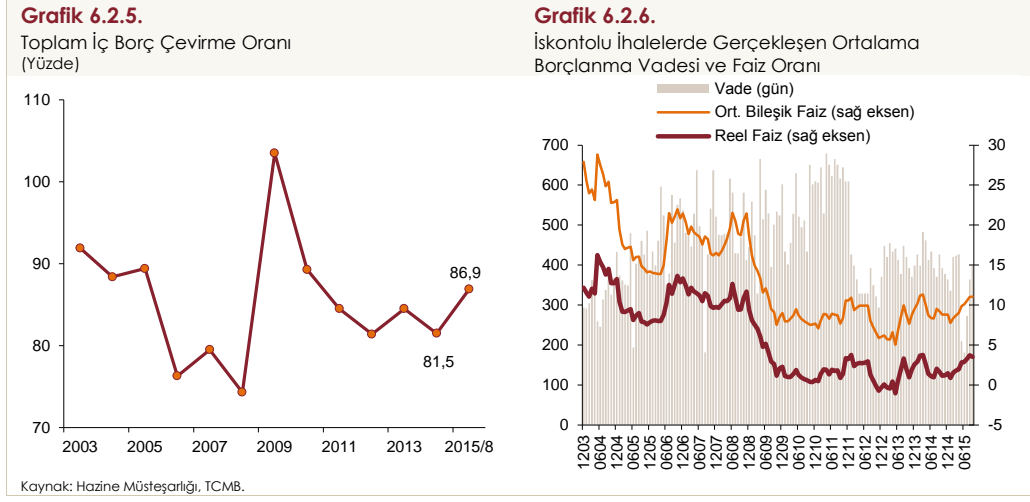
Merkezi yönetim borç stoku, 2015 yılı Eylül ayı itibarıyla 689,8 milyar Türk lirası seviyesindedir (Grafik 6.2.1). Yılın ilk yarısında, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı, 2014 yıl sonuna göre 2,2 puan azalırken, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yaklaşık olarak aynı düzeydedir (Grafik 6.2.1).



Sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı, 2014 yılına kıyasla bir miktar azalmıştır (Grafik 6.2.2). İç borçlanmanın döviz ve faiz yapısını incelediğimizde ise, 2015 yılının ilk sekiz ayında yapılan sabit faizli borçlanmanın payının bir önceki yıla göre arttığı görülmektedir. Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde 313,9'dur. İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 56 ay düzeyindedir (Grafik 6.2.3). Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise 3 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 19,7 yıl olmuştur (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2015 yılı Ağustos ayı sonunda yüzde 86,9 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Ortalama reel faiz oranı¹ ise, 2015 yılı başından itibaren artış sergilemiştir (Grafik 6.2.6).



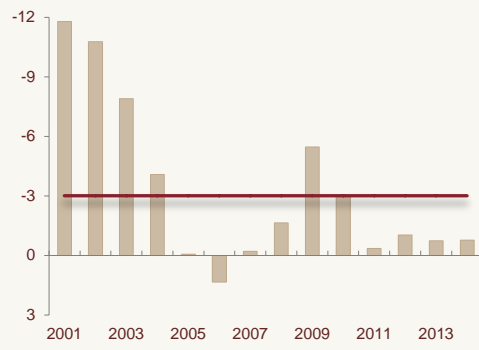
¹ Reel faizler, nominal faiz oranlarının (Hazine'nin yaptığı TL cinsi kuponuz senet ihalesinde kabul edilen ortalama yıllık bileşik faiz oranı) gelecek on iki aylık TÜFE beklentisinden (TCMB Beklenti Anketi) arındırılması suretiyle hesaplanmıştır.

Kutu
6.1

Kamu Borç Stoku ve Bütçe Açığındaki Gelişmeler: Uluslararası Karşılaştırma

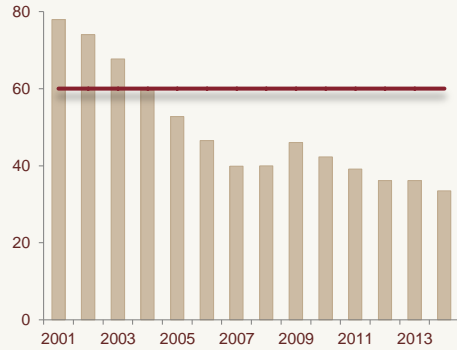
Ülkemizde, 2001 yılının Şubat ayında ortaya çıkan ekonomik krizi izleyen süreçte gerçekleştirilen yapısal reformlar ve mali disiplini sağlamaya yönelik olarak alınan önlemlerle birlikte kararlılıkla uygulanan sıkı maliye politikaları sonucunda kamu maliyesi dengelerinde belirgin bir iyileşme söz konusu olmuştur. 2001 yılında yaklaşık olarak yüzde 12 seviyesinde olan genel devlet bütçe açığının GSYİH'ye oranı, sıkı maliye politikasının güçlendirilerek sürdürülmesiyle birlikte 2005 yılında Maastricht ölçütü olan yüzde 3'ün altına gerilemiş, 2006 yılında ise bütçe fazlası verilmiştir (Grafik 1). Benzer şekilde, 2001 yılında yüzde 78 olan kamu borç stokunun GSYİH'ye oranı, 2004 yılı itibarıyla yüzde 60 olan Maastricht ölçütünün altına gerilemiş, izleyen yıllarda da düşüş eğilimini devam ettirmiştir (Grafik 2).

Grafik 1. Genel Devlet Bütçe Açığı (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Grafik 2. Kamu Borç Stoku (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

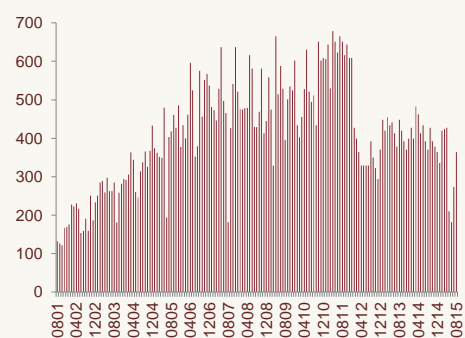
Kamu maliyesinde ortaya çıkan olumlu performans sonucunda, 2003 yılının sonlarından itibaren Hazinesin borçlanma maliyeti hızla gerilemeye başlamış (Grafik 3) ve borçlanmanın vadesi belirgin olarak uzama eğilimine girmiştir (Grafik 4). Kamu borç stokunun GSYİH'ye oranında gözlenen hızlı düşüşle birlikte, 2001 krizi sonrasındaki süreçte ekonominin en temel gündem maddelerinden birisini oluşturan kamu borcunun sürdürülebilirliği sorunu, 2005 yılı itibarıyla gündem dışı kalmıştır.

Grafik 3. Reel Faiz (2 Yıl Vadeli Hazine Tahvil)



Kaynak: BİST, TCMB.

Grafik 4. Borçlanmanın Ortalama Vadesi (Gün)

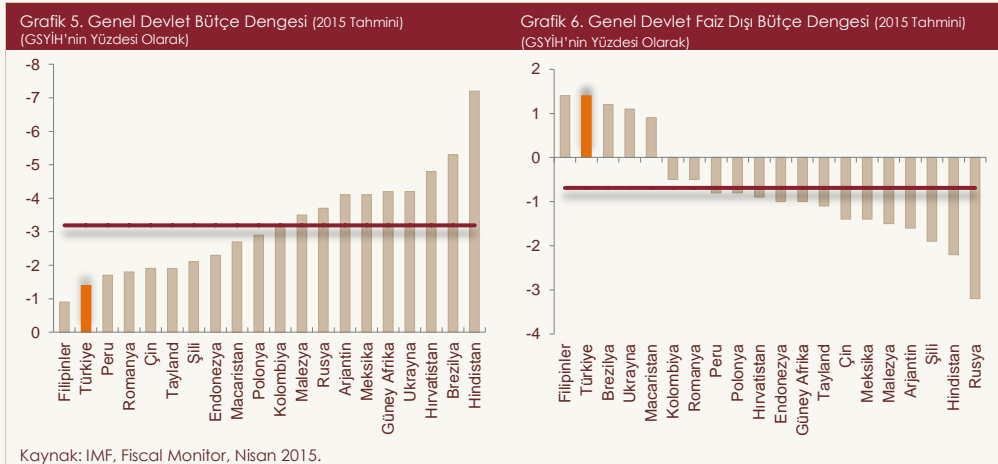


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Küresel ekonomik krizin olumsuz etkilerini gidermeye yönelik olarak 2009 yılında uygulanmaya başlanan geniş kapsamlı mali teşvik paketleri ve finansal kurtarma programları, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, kamu açıklarının ve borç stokunun küresel ölçekte hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Bunun yanı sıra, krizle birlikte iktisadi faaliyette ortaya çıkan daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinde yaşanan gerilemeler de, bütçe açıklarındaki artışların hızlanmasına katkıda bulunmuştur. Ülkemizde de, kamu mali dengelerinde yaşanan küresel eğilime paralel şekilde 2009 yılında bütçe açığı ve borç stokunun GSYİH'ye oranlarında belirgin artışlar söz konusu olmuştur. İzleyen yıllarda ise mali teşviklerin tedricen uygulamadan kaldırılması, iktisadi faaliyette gözlenen hızlı toparlanma sürecinin vergi gelirlerini olumlu yönde etkilemesi ve bütçe disiplini sağlamaya yönelik adımların atılmasıyla birlikte kamu maliyesi dengeleri yeniden iyileşme eğilimine girmiş (Grafik 1 ve 2), iç borçlanma faizleri belirgin olarak azalırken, borçlanmanın vadesi yeniden uzamaya başlamıştır (Grafik 3 ve 4).

Küresel ekonomik kriz sürecinde üretim kapasitelerinde ortaya çıkan düşüşler ve vergi gelirlerindeki azalma, aralarında Türkiye'nin de yer aldığı yükselen piyasa ekonomilerinin bütçe dengelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu ülke grubunun bütçe açığının satın alma gücü paritesi ile ağırlıklandırılmış GSYİH'ye oranı 2007 yılında sıfıra yakın iken, bu oran 2009 yılında yüzde 5 düzeyine yükselmiştir.² Bununla birlikte, yükselen piyasa ekonomilerinin görece daha düşük düzeylerde bütçe açığı ve borç stoku oranlarıyla küresel ekonomik kriz sürecine girmeleri ve uyguladıkları mali teşvik programlarının daha dar kapsamlı olması, bu ülkelerin kamu maliyesi performansında belirleyici olmuştur. Böylece, yükselen piyasa ekonomileri küresel ekonomik krizi izleyen yıllarda, iktisadi faaliyette yaşanan görece hızlı toparlanmanın da katkısıyla, kamu mali dengelerinde görece hızlı bir iyileşme sağlayabilmişlerdir.

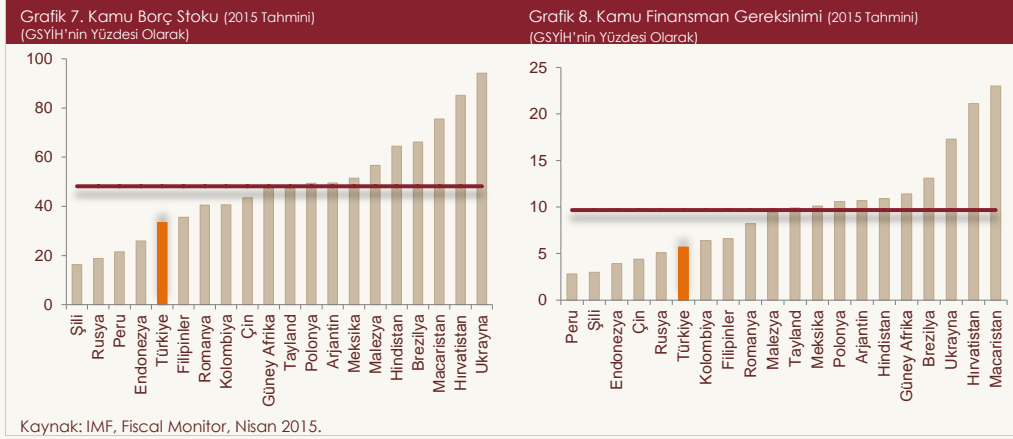
Kamu maliyesi dengeleri açısından Türkiye'nin, mali disiplinde sağlanan sürekliliğin de önemli katkısıyla, özellikle küresel kriz sonrası dönemde yükselen piyasa ekonomilerine kıyasla daha başarılı bir performans sergilediği görülmektedir. IMF tahminlerine göre 2015 yılında Türkiye'nin genel devlet bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının yüzde -1,4 (Grafik 5), genel devlet faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının ise yüzde 1,4 (Grafik 6) olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.³ Her iki büyüklük de, 2015 yılı itibarıyla yükselen piyasa ülke ortalamalarına göre oldukça iyi bir konumda bulunmaktadır.



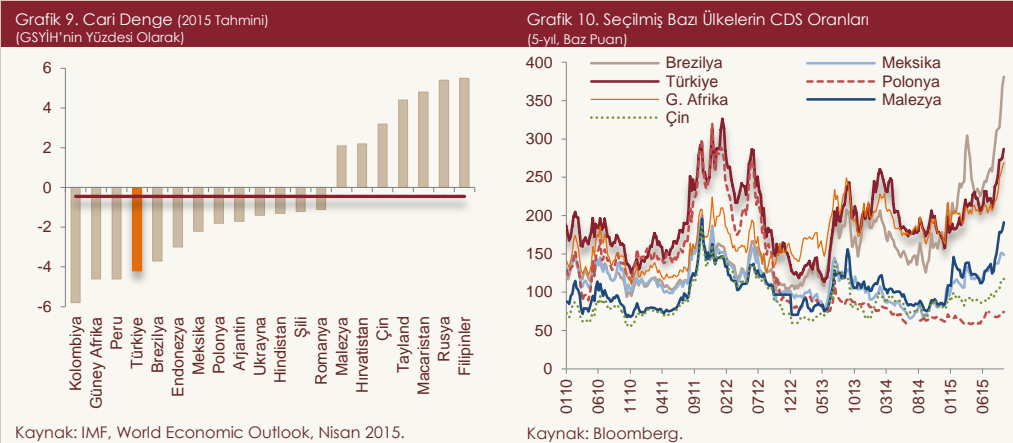
² IMF, Fiscal Monitor, Mayıs 2010.

³ IMF, Fiscal Monitor, Nisan 2015.

Benzer şekilde, yine IMF'ye göre Türkiye'nin kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının 2015 yılı itibarıyla yüzde 33,4 (Grafik 7), kamu finansman gereksiniminin⁴ GSYİH'ye oranının ise yüzde 5,7 (Grafik 8) olacağı tahmin edilmektedir.⁵ Makroekonomik istikrar açısından kritik önemde olan her iki oranın da yükselen piyasa ülke ortalamalarının belirgin bir şekilde altında olduğu görülmektedir.



Türkiye'nin yükselen piyasa ekonomileri arasında görece yüksek bir cari açık oranına sahip olması ve son zamanlarda uluslararası finansal piyasalarda yaşanan belirsizliklerin de etkisiyle gruptaki diğer ülkelerle birlikte Türkiye'nin de Kredi Temerrüt Takası (CDS) primlerinde artış gözlenmiştir (Grafik 9 ve 10). TCMB tarafından 2010 yılından beri uygulanan ve temel amaç olan fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetilen yeni politika çerçevesi makrofinansal risklerin kontrol altına alınmasında ve cari açığa bir dengelenme süreci yaşanmasında etkili olmuştur. Benzer şekilde, BDDK tarafından alınan makroihtiyati tedbirler de bu süreçlere önemli katkı sağlamıştır. Uygunlanan para politikası ve makroihtiyati politikaların yanı sıra yukarıda bahsedilen şekilde kamu maliyesindeki temkinli yaklaşımın bu dönemde devam ettirilmesi, Türkiye ekonomisinin dış belirsizlikler karşısında dayanıklılığını artıran en önemli politika bileşenlerinden olmuştur.



⁴ Belli bir yıl için kamu finansman gereksinimi, o yıldaki kamu borçlanma gereği (genel devlet bütçe açığı) ile o yıl içerisinde vadesi dolan borç toplamından oluşmaktadır.

⁵ IMF, Fiscal Monitor, Nisan 2015.

Sonuç olarak Türkiye'nin, içinde yer aldığı diğer yükselen piyasa ekonomileri ile kıyaslandığında, kamu maliyesi dengeleri açısından olumlu bir performans sergilediği ve ülkemizde gerektiğinde makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik olarak uygulanacak ihtiyari maliye politikaları açısından görece olarak daha geniş bir mali alan bulunduğu görülmektedir. Bu durum, küresel ekonomik kriz sürecinde ve sonrasında, finansal sistemimizin sağlamlığı ile birlikte, Türkiye'nin riskliliğindeki görece iyileşmeyi sağlayan ve reel faizlerde düşüşe katkı veren en önemli unsurlardan biri olmuştur. Küresel finans piyasalarındaki belirsizliklerin artmasıyla birlikte küresel risk iştahının azalmaya başladığı, buna bağlı olarak da yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin arttığı mevcut konjonktürde, mali disipline dair kazanımların korunarak daha da ileriye götürülmesi önem taşımaktadır. Mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak her türlü tedbir makroekonomik istikrarı destekleyecek ve uzun vadeli faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesini sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.

7. Orta Vadeli Öngörüler

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

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Finansal Koşullar

Küresel finans piyasalarında 2015 yılı boyunca gözlenen belirsizlik ortamı 2015 yılının üçüncü çeyreğinde de piyasaların dalgali bir seyir izlemesine neden olmuştur. Çin ekonomisindeki olumsuz görünümün de etkisiyle özellikle gelişmekte olan ekonomilerde meydana gelen yavaşlama sinyalleri ve önümüzdeki dönemde Fed'in uygulayacağı para politikasına dair belirsizlik algılamaları finansal piyasalardaki dalgalanmanın başlıca nedenleri olmuştur. Üçüncü çeyreğin ilk yarısında Fed'in faiz artışına gideceğine dair finansal piyasa beklentileri ağırlıktayken, Eylül ayındaki Fed toplantısı sonrasında Fed'in faiz artışının 2016 yılının bahar aylarında başlayabileceği beklentileri ağırlık kazanmıştır. Bu gelişmeler neticesinde ve Çin Merkez Bankası'nın Ağustos ayı sonunda faiz indirimine gitmesinin de etkisiyle üçüncü çeyrekte küresel risk iştahında gözlenen hızlı gerileme eğilimi çeyreğin sonlarına doğru ters çevrilmiştir. Azalan küresel risk iştahı ve artan ülke risk primlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülke para birimleri Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana ABD doları karşısında değer kaybetmiş, ancak son dönemde toparlanan küresel risk iştahı sayesinde bu kayıpların bir kısmı geri alınmıştır.

Üçüncü çeyrekte yurt dışı gelişmelerin yanı sıra iç belirsizlikler ve jeopolitik gelişmeler Türkiye'deki finansal piyasalara dair göstergelerin de olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. Bu dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine paralel şekilde değer kaybederken, özellikle bir yıldan uzun vadeli piyasa faizlerinde yükseliş kaydedilmiştir. Kredi standartları ve kredi faizlerindeki gelişmelerin de etkisiyle Finansal Koşullar Endeksi üçüncü çeyrekte kayda değer ölçüde sıkılaştırmıştır. TCMB yılın üçüncü çeyreğinde de para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. Üçüncü çeyrekte TCMB fonlaması içinde marjinal fonlamanın payı giderek artırılarak, ortalama fonlama faizinin önceki Rapor dönemine göre daha yüksek seviyelerde oluşması sağlanmıştır. Diğer taraftan, TCMB'nin Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faiz Eylül ayından itibaren artırılarak bankacılık sektörünün kredi-mevduat oranlarını iyileştirme yönünde bir adım atılmıştır.

Enflasyon

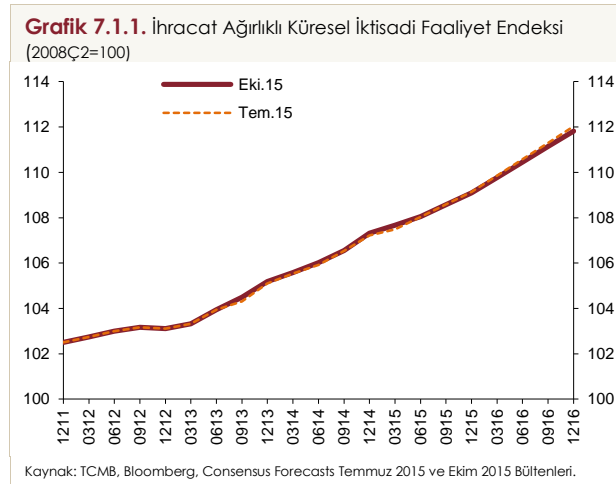
Tüketici fiyatları enflasyonu, gıda ve temel mal gruplarındaki gelişmelerin etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,75 puan artarak yüzde 7,95 oranına yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen tahmin aralığının üstünde kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatları, yılın ikinci çeyreğinde kaydedilen iyileşmeye karşın, üçüncü çeyrekte yeniden hızlanarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının ima ettiği düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirasındaki değer kaybının sürmesi bir yandan temel mallar grubu enflasyonunun katkısını yükseltirken, diğer yandan da uluslararası petrol fiyatlarındaki ve genel olarak ithalat fiyatlarındaki düşüşün yurt içi fiyatlara olumlu şekilde yansımaları sınırlandırmıştır. Ancak, toplam talep koşullarındaki ılımlı görünümünden ötürü,

Türk lirasındaki değer kaybının enerji dışında kalan gruplara geçmişe kıyasla daha sınırlı şekilde yansıdığı değerlendirilmektedir. Hizmetler grubunda enflasyon büyük ölçüde baz etkisi kaynaklı olarak bir miktar düşüş kaydetmiş, ancak gıda fiyatları ve döviz kuruna duyarlı alt gruplarda enflasyon yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, temel enflasyon göstergelerinin ana eğilimlerinde önceki çeyreğe kıyasla bir miktar iyileşme kaydedilmiş olmasına karşın, enflasyonun ana eğilimi enflasyon hedefi ile uyumlu düzeylerin üzerinde gerçekleşmiştir.

Talep Koşulları

2015 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. İkinci çeyrekte GSYİH önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,8 artış kaydetmiştir. İkinci çeyrekteki GSYİH büyümesinde gözlenen hızlanma büyük ölçüde sanayi katma değerinden kaynaklanmıştır. Bu doğrultuda, 2015 yılının ikinci çeyreğine dair çıktı açığı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3). Harcamalar tarafından bakıldığında, dönemlik büyümeyi hızlandıran katkının ağırlıklı olarak özel yatırımlardan kaynaklandığı, tüketim talebinin de ılımlı seyrettiği görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde net ihracatın büyümeye katkısı ise negatif olmuştur.

Üçüncü çeyreğe ilişkin açıklanan veriler, nihai yurt içi talebin büyümeye katkısının azalabileceğini göstermektedir. Nitekim, tüketici güvenindeki zayıflama ve finansal koşullardaki sıkışmanın da etkisiyle tüketim malları üretim ve ithalatı Temmuz-Ağustos döneminde gerilemiş, otomobil satışları ise üçüncü çeyrekte azalmıştır. Yatırımcı güveni ise düşük düzeylerini korumakla birlikte üçüncü çeyrekte bir miktar iyileşmiştir. Bunun bir yansıması olarak makine-teçhizat üretimi Temmuz-Ağustos döneminde önceki çeyreğe kıyasla artarken makine-teçhizat ithalatı ise gerilemiştir. Bu çerçevede, çıktı açığının üçüncü çeyrekte enflasyonu düşürücü yönde etki yaptığı değerlendirilmektedir.

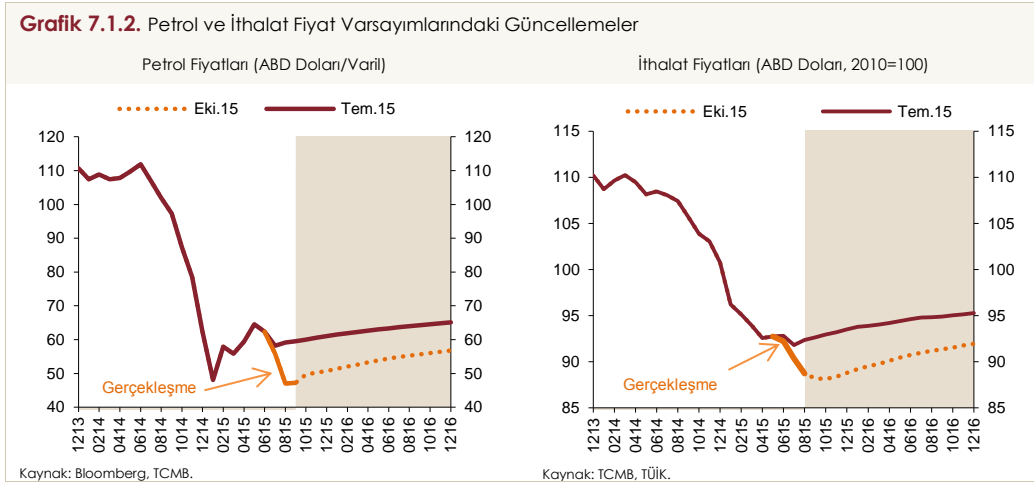


Küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak mal ve hizmet ihracatı ikinci çeyrekte gerilemiştir. Jeopolitik gelişmeler ve gelişmiş ekonomilerdeki para politikasına dair belirsizliklerden ötürü dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskler üçüncü çeyrekte de belirgin rol oynamıştır. Nitekim, Eylül ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre çok sınırlı ölçüde gerilemiştir (Grafik 7.1.1). Öte

yandan, dış ticarete dair eğilimleri daha sağlıklı yansıtan altın hariç miktar endeksleri değerlendirildiğinde, yılın ikinci çeyreğinde ve Ağustos ayı itibarıyla altın hariç ihracat miktar endeksinin artmış olduğu görülmektedir. Ayrıca, AB ülkelerinin talebindeki artış ihracatımızı olumlu etkilemektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişeceği öngörülmektedir.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Başta enerji fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Büyük ölçüde Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki talep yetersizliğinden kaynaklanan bu eğilim Türkiye ekonomisinde de ithalat fiyatlarının ABD doları bazında gerilemesine neden olmuştur. Dolayısıyla, ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına dair varsayımlarda aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır (Tablo 7.1.1). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı için 59 dolardan 54 dolara, 2016 yılı için ise 63 dolardan 54 dolara düşürülmüştür. Ayrıca, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda da 2015 ve 2016 yılları için 1,9'ar puan aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarına dair varsayımlarda ikinci çeyreğe kıyasla bir güncelleme yapılmamıştır.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, gelirler ve harcamalar kalemlerinde milli gelire oranla 2015 yılında bir miktar artış ve sonraki yıllarda ise daha sınırlı bir azalış öngörülmektedir. Bu görünüme bağlı olarak, enflasyondaki iyileşmenin kademeli bir şekilde gerçekleşeceği ve enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

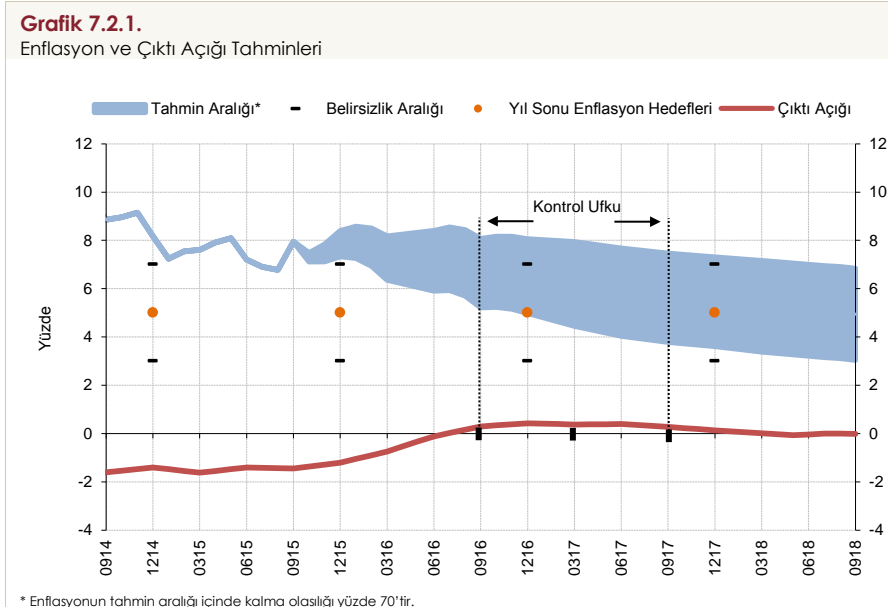
Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

		Temmuz 2015	Ekim 2015
Çıktı Açığı	2015 Ç2	-1,60	-1,40
	2015 Ç3	-1,30	-1,45
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2015	8,0	8,0
	2016-17	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	-12,8	-14,7
	2016	1,3	-0,6
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2015	59	54
	2016	63	54
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	1,9	1,9
	2016	2,4	2,3

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, sıkı makroihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının makul seviyelerde seyretmeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 7,4 ile yüzde 8,4 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2016 yılı sonunda ise yüzde 5,0 ile yüzde 8,0 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2017 yılında yüzde 5'e yaklaşacağı ve orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

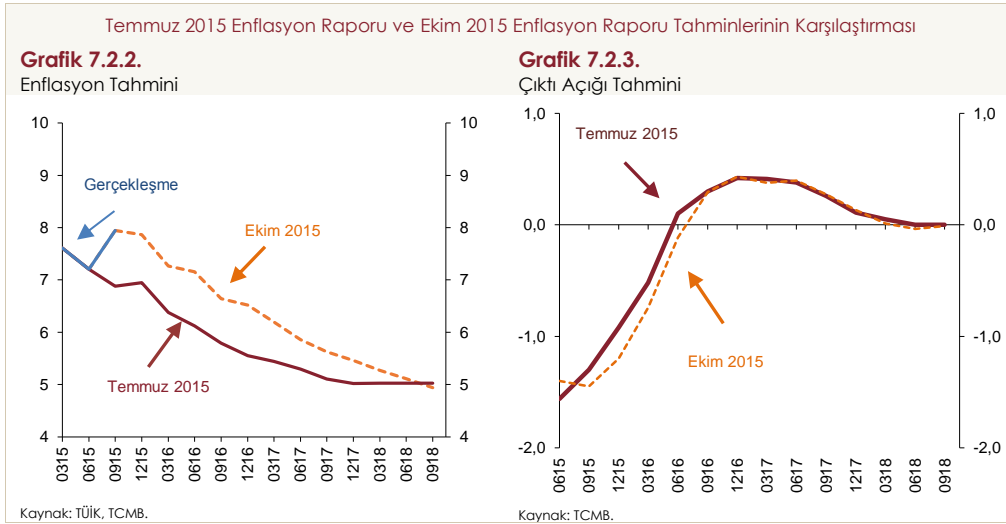
Grafik 7.2.1.
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



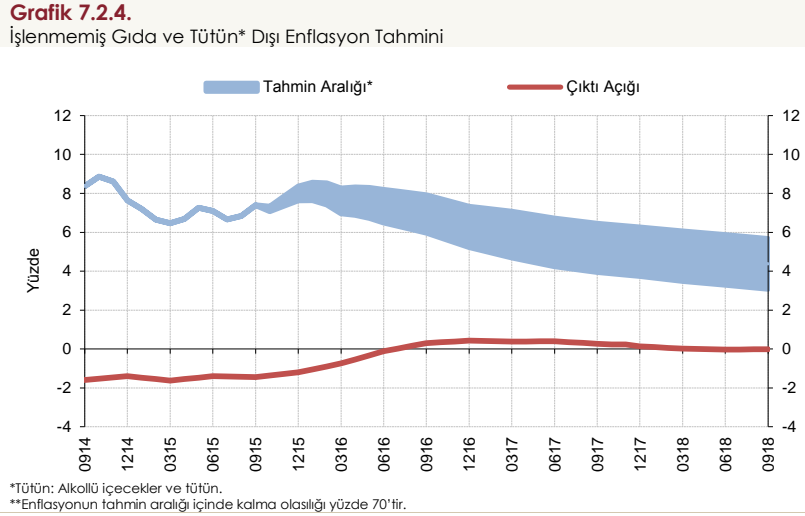
2015 yıl sonu enflasyon tahmininde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yapılan yukarı yönlü güncelleme 1,2 puanı üçüncü çeyrekteki döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimi üzerindeki yükseltici etkisinden kaynaklanmıştır. Öte yandan, ithalat fiyatları görünümünde bir önceki Raporla kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,9 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2).

Benzer şekilde, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini de 1 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 6,5 olarak öngörülmüştür. 2015 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncellenmenin ve döviz kurunda yaşanan gelişmelerin gecikmeli etkilerinin 2016 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde sırasıyla 0,6 puan ve 0,8 puan yükseltici etki yapması beklenmektedir. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki gerileme ve 2016 yılı için öngörülen çıktı açığındaki sınırlı miktarda aşağı yönlü güncelleme ise 2016 yıl sonu tahminini geçen Rapor'a göre sırasıyla 0,3 puan ve 0,1 puan aşağı yönde etkilemiştir.

Güncellenen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.3'te sunulmaktadır. 2015 yılının ikinci çeyrek milli gelir gerçekleştirmeleri bir önceki Rapor döneminde öngörülenden daha olumlu olduğundan, söz konusu çeyreğe ilişkin çıktı açığı değeri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2015 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahmini bir önceki Rapor döneminde öngörülene göre bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, çıktı açığının 2015 yıl sonu enflasyonu üzerinde bir önceki Rapor'a göre farklı bir etkiye yol açmayacağı değerlendirilmektedir.



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeden oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin kademeli bir şekilde yüzde 4,5 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

İktisadi birimlerin sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları, geçici fiyat dalgalanmalarından ziyade enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların yıl sonu beklentileri ile 12 ve 24 ay sonrası ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Ayrıca, enflasyon beklentilerinin bir önceki Rapor dönemine göre yükselmiş olması beklentilerin ve fiyatlama davranışının yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2015 Yıl Sonu	7,9	8,3	5,0
12 Ay Sonrası	6,7	7,3	5,0
24 Ay Sonrası	5,6	6,9	5,0

*Ekim ayı anket verileri.

**2015-2016 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.	ABD Faiz Oynaklığı Endeksi	1
Grafik 1.2.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları ve Döviz Kurları Oynaklık Endeksi (JPMVXYEM)	1
Grafik 1.1.1.	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.2.	TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri	2
Grafik 1.1.3.	Piyasa Faizleri ve TCMB Fonlama Faizi	3
Grafik 1.1.4.	29 Temmuz – 7 Ekim Arası Getiri Eğrisi	3
Grafik 1.1.5.	Mevduat Dışı YP Yükümlülüklerinin Vade Dağılımı	4
Grafik 1.1.6.	Kredi/Mevduat Oranı	4
Grafik 1.1.7.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	5
Grafik 1.1.8.	Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları	5
Grafik 1.2.1.	Temmuz 2015 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.2.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon İçin Temmuz 2015 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.3.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	6
Grafik 1.2.4.	Gıda ve Gıda Dışı Fiyatlar	6
Grafik 1.2.5.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	7
Grafik 1.2.6.	GSYİH Dönemlik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	7
Grafik 1.2.7.	Milli Gelir ve Nihai Yurt İçi Talep Ortalama Büyüme	7
Grafik 1.2.8.	Cari İşlemler Dengesi	7
Grafik 1.2.9.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	8
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	9

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.2.	Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.3.	Küresel PMI Endeksleri	15
Grafik 2.1.4.	İmalat Sanayi PMI Endeksleri	15
Grafik 2.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkeler PMI Endeksleri	16
Grafik 2.1.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	16
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	16
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	16
Grafik 2.2.3.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	17
Grafik 2.2.4.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	17
Grafik 2.3.1.	Kur Oynaklığı Endeksi	18
Grafik 2.3.2.	FOMC Üyelerinin Politika Faiz Projeksiyonları	18
Grafik 2.3.3.	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	19
Grafik 2.3.4.	Gelişmekte Olan Ülkeler Haftalık Fon Akımları	19
Grafik 2.4.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2014 – Ekim 2015	20
Grafik 2.4.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2014 – Ekim 2015	20
Grafik 2.4.3.	ABD Politika Faizi Vadeli İşlem Oranları	20

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	21
Grafik 3.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	21
Grafik 3.1.1.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	22
Grafik 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	23
Grafik 3.1.3.	Temel Mal Fiyatları	23
Grafik 3.1.4.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	24
Grafik 3.1.5.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	24
Grafik 3.1.6.	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	24
Grafik 3.1.7.	Diğer Hizmetler ve Döviz Kur Sepeti	24
Grafik 3.1.8.	Hizmet Fiyatları	25
Grafik 3.1.9.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	25
Grafik 3.1.10.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	25
Grafik 3.1.11.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	25
Grafik 3.1.12.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	26
Grafik 3.1.13.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve FCORE	26
Grafik 3.2.1.	Gıda ve Enerji Fiyatları	27
Grafik 3.2.2.	Gıda Fiyatları	27
Grafik 3.2.3.	Seçilmiş Gıda Fiyatları ve TÜFE	27

Grafik 3.2.4.	Gıda ve Gıda Dışı Fiyatlar	27
Grafik 3.2.5.	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	28
Grafik 3.2.6.	Yurt İçi Enerji Fiyatları	28
Grafik 3.3.1.	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	29
Grafik 3.3.2.	İmalat Fiyatları	29
Grafik 3.3.3.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	29
Grafik 3.3.4.	Ana Metal ve Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	29
Grafik 3.4.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	30
Grafik 3.4.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	30
Grafik 3.4.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	30
Grafik 3.4.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	30

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	32
Grafik 4.1.2.	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	32
Grafik 4.1.3.	Sanayi Üretim Endeksi	32
Grafik 4.1.4.	Sanayi Üretim Endeksi	32
Grafik 4.1.5.	İYA Şu Anda Kayıtlı Siparişlerinizin Miktarı	33
Grafik 4.1.6.	PMI ve PMI Üretim	33
Grafik 4.2.1.	Talep Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	34
Grafik 4.2.2.	Yurt İçi Özel Tüketim ve Alt Kalemleri	34
Grafik 4.2.3.	Özel Yatırımlar ve GSYİH	34
Grafik 4.2.4.	Özel ve Kamu Kesimi Talebi	34
Grafik 4.2.5.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	35
Grafik 4.2.6.	İç Piyasa Araç Satışları	35
Grafik 4.2.7.	Makine-Teçhizat Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	35
Grafik 4.2.8.	Mineral Maddeler Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	35
Grafik 4.2.9.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı ile GSYİH	36
Grafik 4.2.10.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	36
Grafik 4.2.11.	Euro Bölgesi GSYİH ve Mal İthalatı Büyümesi	37
Grafik 4.2.12.	Orta Doğu ve Kuzey Afrika GSYİH ve Mal İthalatı Büyümesi	37
Grafik 4.2.13.	Küresel GSYİH ve Mal İthalatı Büyümesi	38
Grafik 4.2.14.	GSYİH Büyümesi	38
Grafik 4.2.15.	Milli Gelir ve Nihai Yurt İçi Talep Ortalama Büyüme	38
Grafik 4.2.16.	Milli Gelir İçindeki Paylar	38
Grafik 4.2.17.	Cari İşlemler Dengesi	39
Grafik 4.2.18.	Çıktı Açığı	39
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	39
Grafik 4.3.2.	Tarım Dışı İstihdam ve İşgücünün Çalışabilir Yaşta Nüfusa Oranı	39
Grafik 4.3.3.	Tarım Dışı İstihdamdaki Üç Aylık Yüzde Değişime Katkıları	40
Grafik 4.3.4.	Sanayi Üretimi, İstihdamı (2010=100) ve PMI İstihdam Değeri	40
Grafik 4.3.5.	İnşaat Sektörü İstihdamı ve Metalik Olmayan Mineral Madde Üretimi	41
Grafik 4.3.6.	Tüketici Güven Endeksi, TGE İşsiz Beklentisi ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	41
Grafik 4.3.7.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	41
Grafik 4.3.8.	Birim İşgücü Maliyeti	41

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	57
Grafik 5.2.	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	57
Grafik 5.1.1.	10 Yıl Vadeli ABD Hazine Tahvil Faizleri ve Faiz Oynaklığı Endeksi	58
Grafik 5.1.2.	Gelişmekte Olan Ülkeler Döviz Kurları Oynaklık Endeksi (JPMVXYEM)	58
Grafik 5.1.3.	Bölgesel EMBI Endeksleri	59
Grafik 5.1.4.	Kümülatif Kredi Temerrüt Takası (CDS) Değişimleri	59
Grafik 5.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	59
Grafik 5.1.6.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	59
Grafik 5.1.7.	Türkiye'de Portföy Hareketleri	60
Grafik 5.1.8.	Türkiye'de Portföy Hareketleri	60
Grafik 5.1.9.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	60
Grafik 5.1.10.	Kur Sepeti ve Ülke Risk Primi	60
Grafik 5.1.11.	Opsiyonların İma Ettığı Kur Oynaklığı	61
Grafik 5.1.12.	Çeşitli Vadelerde 25 Delta Risk Reversal Pozisyonu	61

Grafik 5.1.13.	TCMB Fonlaması	62
Grafik 5.1.14.	TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri	62
Grafik 5.1.15.	TCMB Dışı Piyasa Fonlaması	63
Grafik 5.1.16.	Bankaların Para Piyasalarında Finansman Maliyetleri	63
Grafik 5.1.17.	Piyasa Faizleri	63
Grafik 5.1.18.	29 Temmuz – 7 Ekim Arası Getiri Eğrisi	63
Grafik 5.1.19.	Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları	64
Grafik 5.1.20.	Mevduat Dışı YP Yükümlülüklerinin Vade Dağılımı	64
Grafik 5.1.21.	Kredi/Mevduat Oranı	65
Grafik 5.1.22.	TCMB Döviz Rezervleri	65
Grafik 5.1.23.	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	66
Grafik 5.1.24.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	66
Grafik 5.1.25.	Geçtiğimiz Rapor Dönemine Göre Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	66
Grafik 5.1.26.	Geçtiğimiz Rapor Dönemine göre Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	66
Grafik 5.1.27.	BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faiz Beklentisi	67
Grafik 5.1.28.	Enflasyon Beklentisi Eğrisi	67
Grafik 5.1.29.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi* ve Gösterge Faiz	67
Grafik 5.1.30.	İki Yıllık Reel Faizler	67
Grafik 5.1.31.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	68
Grafik 5.1.32.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	68
Grafik 5.1.33.	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	68
Grafik 5.1.34.	Bankaların Fonlama Maliyetine Dair Göstergeler	68
Grafik 5.2.1	Yurt İçi Kredi Stoku (1) ve Net Kredi Kullanımı	69
Grafik 5.2.2	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı	69
Grafik 5.2.3	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	70
Grafik 5.2.4	Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları	70
Grafik 5.2.5	Tüketici Kredilerinin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	70
Grafik 5.2.6	Tüketici Kredileri Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları	70
Grafik 5.2.7	Ticari Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	71
Grafik 5.2.8	TL ve YP Ticari Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları	71
Grafik 5.2.9	Kredi ve Mevduat Büyümesi	72
Grafik 5.2.10	M2 Para Arzı ve Krediler	72
Grafik 5.2.11	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	73
Grafik 5.2.12	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	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 Borçlanma	85
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	86
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı	86
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Grafik 7.1.1.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	92
Grafik 7.1.2.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	93
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	94
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	95
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	95
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	96

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	2015 ve 2016 Yılı Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri	18
Tablo 2.2.1.	2015 ve 2016 Yılı Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri	18

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	23
Tablo 3.3.1.	Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler	28

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.	Merkezi Yönetim ve Genel Devlet Bütçe Dengesi	81
Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	82
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.	Varsayımlardaki Güncellemeler	94
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	96

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2015-III

- 3.1. Enflasyonu Açıklamada Kredilerin Bilgi Değeri
- 3.2. Türkiye'de Tütün Ürünleri Piyasasında Firma Stratejisi, Tüketici Davranışı ve Vergilendirme
- 3.3. Gıda Ürünlerinde İhracat-Enflasyon İlişkisi
- 4.1. Anket Verilerinin Yakın Dönemli Milli Gelir Tahminlerinde Kullanımı
- 4.2. Petrol Fiyatlarının İhracat Üzerindeki Etkisi
- 6.1. Kamu Harcama Çarpanı

2015-II

- 3.1. Taze Meyve-Sebze Tedarik Zincirindeki Engelleri Azaltıcı Tedbirlerin Fiyatlar Üzerindeki Etkisi
- 3.2. Akaryakıt Fiyatlarının Nakliye Maliyetleri Kanalı ile Taze Meyve-Sebze Fiyatlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi
- 3.3. Firma Maliyet Yapısı ve Maliyet Kaynaklı Enflasyon Baskıları
- 4.1. Altın Hariç İhracat ve İthalat Fiyatlarında Parite ve Enerji Etkileri
- 4.2. Asgari Ücret ve Ücret Dağılımı
- 4.3. Türkiye'nin Yakınsama Deneyimi Üzerine Bazı Gözlemler
- 4.4. Firmaların İhracat Kararlarında Gözlemlenemeyen Firma Farklılıkları ve Belirsizlik
- 4.5. Türkiye'de İşsizliğin Akış Dinamikleri

2015-I

- 3.1. Petrol Fiyatlarının Tüketici Fiyatları Üzerindeki Etkileri
- 3.2. Uluslararası Hububat Fiyatlarının Yurt İçi Fiyatlara Yansımaları
- 3.3. 2015 Yılı Tüketici Enflasyonunda Baz Etkilerinin Rolü
- 4.1. Türkiye'de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı
- 4.2. Uluslararası Enerji Fiyatlarının Makroekonomik Etkileri
- 5.1. Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi
- 7.1. 2014 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

2014-IV

- 2.1. Gelişmekte Olan Ülke Tahvil Piyasalarına Yönelen Fon Akımlarının Belirleyicilerinin Zamana Göre Değişimi
- 3.1. Enflasyonun Çıktı Açığı ve Kredilere Duyarlılığı
- 4.1. Cari Denge Dalgalanmaları ve Cari Açık Düzeltmeleri
- 5.1. Çekirdek Olmayan Yükümlülükler
- 5.2. Uluslararası Sermaye Akımları ve Yurt İçi Kredi Büyümesi
- 5.3. Sermaye Hareketleri ve Kredi Büyümesi: Makroihtiyati Önlemlerin Etkisi

2014-III

- 3.1. Türkiye'de Enflasyonun İş Çevrimlerine Duyarlılığı
- 4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Verilerini Mevsimsellikten Arındırma: Doğrudan ve Dolaylı Yaklaşım
- 4.2. Türkiye Dış Ticaretinde Reel ve Cari Dengelenme
- 5.1. Kredi Büyümesi ve Cari Denge
- 5.2. Türkiye'de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi
- 5.3. Bankacılık Sistemi TL Fonlama İhtiyacı Alt Bileşenleri ve TL Kredi İlişkisi
- 5.2. Türkiye'de Firmaların Krediyeye Erişimi: Anket Sonuçlarına Dayalı Bir İnceleme

2014-II

- 4.1. İnşaat Yatırım Harcamalarına İlişkin Güncellemeler
- 4.2. 2013 Yılında Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: Fed Politika Değişikliğinin Etkileri
- 5.1. Getiri Eğrileri Kullanılarak Döviz Kuru Hareketlerinin Öngörülmesi
- 5.2. Türkiye'de Şirketlerin Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riski

Kısaltmalar

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

2015 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi			
PPK Toplantıları	PPK Özeti'nin İnternet Yayını	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
20 Ocak 2015	27 Ocak 2015	27 Ocak 2015	
24 Şubat 2015	3 Mart 2015		
17 Mart 2015	24 Mart 2015		
22 Nisan 2015	30 Nisan 2015	30 Nisan 2015	
20 Mayıs 2015	27 Mayıs 2015		29 Mayıs 2015
23 Haziran 2015	30 Haziran 2015		
23 Temmuz 2015	30 Temmuz 2015	30 Temmuz 2015	
18 Ağustos 2015	25 Ağustos 2015		
22 Eylül 2015	1 Ekim 2015		
21 Ekim 2015	28 Ekim 2015	28 Ekim 2015	
24 Kasım 2015	1 Aralık 2015		30 Kasım 2015
22 Aralık 2015	29 Aralık 2015		