



TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI

**2017 NİSAN ENFLASYON RAPORU
BİLGİLENDİRME TOPLANTISI**

Murat Çetinkaya

28 Nisan 2017, İstanbul

Değerli Konuklar,

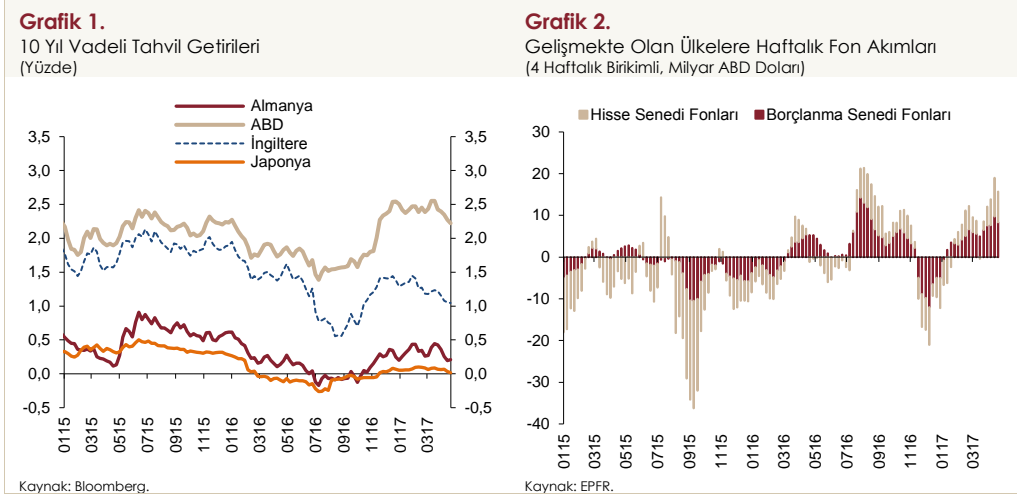
2017 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nun ana mesajlarını sizlerle paylaşacağımız bilgilendirme toplantısına hoş geldiniz.

Raporda, her zaman olduğu gibi, para politikası kararlarına temel oluşturan iktisadi görünüm ile makroekonomik gelişmelere ilişkin değerlendirmelerimizi paylaşıyor ve son üç aydaki gelişmeler doğrultusunda güncellenen orta vadeli enflasyon tahminlerimiz ile para politikası duruşumuzu sunuyoruz.

Raporda ana bölümlere ilave olarak çeşitli konularda altı adet kutuya yer verdik. Bu çalışmalarda güncel ve ilgi çekici konulara ilişkin analizler yer alıyor. Raporda, enflasyon hedeflemesi dönemi enflasyon dinamiklerindeki değişimi analiz eden; giyim ve ayakkabı grubunun TÜFE'deki ağırlık yapısındaki değişimi irdeleyen ve otomotiv ihracatında son dönemde yaşanan ivmelenmeyi AB talebi perspektifinden mercek altına alan çalışmalar var. Ayrıca, Ocak ayında açtığımız Türk lirası depoları karşılığı döviz depoları piyasasını tanıtan; Türkiye'de vergi gelirlerinin döngüsel özelliklerini irdeleyen ve para politikası aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılması ve finansal istikrar açısından önem taşıyan kredi kanalını yapısal bir model aracılığıyla anlatan çalışmalar da mevcut. Kutuların başlıklarını yansıda görüyorsunuz. Her biri Türkiye ekonomisi ile ilgili önemli ve hâlihazırda güncel tartışmaların odağında olan konulara ışık tutuyor. Birazdan Enflasyon Raporu dâhilinde internet sayfamızda yayımlanacak olan bu çalışmaları okumanızı tavsiye ederim.

Saygıdeğer Konuklar,

Konuşmama politikalarımız üzerinde önemli rol oynamaya devam eden küresel iktisadi görünüme değinerek başlayacağım. 2017 yılının Ocak ayından bu yana, ABD'de seçim sonrası ekonomi politikalarına ilişkin algının normalleşmesi, Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması ve küresel iktisadi faaliyete ilişkin olumlu görünüm finansal piyasalarda oynaklıkları azalttı. Küresel finansal piyasalardaki iyimser havanın etkisiyle, gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerinde, ABD'deki Kasım ayı seçimleri sonrasında yaşanan hızlı artış eğilimi durdu (Grafik 1). Bu çerçevede, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana gelişmekte olan ülke borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarına portföy girişleri gözlendi (Grafik 2).



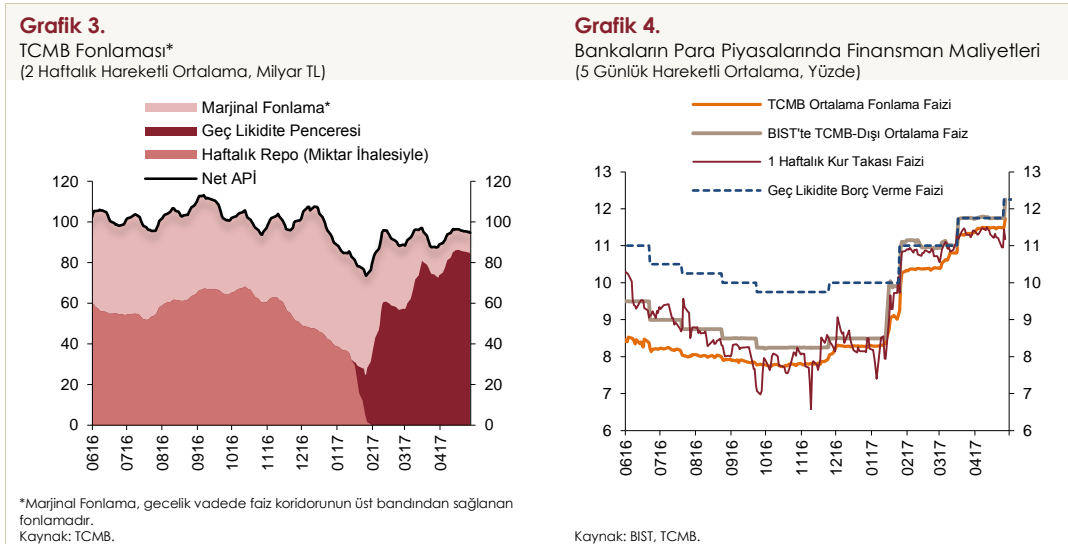
Yurt içi iktisadi görünüme baktığımızda, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de son dönemde portföy girişleri arttı. Para politikasındaki sıkılaşma adımlarının etkisiyle kısa vadeli faizler kademeli olarak yükselmeye devam etti, getiri eğrisinin eğimi tersine döndü. Bununla birlikte, Türk lirasının seviyesinde ve oynaklığında düşüş gözlemlendi. Diğer taraftan, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve destekleriyle kredi büyümesi geçmiş yıllara göre güçlü bir seyir izlemekte. Bu gelişme, ağırlıklı olarak kamu kredi garantileri nedeniyle işletmelere yönelik kredi koşullarının iyileşmesinden kaynaklanıyor.

Yılın ilk çeyreği, döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak üretici fiyatları üzerindeki maliyet baskılarının belirginleştiği ve çekirdek enflasyon göstergelerinin yükseldiği bir dönem oldu. Bu dönemde talep koşullarındaki görece toparlanma ve enflasyon beklentilerdeki yükselişin de etkisiyle fiyat artışları hızlandı. Bu gelişmeler sonucunda tüketici enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yüzde 11,29 seviyesine yükseldi. 2016 yılı son çeyreğinde iktisadi faaliyet, bir önceki çeyrekteki geçici yavaşlamanın ardından yurt içi talep kaynaklı olarak ılımlı bir büyüme kaydetti. Son çeyrekte ihracattaki ivmelenmeyle birlikte net dış talebin dönemlik büyümeye katkısı oldukça yüksek olurken, bu eğilimin 2017 yılında güçlenmesini bekliyoruz. İlk çeyreğe ilişkin göstergeler, finansal piyasalardaki oynaklığın neden olduğu belirsizlik artışı, iş gücü piyasasındaki zayıf seyir ve enflasyondaki hızlı yükseliş nedeniyle iktisadi faaliyetteki toparlanmanın geçen yılın son çeyreğine göre bir miktar ivme kaybettiğine işaret ediyor. Bununla birlikte, bahsettiğim unsurlara dair görünümün yılın geri kalanında daha olumlu olacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca mal ihracatındaki güçlü artış eğiliminin yanı sıra alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin de katkısıyla iktisadi faaliyetteki canlanmanın yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanmasını bekliyoruz.

1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Saygıdeğer Konuklar,

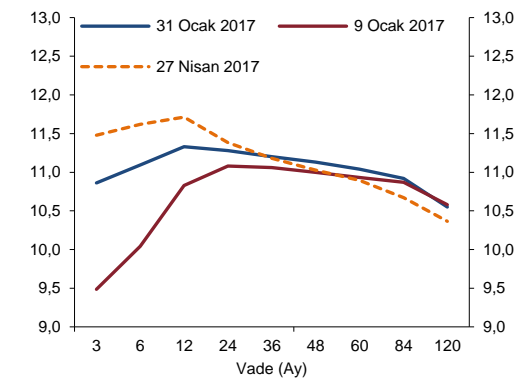
Sizlerin de yakından takip ettiği gibi, 2017 yılı Ocak ayı başında döviz piyasasında iktisadi temellerle uyumlu olmayan aşırı hareketliliğin enflasyon görünümüne yansımalarını sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirdik. Bu çerçevede, 12 Ocak 2017'den itibaren, 1 hafta vadeli repo ihalelerine ara verdik, marjinal fonlamayı kademeli olarak azalttık ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek artan bir kısmını geç likidite penceresinden (GLP) sağlamaya başladık (Grafik 3). Buna ilaveten, marjinal fonlama oranını Ocak ayı PPK toplantısında 75 baz puan, GLP borç verme faiz oranını ise Ocak, Mart ve Nisan PPK toplantılarında toplamda 225 baz puan artırarak parasal sıkılaştırmayı daha da güçlendirdik. Söz konusu parasal sıkılaştırma, diğer para piyasası faizlerine de yansıdı (Grafik 4). Bu dönemde BIST gecelik repo faizleri ile kur takası piyasası faizlerinin TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ile uyumlu hareket etmesi ve döviz piyasasının görece olarak istikrara kavuşması, para politikası aktarımının amaçlanan şekilde gerçekleştiğine işaret ediyor.



Getiri eğrisinin eğiminin 2017 yılının başından itibaren tersine dönmüş olması para politikası duruşundaki sıkılığa işaret ediyor. Kısa vadeli kur takası getirileri, TCMB para politikası uygulamalarının etkisiyle bir önceki Rapor döneminden bu yana belirgin biçimde yükselmeye devam ederken, uzun vadeli kur takası getirilerinde önemli bir değişiklik olmadı (Grafik 5). Politika uygulamalarının döviz kuru piyasasında da etkili olduğunu görüyoruz. Nitekim, Ocak ayında sert bir yükseliş kaydeden Türk lirasının ima edilen oynaklığında iyileşme sağlandı (Grafik 6).

Grafik 5.

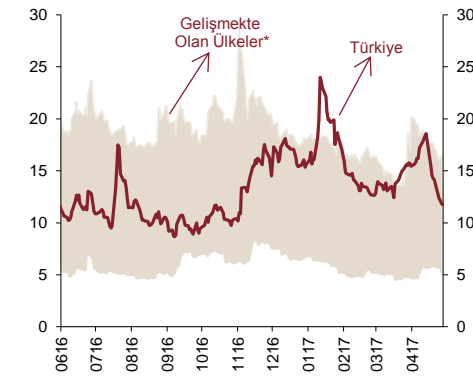
Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 6.

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



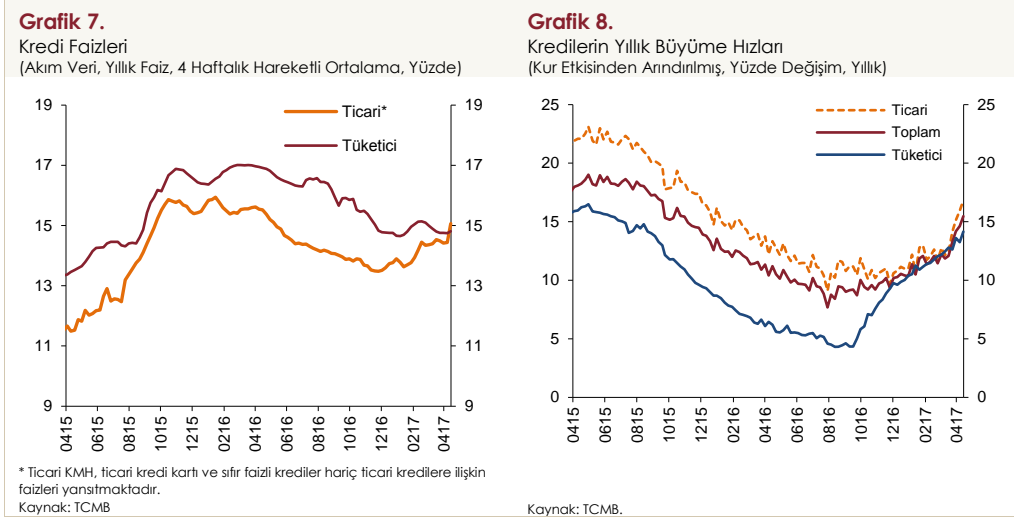
*Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan yer almaktadır.

Kaynak: Bloomberg.

Yakın dönemde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. Bu nedenle, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşumuzu sürdüreceğiz. Para politikasını oluştururken orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate alıyor ve enflasyonda yıl içinde gözlenmesi beklenen bazı etkileri kaynaklı dalgalanmalardan ziyade enflasyonun ana eğilimindeki gelişmelere odaklanıyoruz. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeleri yakından izleyerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapabiliriz.

Saygıdeğer Konuklar,

2017 yılının ilk çeyreğinde, TCMB fonlama maliyetindeki yükselişe karşın finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi koşulları toparlanmaya devam etti. Makroihtiyati politikaların ve krediye erişimi desteklemek için alınan diğer önlemlerin etkisiyle, bu dönemde gerek tüketici gerekse ticari kredi faizlerindeki artış TCMB ortalama fonlama maliyetindeki yükselişe kıyasla sınırlı düzeyde kaldı (Grafik 7). Alınan teşvik ve önlemlerin de katkısıyla son aylarda Türk lirası cinsinden ticari kredi büyümesinin ivme kazandığını gözlemliyoruz (Grafik 8).

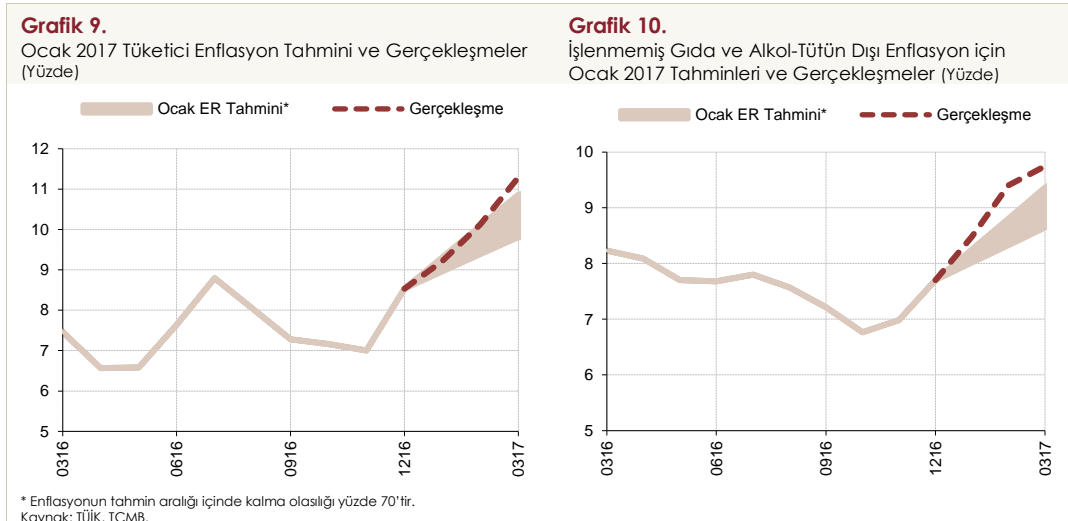


2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Saygıdeğer Konuklar,

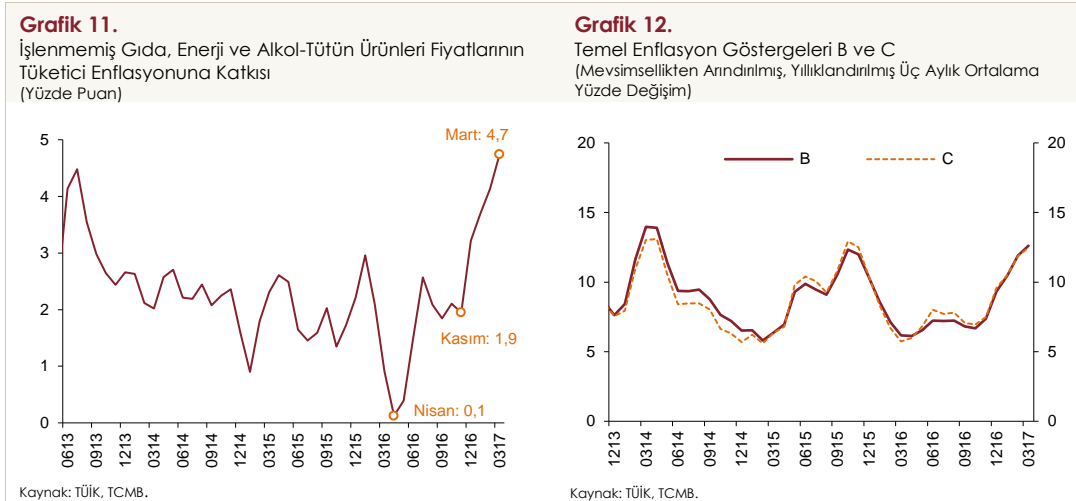
Konuşmamın bu bölümünde tahminlerimize temel oluşturan makroekonomik görünüme ve varsayımlarımıza değineceğim. Öncelikle yakın dönem enflasyon gelişmelerini özetlemek istiyorum. Ardından da tahminlerimizi üretirken baz senaryoda temel aldığımız yurt içi ve yurt dışı talep görünümünden bahsedeceğim.

Tüketici enflasyonu Mart ayında yüzde 11,29 ile Ocak Enflasyon Raporu tahminlerimizin üst bandının üzerinde gerçekleşti (Grafik 9). Benzer bir görünüm işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu tahmininde de izlendi (Grafik 10). Enflasyondaki yukarı yönlü seyrinde Türk lirasındaki değer kaybı ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın etkisi hissedildi. Bu dönemde çekirdek enflasyon yükselirken, işlenmemiş gıda, enerji ve alkol-tütün gibi çekirdek dışı kalemlerin enflasyona katkısındaki artış daha belirgin oldu (Grafik 11).



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

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

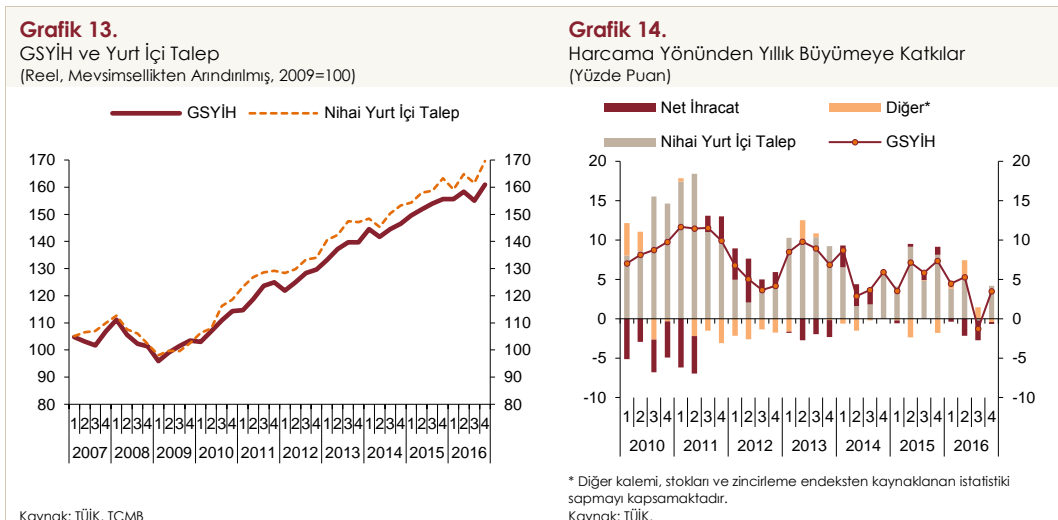


Yılın ilk çeyreğinde temel mal grubuna kıyasla sınırlı olmakla birlikte hizmet enflasyonu da yükseliş gösterdi. Hizmet enflasyonundaki bu seyirde, akaryakıt fiyatlarındaki artışın gecikmeli yansımalarının yanında, döviz kuruna duyarlı hizmetler kanalıyla kaydedilen artışların etkisi hissedildi. Kira enflasyonu da başta İstanbul ili olmak üzere yüksek seviyesini korudu. Bu görünüm altında, çekirdek göstergelerin ana eğiliminde 2016 yılı Aralık ayında başlayan yükseliş eğilimi yılın ilk çeyreğinde güçlenerek devam etti (Grafik 12). Benzer bir yukarı yönlü hareket TCMB bünyesinde takip ettiğimiz alternatif temel enflasyon göstergelerinde de izlendi.

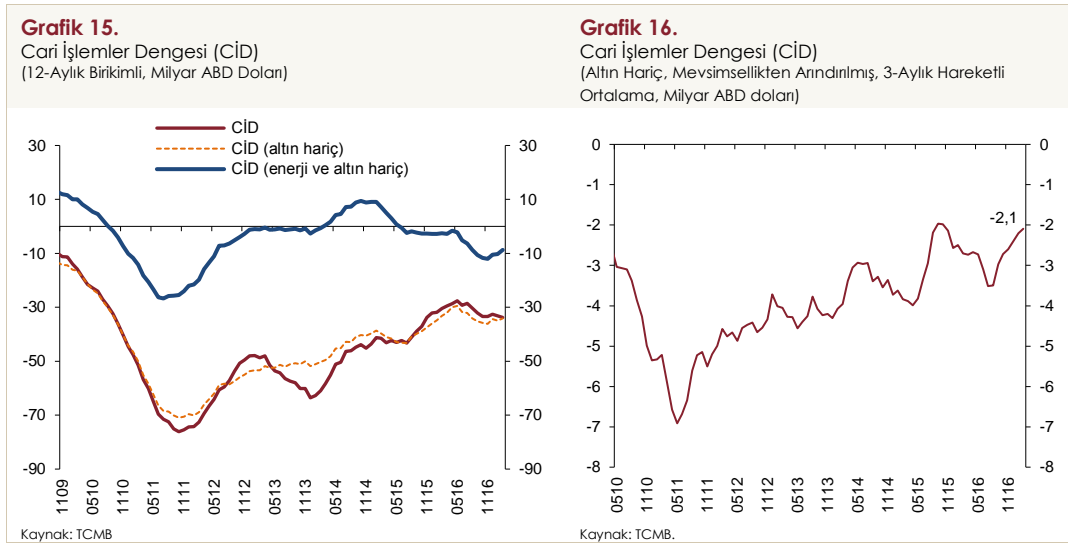
Değerli Konuklar,

2016 yılı son çeyreğine ilişkin veriler, üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın geçici olduğuna ilişkin öngörülerini teyit etti. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,8, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise yüzde 3,5 oranında arttı (Grafik 13). Üçüncü çeyrekteki işgünü kayıplarının telafisi dışlandığında, son çeyrekte ılımlı bir büyüme kaydedildi. Diğer taraftan, TÜİK tarafından 2016 yılının ilk üç çeyreği için yapılan yukarı yönlü güncellemeler iktisadi faaliyet düzeyinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya koydu. Sonuç olarak, 2016 yılında büyüme yüzde 2,9 ile bir önceki seneye kıyasla yavaşlamış olsa da beklentilerin üzerinde bir performans gösterdi.

Yılın son çeyreğinde yıllık büyüme yurt içi talep kaynaklı oldu (Grafik 14). Özel tüketim harcamaları TL'deki değer kaybı, otomobildeki vergi ayarlamasının öne çekmiş olduğu talep, gevşetilen makro ihtiyati tedbirler ve finansal koşulların desteğiyle hem yıllık hem dönemlik bazda arttı. Bu dönemde yatırımlardaki artış tüketime göre daha düşük kaldı. Makine-teçhizat yatırımlarındaki zayıf seyir yatırımlardaki toparlanmayı sınırladı. Son çeyrekte ihracattaki ivmelenmeyle birlikte net dış talebin dönemlik büyümeye katkısı oldukça yüksek olurken, yıllık büyümeye katkısında da ilk dokuz aylık döneme göre iyileşme kaydedildi. Bu durumda, döviz kuru gelişmeleri, Rusya ile ilişkilerin normalleşmesi, pazar çeşitlendirmesinin mal ve hizmet ihracatına olumlu yansımaları ve ithalattaki yatay seyir etkili oldu.



2017 yılı ilk çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın bu dönemde bir miktar ivme kaybettiğine işaret ediyor. Vergi teşvikleri konut, mobilya ve beyaz eşya sektörlerine olan talebi canlandırırsa da, toplam perakende satışlardaki zayıf seyir iç talepteki toparlanmanın sektörel yayılımının sınırlı kaldığına işaret ediyor. Diğer taraftan, önümüzdeki dönemde mal ihracatında gözlenen güçlü seyir doğrultusunda net dış talebin büyümeye katkısını artırmasını bekliyoruz. Büyüme kompozisyonundaki bu değişim doğrultusunda cari açığın yakın dönem eğiliminde iyileşme olduğu göze çarpıyor (Grafik 15 ve Grafik 16). Mal ihracatındaki güçlü seyrin cari dengeye olumlu katkı vermeye devam etmesini bekliyoruz.



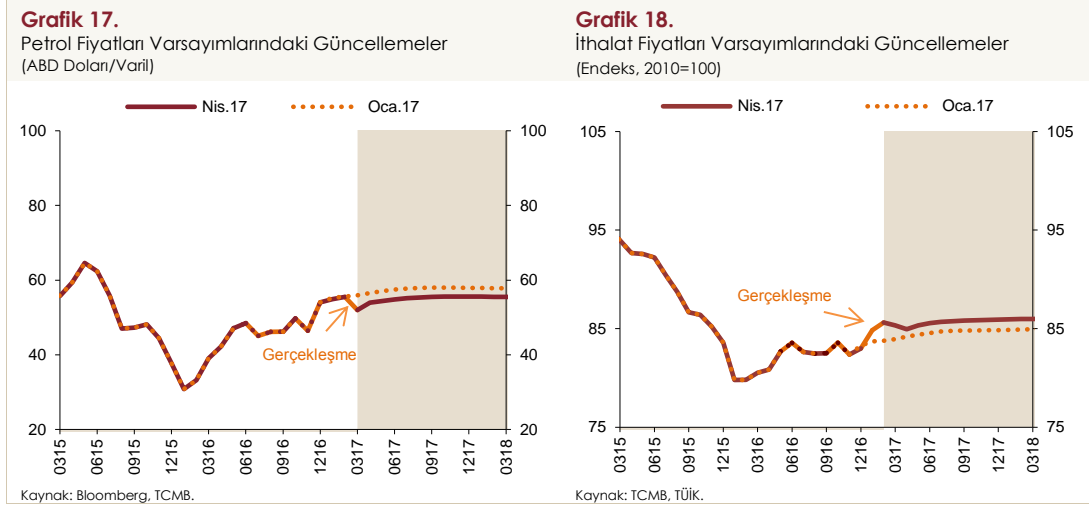
Sayıdeğer Konuklar,

Bildiğiniz gibi, enflasyon tahminlerinde enerji, ithalat ve gıda fiyatları da önemli rol oynuyor. Dolayısıyla, tahminlere geçmeden önce kısaca söz konusu değişkenlere dair varsayımlarımızı aktaracağım.

Ocak Enflasyon Raporu'nda 57 ABD doları olarak varsaydığımız ham petrol fiyatı 2017 yılı ortalamasını yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde 55 ABD doları olarak güncelledik (Grafik 17). ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımımızı ise, emtia fiyatlarındaki artış eğilimine bağlı olarak 2017 yılı için belirgin bir miktarda yukarı çektik (Grafik 18).

2017 yılı ilk çeyreğinde gıda enflasyonu yüzde 12,53 ile Ocak Enflasyon Raporu öngörülerimizin bir miktar üzerinde gerçekleşti. Gıda enflasyonundaki bu yükselişte, olumsuz hava koşullarının gıda arzı üzerindeki yansımaları, Türk lirasındaki değer kaybı ve meyve-sebze ihracatında son dönemde yaşanan toparlanma etkili oldu.

Öte yandan, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin önümüzdeki dönemde bu yükselişi kısmen sınırlayacağını değerlendiriyoruz. Bu çerçevede, yansıda gördüğünüz üzere gıda enflasyonu varsayımımızı 2017 yıl sonu için yüzde 9 ve 2018 yıl sonu için ise yüzde 7 olarak koruduk.



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

3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

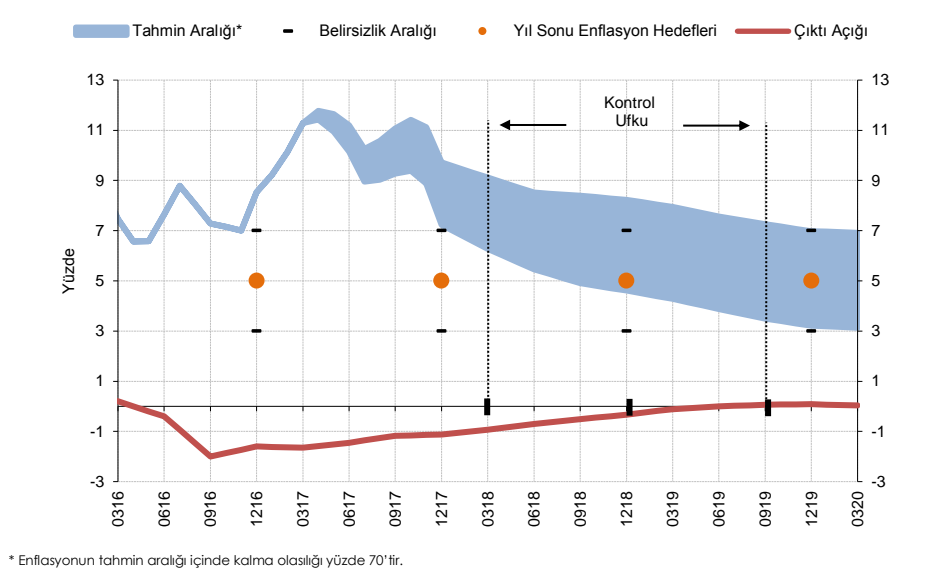
Saygıdeğer Konuklar,

Şimdi sizlere, çizmiş olduğum çerçeve dâhilinde ürettiğimiz enflasyon ve çıktı açığı tahminlerimizi sunacağım.

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağını; 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleşeceğini; 2018 yıl sonunda ise yüzde 6,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde 7,3 ile yüzde 9,7 aralığında (orta noktası yüzde 8,5), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,4) gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz (Grafik 19).

Grafik 19.

Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



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

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

Bahsetmiş olduğum bu tahminlere ek olarak Enflasyon Raporu'nun Riskler ve Para Politikası bölümünde genel olarak makroekonomik görünüme ve para politikasına dair farklı risk değerlendirmelerini özetliyoruz. Ayrıntıları Rapor'da bulabilirsiniz.

Saygıdeğer Konuklar,

Konuşmama burada son verirken, başta Para Politikası Kurulu üyeleri ve Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğümüz çalışanları olmak üzere, Raporun hazırlanmasında emeği geçen tüm çalışma arkadaşlarıma ve katılımcılara teşekkürlerimi sunuyorum. Dinlediđiniz ve sabrınız için sizlere de teşekkür ediyorum.