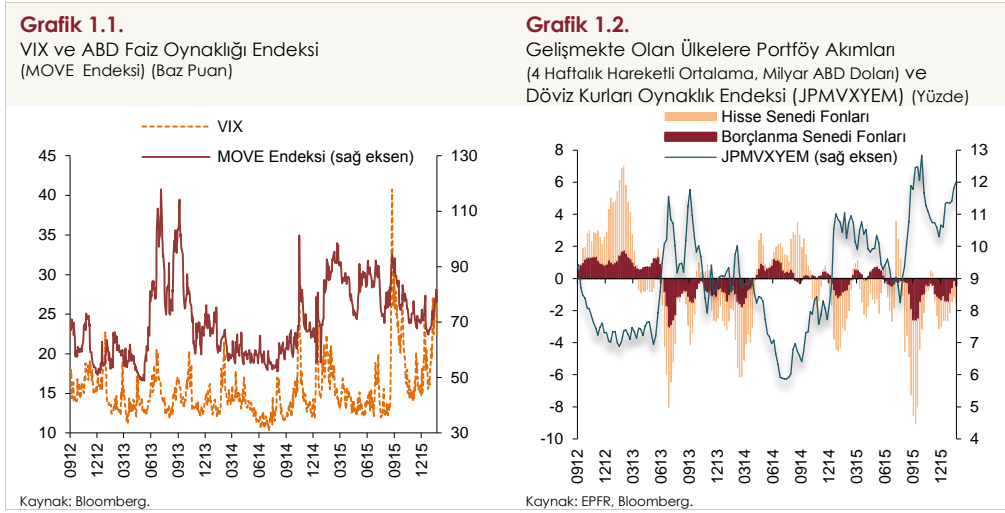


## 1. Genel Değerlendirme

Küresel para politikalarına dair belirsizlikler ve küresel büyümeye dair endişeler nedeniyle finans piyasalarındaki oynaklıklar devam etmektedir. 2015 yılı Aralık ayında ABD Merkez Bankası (Fed)'nin beklentiler çerçevesinde ilk faiz artışını gerçekleştirmesinin hemen sonrasında faiz oynaklıklarında bir miktar azalış gözlemlense de, 2016 yılının başından itibaren temelde Çin ekonomisine dair endişeler ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak oynaklıklarda artış yaşanmıştır (Grafik 1.1). Küresel iktisadi faaliyette 2014 yılından beri yaşanan yavaşlama eğilimi, gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olmak üzere, 2015 yılı ikinci yarısında sürmüştür. Emtia fiyatları da yakın dönemde düşüş eğilimini devam ettirmiştir. Gelişmekte olan ülkeler bu dönemde küresel dalgalanmalardan önemli oranda etkilenmiştir. Bu ülkelere yönelik portföy akımları zayıf görünümünü ve kur oynaklıkları ise yüksek seviyelerini sürdürmüştür (Grafik 1.2).



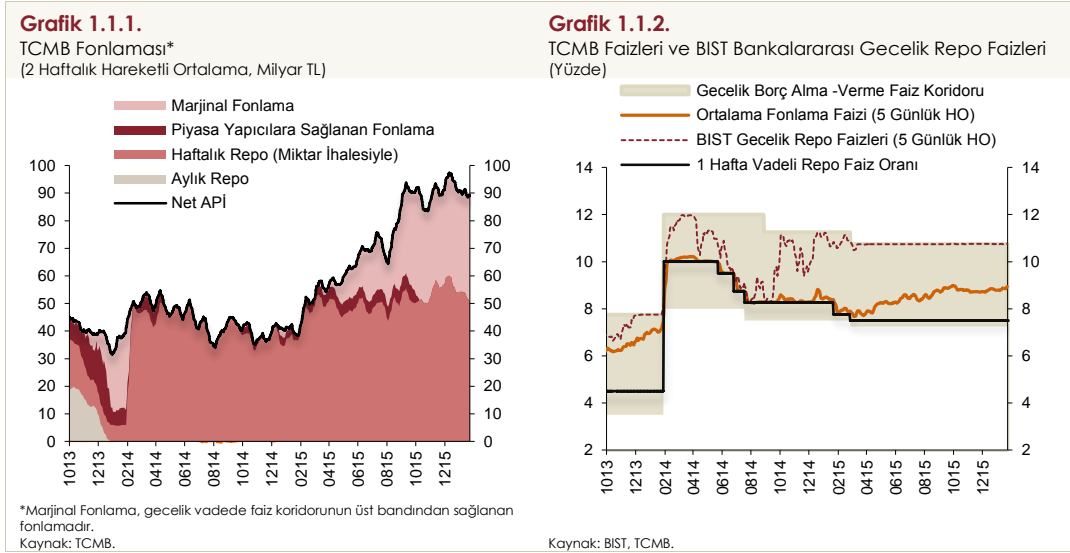
Küresel piyasalarda yaşanan oynaklığın etkileri Türkiye ekonomisinde de gözlenmiştir. Bununla birlikte yurt içi belirsizliklerin azalması ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından uygulanmakta olan sıkı para politikası ile diğer likidite ve finansal istikrar politikaları bu etkileri sınırlandırmıştır. Milli gelir ılımlı büyüme eğilimini istikrarlı bir şekilde sürdürmektedir. Artan jeopolitik risklere karşın Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir. Enflasyon gelişmeleri değerlendirildiğinde, enerji fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonu olumlu yönde etkilemeye devam ederken artan maliyet unsurları çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi sınırlamaktadır. TCMB, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunu sürdürecektir.

### 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

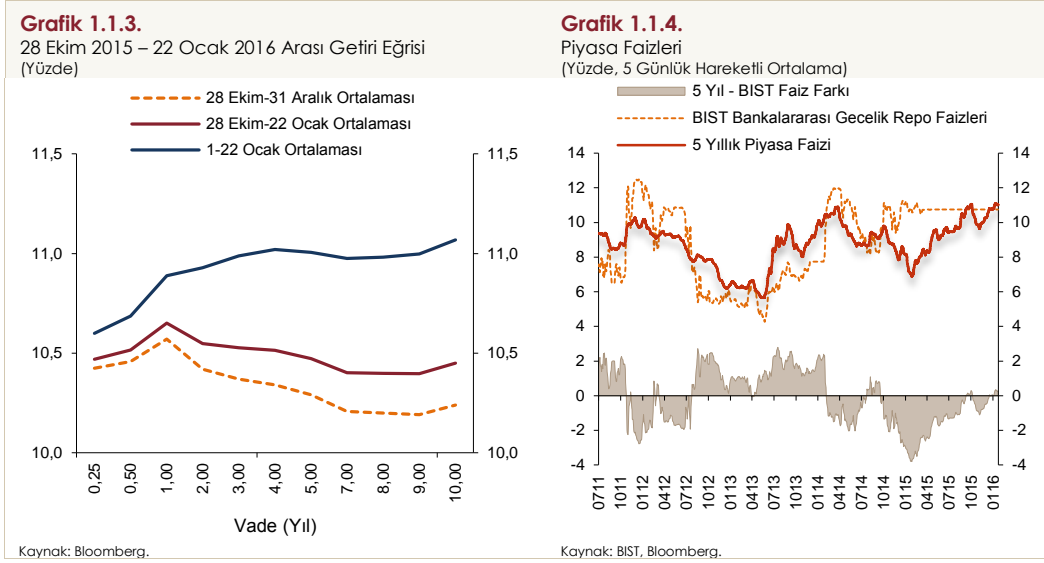
TCMB 2015 yılı Ağustos ayında küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin ilan ettiği yol haritası doğrultusunda Türk lirasında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici, finansal istikrar açısından ise destekleyici duruşunu sürdürmüştür. Yol haritasının açıklanmasını takiben, likidite politikasının operasyonel çerçevesinin sadeleştirilmesi amacı doğrultusunda piyasa yapıcısı bankalara TCMB'den yaptıkları gecelik borçlanmalarda sağlanan düşük faiz oranı imkanı kaldırılmış, teminat koşullarında sadeleştirmeye gidilmiştir. Türk lirası işlemler için

teminata döviz depo imkanı getirilmesine dair yapılan düzenlemeler ile bankaların likidite yönetiminin etkinleştirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca döviz likiditesini, çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı destekleyici yönde adımlar atılmaya devam edilmiştir.

2015 yılı genelinde TCMB, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları dikkate alarak para ve likidite politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. Bu doğrultuda, 2015 yılı son çeyreğinde ve 2016 Ocak ayında 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 bu dönemde de ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam ederken, marjinal fonlamanın payı yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 1.1.1). Buna bağlı olarak, ortalama fonlama faizi 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranının üzerinde, 2016 Ocak ayı itibarıyla yaklaşık yüzde 8,9 civarında gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, 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.



2015 yılı genelinde olduğu gibi, yılın son çeyreğinde de yataya yakın seyreden getiri eğrisi, 2016 yılı Ocak ayında pozitif bir eğim sergilemiştir (Grafik 1.1.3). Küresel piyasalardaki belirsizlikler, jeopolitik riskler ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş nedenleriyle artan uzun vadeli faizler bu gelişmede belirleyici olmuştur. Bu durum 5 yıllık piyasa faizi ile BIST bankalararası gecelik repo faizi arasındaki farka da yansımıştır. 2015 yılı son çeyreği genelinde negatif değerler alan söz konusu faiz farkı, Ocak ayının ilk haftalarında 5 yıllık piyasa faizinde görülen artışa bağlı olarak sınırlı miktarda pozitive geçmiştir (Grafik 1.1.4).

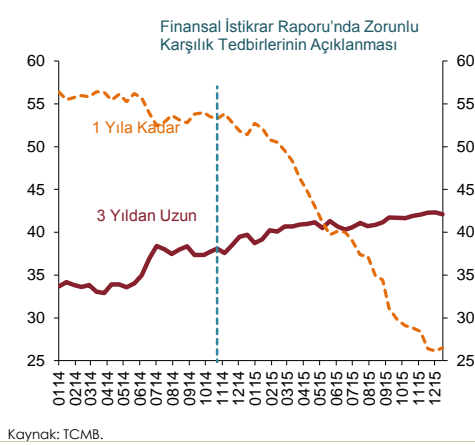


Türk lirası likidite politikasıyla ilgili olarak, yol haritasının açıklanmasını takip eden dönemde döviz depolarının teminata verilmesi imkanı ile ilgili uygulama esaslarında yapılan değişikliklerin de katkısı ile bankaların kısa vadeli fonlamasında piyasa ile yapılan kur takası (swap) işlemlerinin payında bir miktar azalma gözlenmiştir. Döviz teminat imkanının kullanım oranlarının ve bankalara tanınan limitlerin artması sonucunda piyasa ile yapılan kur takası ihtiyacının daha da azaltılmasının mümkün olabileceği dikkate alınarak söz konusu limitler 7 Ocak 2016 tarihinden itibaren 3 milyar ABD dolarından 3,6 milyar ABD dolarına ve 900 milyon eurodan 1,8 milyar euroya yükseltilmiştir. Ayrıca, 13 Ocak 2016 tarihinden geçerli olmak üzere, bankaların TCMB Bankalararası Para Piyasası'ndaki borçlanmaları için bulundurabildikleri yabancı para cinsi teminatların azami oranı yüzde 50'den yüzde 70'e yükseltilmiştir. Bu uygulamanın küresel nedenlerden dolayı kredi riski fiyatlamalarında ortaya çıkabilecek strese karşı dengeleyici bir rol oynaması ve Hazinesin yurt dışında ihraç ettiği yabancı para cinsi tahvillere yönelik talebi desteklemesi beklenmektedir. 2016 yılında uygulanacak Türk lirası likidite politikalarının detayları 9 Aralık 2015'te yayımlanan "2016 Yılı Para ve Kur Politikası Metni"nde yer almaktadır.

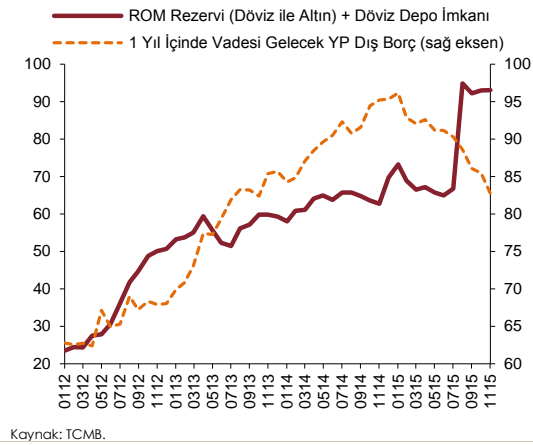
TCMB, faiz ve likidite politikasının yanı sıra finansal istikrarı destekleyici politika araçlarını kullanarak basiretli borçlanmayı desteklemeye devam etmektedir. 2014 yılı sonundan itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen faizlerde ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında çekirdek yükümlülükleri destekleyici ve çekirdek olmayan yükümlülüklerde vade uzatımını teşvik edici değişiklikler sayesinde yabancı para yükümlülüklerin vadesi uzarken, kredi/mevduat oranındaki artış eğilimi durmuştur (Grafik 1.1.5). Bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltmak ve çekirdek yükümlülüklerle ilave bir destek sağlamak amacıyla 2015 yılı Eylül, Ekim ve Aralık aylarında Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödenen faiz 50'ser baz puan artırılmıştır. Ayrıca, 9 Ocak 2016 tarihinde zorunlu karşılıkların kapsamına ilişkin bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu doğrultuda, katılım ve yatırım bankaları nezdindeki bazı fonlar zorunlu karşılığa tabi tutulmaya başlanmış ve çekirdek dışı yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir.

**Grafik 1.1.5.**

Mevduat Dışı YP Yükümlülüklerinin Vade Dağılımı (Yüzde)

**Grafik 1.1.6.**

ROM Rezervleri ve Döviz Depo İmkânı ile Bankaların 1 Yıl İçinde Vadesi Gelecek YP Dış Borcu (Milyar ABD Doları)

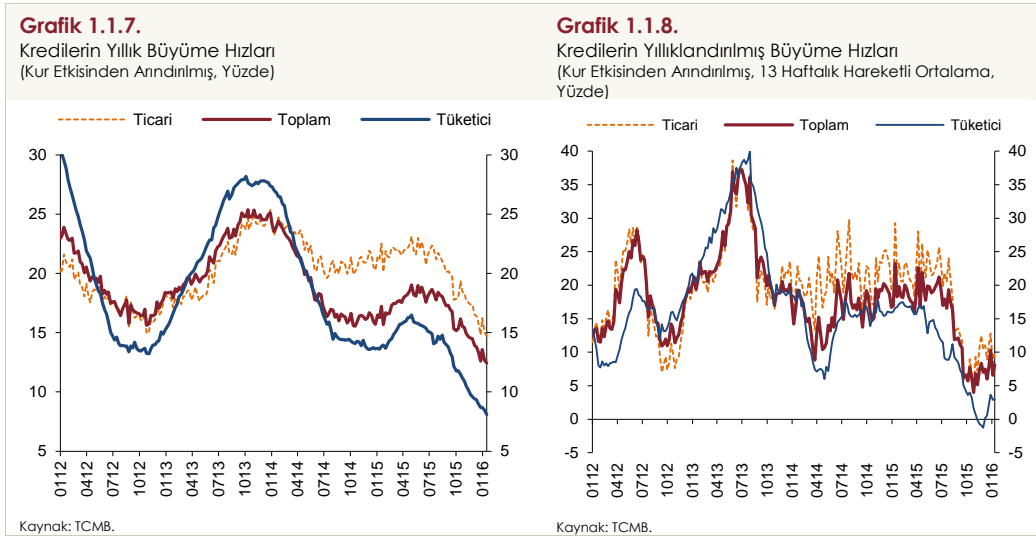


TCMB, Ağustos ayında açıklanan yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere de yer vermiştir. Bu amaçla, 1 Eylül 2015 tarihi itibarıyla bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri yükseltilmiştir. Bu çerçevede, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile ROM kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamının bankaların gelecek 1 yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye ulaşması sağlanmıştır (Grafik 1.1.6). Ayrıca, 9 Aralık 2015 tarihinde yayınlanan "2016 Yılı Para ve Kur Politikası Metni"nde rezerv opsiyon mekanizmasının (ROM) dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesine yönelik atılabilecek adımlar duyurulmuştur. Yol haritası kapsamında alınan bütün bu önlemlerin ekonominin küresel oynaklıklara karşı dayanıklılığını artırdığı değerlendirilmektedir.

Küresel oynaklıkların uzun süredir devam ettiği ekonomik konjonktürde Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerin sınırlandırılması önem taşımaktadır. Ekonomik temeller açısından değerlendirildiğinde, sıkı para politikası ve finansal istikrara dair alınan tedbirlerin katkısı ve emtia fiyatlarındaki sert düşüşlerle birlikte cari dengede son yıllarda önemli bir iyileşme yaşanması, kredi büyüme oranlarının makul düzeylerde seyretmesi ve kredi kompozisyonunun fiyat istikrarı ve finansal istikrarı destekleyici bir duruma gelmesi, ekonomik kırılganlıkları azaltan önemli gelişmeler olmuştur. Ayrıca, Ağustos ayında açıklanan yol haritasındaki önlemlerin etkili bir şekilde kullanılmasıyla döviz kurlarında ve kredilerde gözlenen aşırı oynaklıkların azaldığı gözlenmektedir. Uygulanmakta olan sıkı para politikasının ekonominin küresel şoklara olan hassasiyetini azaltarak finansal istikrarı desteklediği değerlendirilmektedir. TCMB, küresel oynaklıklarda kalıcı bir azalma yaşanması halinde veya dış denge ve finansal istikrar alanındaki kazanımları daha da iyileştirerek sürdüreceği politika önlemlerinin etkili bir şekilde kullanılması durumunda sıkı para politikasını daha dar bir faiz koridoru içerisinde uygulayabileceği görüşünü sürdürmektedir.

TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikasının ve BDDK'nın konut hariç bireysel kredilere yönelik yürürlüğe koyduğu makroihtiyati uygulamalarının da etkisiyle yavaşlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranı 2015 yılında kur etkisinden arındırılmış olarak hesaplandığında yüzde 13,6'ya gerilemiştir. Tüketici ve ticari kredi büyüme oranlarında yılın üçüncü çeyreğinde başlayan belirgin yavaşlama eğilimi, son çeyrekte de devam etmiş ve yıllık büyüme oranları bu iki grupta yıl sonu

itibarıyla sırasıyla yüzde 8,7 ve yüzde 16,2 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.7). Böylelikle, 2014 yılı başından beri olduğu gibi, 2015 yılı son çeyreğinde de ticari krediler tüketici kredilerine göre daha yüksek bir oranda büyümeye devam etmiştir. Kredi büyümesi ve kompozisyonundaki bu gelişmelerin dengelenme sürecine ve finansal istikrara katkı yapmanın yanı sıra, son dönemdeki maliyet gelişmelerinin enflasyon üzerindeki etkilerini sınırlayıcı yönde etki yapacağı değerlendirilmektedir. 13 haftalık ortalamaların yıllıklandırılmış büyüme hızlarına göre, tüketici kredileri 2015 yılı genelinde, ticari krediler ise daha çok yılın ikinci yarısında geçmiş yıllar ortalamalarının önemli ölçüde altında kalmıştır. Ancak yılın son çeyreğinde, ticari kredilerde daha belirgin olmak üzere her iki kalemden de 13 haftalık ortalamalara göre hesaplanan eğilimlerde sınırlı miktarda artış yaşanmıştır (Grafik 1.1.8). Yakın dönemde tüketici kredilerinin risk ağırlıklarına dair yapılan düzenlemeler önümüzdeki dönemde kredi büyümesini destekleyebilecektir. Bununla birlikte, finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi nedeniyle önümüzdeki dönemde yıllık kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyretmeye devam edeceği öngörülmektedir.



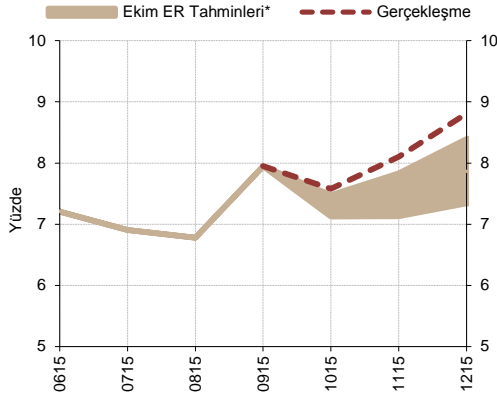
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

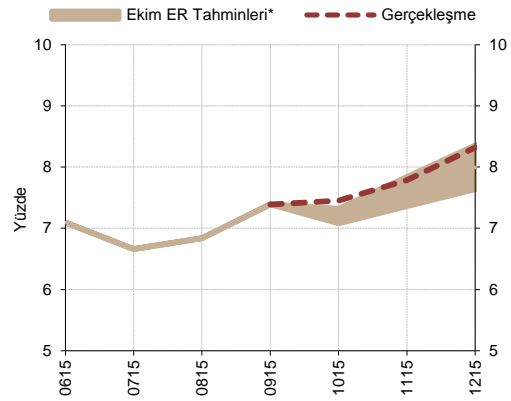
2015 yılının son çeyreğinde tüketici fiyat endeksi (TÜFE) enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,86 puan artarak yüzde 8,81 oranı ile hem Ekim Enflasyon Raporu öngörüsünün hem de yıl sonu enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Tahminlere kıyasla yıllık enflasyondaki yükselişte işlenmemiş gıda fiyatları önemli bir rol oynamıştır. Nitekim, bu dönemde işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon Ekim Enflasyon Raporu öngörüsüne yakın seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.2). Bu dönemde Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri özellikle temel mal grubu kanalıyla gözlenmeye devam etmiştir. Diğer taraftan, ithalat fiyatlarında gözlenen düşüş eğiliminin son çeyrekte de sürmesi TÜFE enflasyonundaki yükselişi sınırlayan temel unsur olmuştur.

**Grafik 1.2.1.**

Ekim 2015 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler (Yüzde)

\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB**Grafik 1.2.2.**

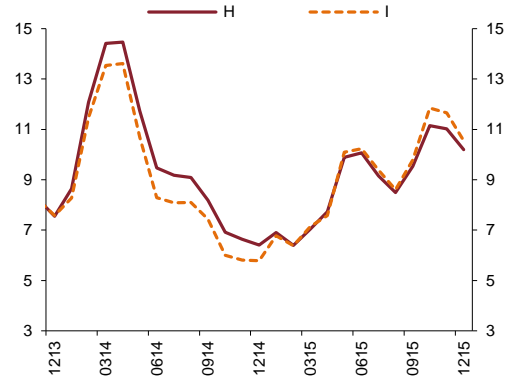
İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon İçin Ekim 2015 Tahminleri ve Gerçekleşmeler (Yüzde)

\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB

Yılın son çeyreğinde ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarında kaydedilen düşüşe karşın, gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleriyle birlikte enflasyon üzerindeki maliyet baskıları sürmüştür. Söz konusu artan maliyet unsurları çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi sınırlamaktadır (Grafik 1.2.3). Ayrıca, asgari ücrette yapılan ayarlamaların genel ücretler ile enflasyon üzerindeki yansımaları yakından izlenecektir (Grafik 1.2.4).

**Grafik 1.2.3.**

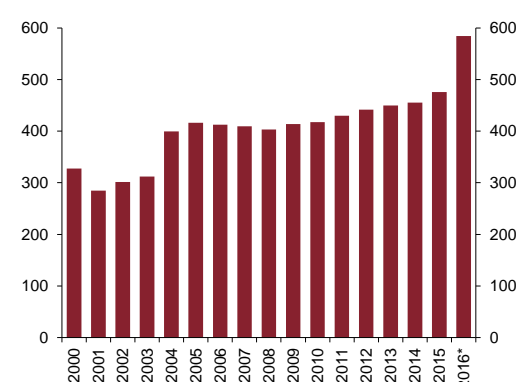
Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 1.2.4.**

Reel Brüt Asgari Ücret (2003 fiyatlarıyla, TL)

\*Reel brüt asgari ücret ilgili yıldaki ortalama cari brüt asgari ücretin ortalama tüketici fiyatları endeksinde bölünmesi ile elde edilmiştir. Tüketici fiyatları endeksi 2003=1 olarak alınmıştır. 2016 tüketici fiyatları için 2016 Ocak Enflasyon Raporu varsayımı kullanılmıştır.  
Kaynak: ÇŞGB, TÜİK, TCMB.

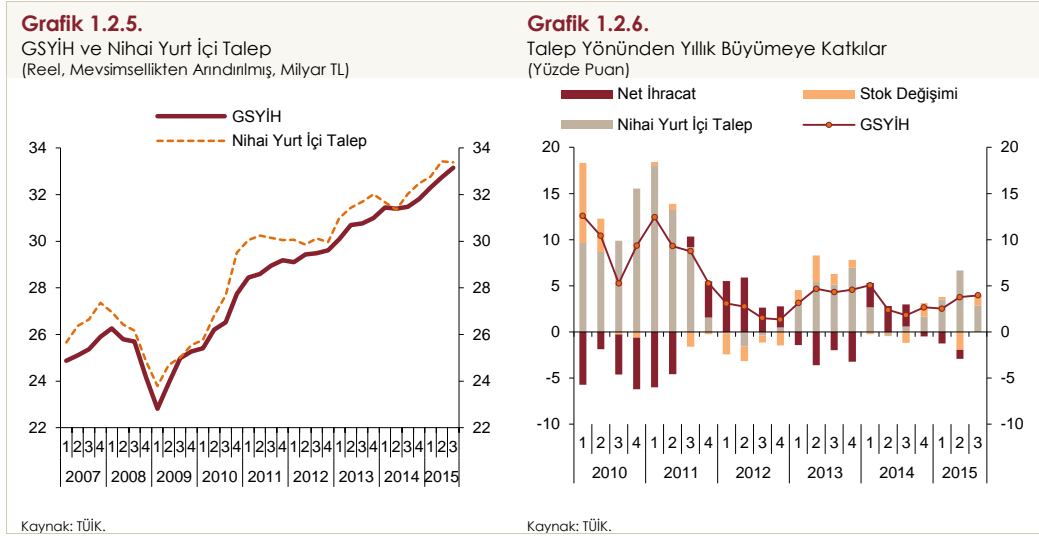
Özetle yılın son çeyreğinde gıda fiyatlarında süregelen artışların yanında 2015 yılında Türk lirasında gözlenen değer kaybının gecikmeli yansımalarıyla yıllık enflasyon yükselmiştir. Önümüzdeki dönemde de küresel piyasalardaki belirsizliklerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri ile enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklıkların enflasyon görünümü üzerinde belirleyici olmaya devam edeceği öngörülmektedir. Bunun yanında, net asgari ücrette 2016 yılı için yapılan yüksek oranlı ayarlamaların enflasyon üzerinde yansımaları olacaktır. Dolayısıyla enflasyonun bir süre daha yüksek

seyredeceği tahmin edilmektedir. Bu aşamada, para politikasındaki sıkı duruşun sürdürülmesinin yanı sıra, enflasyona ilişkin yapısal unsurlarla mücadelenin de önemini koruduğu değerlendirilmektedir.

Son yıllarda yaşanan önemli dış şoklara rağmen, uygulanan politika çerçevesi enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki bozulmayı sınırlı seviyelerde tutabilmiştir. Gelinen noktada fiyat istikrarına ulaşıldığını ifade etmek mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesinde elde edilen on yıllık tecrübe enflasyonla mücadelenin kolektif bir çaba gerektirdiğini göstermiştir. Kamu gelirler ve ücret politikaları ile gıda fiyatlarına dair yapısal unsurlar enflasyonla mücadelenin önemli bir parçasıdır. Ayrıca, basiretli borçlanmaya yönelik makroihtiyati önlemler de dengeli büyümeye katkı vermek yoluyla enflasyonla mücadele için elverişli bir zemin oluşturmaktadır. Dolayısıyla, enflasyonun yüzde 5 hedefine kalıcı olarak indirilebilmesi için bütün kurumların son yıllarda gösterilen çabayı kararlı bir duruşla sürdürmesi önem taşımaktadır.

### Arz ve Talep

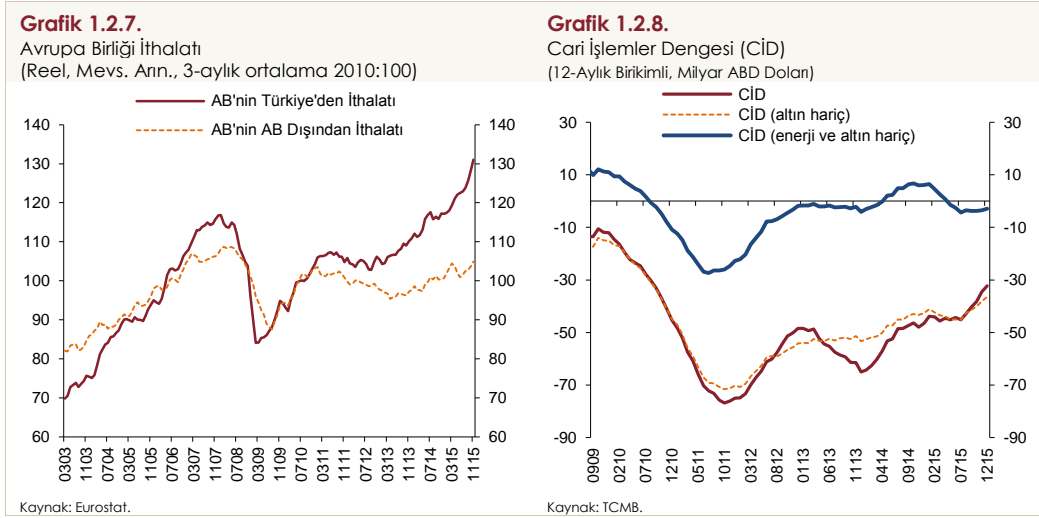
2015 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. Milli gelir dönemlik bazda yüzde 1,3, yıllık bazda yüzde 4,0 oranında yükselmiş ve istikrarlı büyüme eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.2.5). Üçüncü çeyrek gelişmeleri harcama tarafından değerlendirildiğinde, nihai yurt içi talebin ılımlı bir artış sergilediği, dış talebin ise üç çeyrekte sonra büyümeye pozitif katkı yaptığı gözlenmiştir (Grafik 1.2.6).



Mevcut göstergeler, son çeyrekte tüketimin bir önceki çeyreğe kıyasla daha ılımlı bir seyir izleyebileceği ve yatırımların bir miktar toparlanabileceği yönünde sinyaller içermektedir. Sanayi üretimi Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyrek ortalamasının yüzde 0,6 üzerinde gerçekleşmiştir. Aralık ayına ilişkin göstergelerle birlikte değerlendirildiğinde sanayi üretiminin yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla daha ılımlı bir artış sergilemesi beklenmektedir. Benzer şekilde, iç talebe ilişkin satış, üretim ve ithalat göstergeleri de nihai yurt içi talebin büyümeye katkısının ılımlı seyredeceğine işaret etmektedir. Altın hariç dış ticaret göstergelerine bakıldığında Ekim-Kasım döneminde ihracatta ithalata kıyasla daha güçlü bir artış gözlenmektedir. Jeopolitik riskler ve petrol fiyatlarında süregelen düşüşün etkisiyle petrol ihracatçısı ticaret ortaklarımızda gözlenmesi muhtemel gelir etkisi ihracatı sınırlandırabilecek unsurlar

olarak ortaya çıkarken AB ülkelerinin talebindeki artış ihracat üzerinde olumlu etki yapmaya devam etmektedir.

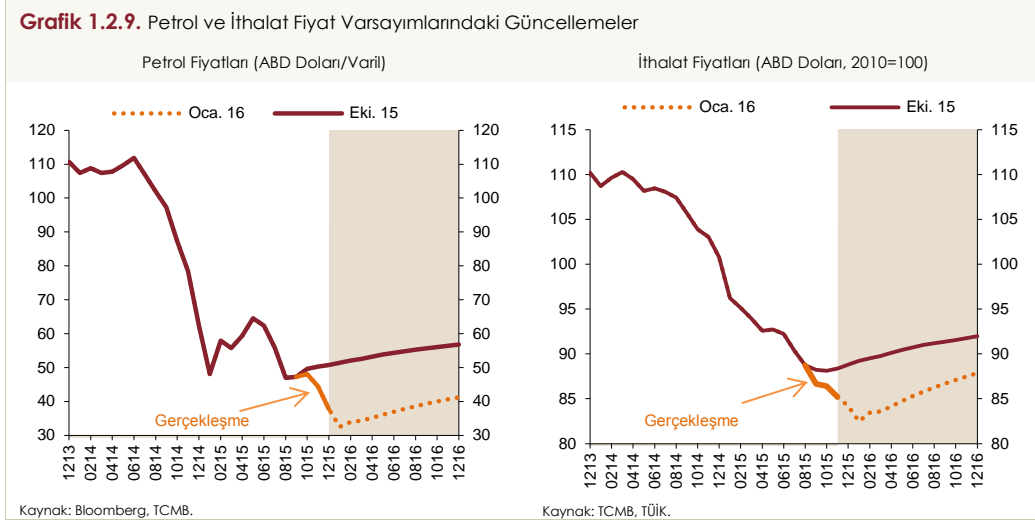
2016 yılı geneline ilişkin talep görünümü değerlendirildiğinde, 2015 yılına kıyasla daha güçlü bir iktisadi faaliyet beklenebilecektir. Yurt içi belirsizliklerin azalması ile birlikte tüketici ve yatırımcı güveninde yaşanan artışlar iç talebi destekleyebilecektir. 2015 yılında iç belirsizliklere bağlı olarak ertelenmiş yatırımların 2016'da kısmen de olsa hayata geçirilmesi ile küresel kriz sonrası gözlenen güçlü istihdam performansının ve yakın dönem ücret gelişmelerinin gelir kanalı üzerindeki etkisi yurt içi talebe katkı verecek unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra, cari açığa öngörülen düşüş ve güçlü kamu maliyesi de olası şoklara karşı ekonomi politikalarının dengeleyici yönde hareket edebilmesi açısından alan oluşturmaktadır. Avrupa Birliği ekonomisindeki toparlanma ihracatımızı desteklemeye devam ederken, Orta Doğu ile Rusya'ya yapılan ihracata ilişkin belirsizlikler aşağı yönlü risk unsurlarıdır (Grafik 1.2.7). Ayrıca küresel finans piyasalarındaki oynaklıklar ve küresel büyümeye dair endişeler finansal koşullar ve dış talep üzerinde olumsuz etki yapabilecektir. Özetle 2016 yılında iç talebin 2015 yılına kıyasla bir miktar güçlenmesi, dış talebin ise, jeopolitik risklerin varlığına karşın, Avrupa Birliği kaynaklı olarak toparlanma eğilimi sergilemesi beklenmektedir. Bu çerçevede, makroihtiyati politika tedbirlerinin korunması ve dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin katkısı ile cari açığa gözlenen iyileşme eğiliminin devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 1.2.8).



### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Başta petrol fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi 2015 yılının son çeyreğinde de sürmüştür. Büyük ölçüde Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki talep yetersizliğinden kaynaklanan bu eğilim Türkiye ekonomisinde 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 ve Tablo 7.1.1). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2016 yılı için 54 ABD dolarından 37 ABD dolarına düşürülmüştür. Ayrıca, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda da 2016 yılı için 4,9 puan aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Gıda fiyatları enflasyonu varsayımı, özellikle asgari ücret ayarlamalarının maliyet ve talep üzerindeki etkileri nedeniyle, 2016 yılı için yüzde 8'den yüzde 9'a çıkarılmıştır.



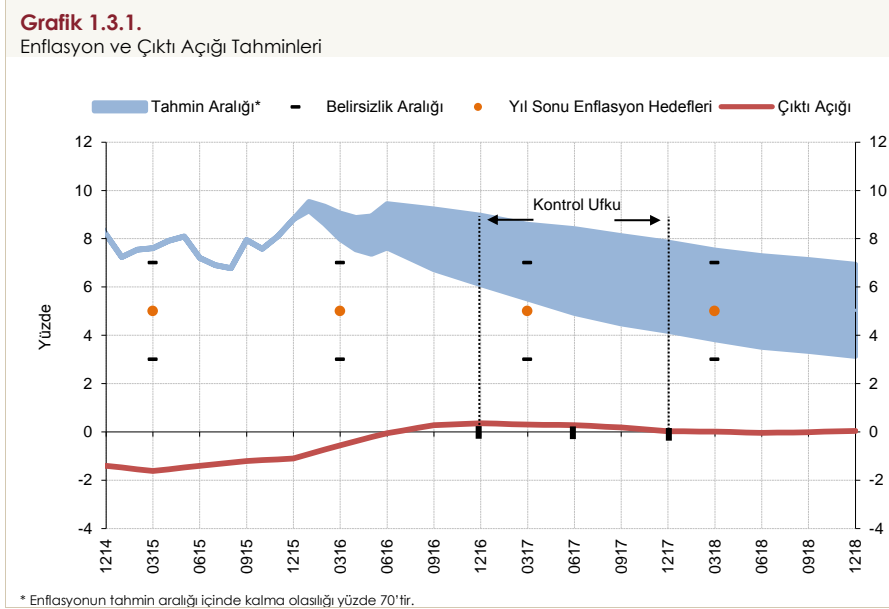


### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

2016 yılı Ocak ayından geçerli olmak üzere fiyatları yönetilen ve yönlendirilen bazı kalemlerde artışlar yapılmıştır. Söz konusu fiyat artışlarının yüzde 5'in üzerinde kalan kısmının 2016 yıl sonu enflasyonu üzerindeki ek etkisinin 0,4 puan olması beklenmektedir. Asgari ücretteki artışın bütçe dengesine ve dolayısıyla vergi ayarlamalarına nasıl bir etkisi olacağı dikkatle izlenmektedir. Ücret gelişmelerinin üretici maliyetlerine, toplam talebe ve enflasyona ne derece yansıtacağı, maliye politikası ve istihdam değişimine de bağlı olacağından asgari ücret artışı ile maliye politikası etkileşimi yakından takip edilmektedir. Orta vadeli tahminler üretilirken Ocak ayında açıklananlar dışındaki 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 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

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve kararlı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağı; 2016 yılında yüzde 7,5'e; 2017 yılında ise yüzde 6'ya geriledikten sonra 2018 yılında yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2016 yılı sonunda yüzde 6,1 ile yüzde 8,9 aralığında (orta noktası yüzde 7,5), 2017 yılı sonunda ise yüzde 4,2 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 6) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. (Grafik 1.3.1).



2016 ve 2017 yıl sonu enflasyon tahminlerinde Ekim 2015 Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 1 puan ve 0,5 puan yukarı yönlü güncellemeler yapılmıştır. Yukarıda da belirtildiği gibi 2015 yılı Ekim ayından bu yana özellikle petrol fiyatları kaynaklı olmak üzere ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarında önemli bir gerileme görülmüştür. Döviz kuru gelişmeleriyle birlikte değerlendirildiğinde petrol ve ithalat fiyat varsayımındaki aşağı yönlü güncellenmenin 2016 yıl sonu enflasyon tahminine Ekim Raporu'nda sunulan tahmine göre 0,6 puan düşürücü yönde etki yapacağı değerlendirilmiştir. Öte yandan, Ocak ayında açıklanan kamu fiyat ayarlamalarının enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşen kısmının 2016 yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan yukarı çekeceği hesaplanmıştır. Bu dönemde tahminler üzerinde etkili bir diğer önemli gelişme net asgari ücret artışı olmuştur. Açıklanan kamu desteği hesaba katılmak suretiyle, asgari ücret artışının işverene maliyeti ve talep üzerindeki etkileri dikkate alınarak 2016 yıl sonu enflasyon tahmininde 1 puana yakın yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Bu etkinin 0,3 puanı asgari ücret artışının etkisi göz önünde bulundurularak 2016 yılı için yüzde 8'den yüzde 9'a yükseltilen gıda enflasyonuna atfedilmektedir. Son olarak, 2015 yıl sonu enflasyon gerçekleşmesinin Ekim Enflasyon Raporu'nda verilen tahmine göre yüksek gerçekleşmesi ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki yükselişin 2016 yıl sonu enflasyonunu 0,2 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. Bir önceki Rapor tahminlerine göre 2016 yıl sonu tahminlerindeki değişikliklerin kaynakları özetlenecek olursa; asgari ücret artışı yaklaşık 1 puan yukarı yönlü, enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşen kamu fiyat ayarlamaları 0,4 puan yukarı yönlü, enflasyon ana eğilimindeki yükseliş ise 0,2 puan yukarı yönlü etki yapmıştır. Türk lirası cinsinden petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncelleme ise 0,6 puan aşağı yönlü etki yapmıştır.

Ayrıca, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2017 yıl sonu enflasyon tahminindeki 0,5 puanlık yukarı yönlü güncellenmenin 0,2 puanı asgari ücret artışının gecikmeli etkilerinden, 0,3 puanı da 2016 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncelleme ve enflasyonun ana eğilimindeki bozulmadan kaynaklanmıştır.

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredilerin yıllık büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Kredilerin yakın dönem büyüme eğilimine bakıldığında tüketici kredilerinin 2015 yılı genelinde, ticari kredilerin ise yılın ikinci yarısında tarihsel ortalamaların altında kaldığı gözlenmektedir. Yakın dönemde yapılan risk ağırlıklarına dair düzenlemelerin ve asgari ücret ayarlamalarının, kredi arzı ve hanehalkı geliri kanallarıyla kredi büyümesini destekleyeceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, finansal koşullarda devam eden sıklık sebebiyle yıllık kredi büyüme hızlarındaki makul düzeylerin korunacağı öngörülmektedir. Kredilerin bileşimine bakıldığında, ticari kredilerin tüketici kredilerine kıyasla daha yüksek bir oranda büyümeye devam ettiği görülmektedir. Bu bileşim, bir yandan orta vadeli enflasyon baskılarını sınırlarken diğer yandan cari açığındaki düzelmeyi desteklemektedir.

Önümüzdeki dönemde, iç talebin büyümeye verdiği katkının bir miktar yükseleceği ve Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracatı olumlu yönde etkilemeye devam edeceği öngörülmektedir. Yurt içi belirsizliklerin azalması ile birlikte yatırımcı ve tüketici güveninde yaşanan iyileşmenin, petrol fiyatlarındaki düşüşün sürmesi ile ortaya çıkan harcama alanının ve yakın dönem ücret gelişmelerinin alım gücü üzerindeki etkisinin iç talebi destekleyeceği değerlendirilmektedir. Devam eden küresel oynaklıklar ve finansal koşullardaki sıklık ise iç talep artışını sınırlayan unsurlardır. Dış talebe bakıldığında, jeopolitik gelişmeler aşağı yönlü risk oluştursa da Avrupa ekonomisinde görülen toparlanma eğilimi ve ihracatımızın pazar değiştirme esnekliği bu riski sınırlamaktadır. Nitekim son dönemlerde Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatta belirgin bir ivmelenme gözlenmektedir. Ayrıca, emtia fiyatlarındaki sert düşüş kaynaklı dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerindeki yavaş seyir de cari dengedeki iyileşmeyi desteklemektedir. Bu doğrultuda, önümüzdeki dönemde de cari işlemler açığındaki azalmanın devam edeceği öngörülmektedir.

Enerji fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonu olumlu yönde etkilemeye devam etmekle birlikte, artan maliyet unsurları çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi sınırlamaktadır. Gıda fiyatlarında, temelde işlenmemiş gıda grubu kaynaklı olmak üzere oynaklık devam etmektedir. Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri de özellikle temel mal enflasyonunda gözlenmektedir. Ayrıca, asgari ücret ayarlamasının genel ücretlere yansımalarıyla birlikte, enflasyon üzerinde ücretlerden gelen maliyet ve talep baskılarının önümüzdeki dönemde artacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, çekirdek enflasyon göstergelerinin bir süre daha yüksek seviyelerini koruması beklenmektedir. Hedefin üzerinde seyreden enflasyonun beklentiler üzerindeki etkisi ve ücret artışlarındaki ivmelenme ekonomi genelinde fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. Bu çerçevede TCMB, ücret gelişmelerinin ve küresel piyasalardaki belirsizliklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkileri ile enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklıkları dikkate alarak, gerekli görülen süre boyunca likidite politikasındaki sıkı duruşu korunacağını ifade etmiştir. 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 ile bu ülkelerin risk primleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Kur oynaklıkları da yüksek seviyelerini

sürdürmektedir. TCMB, 2015 yılının Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılmasının ekonomimizin küresel şoklara karşı dayanıklılığını artırmakta olduğunu değerlendirmektedir.

Önümüzdeki dönemde, küresel ve yurt içi oynaklıklar yakından takip edilerek döviz ve Türk lirası piyasalarında gerekli önlemler alınmaya devam edilecektir. Bu doğrultuda, kredi büyüme hızlarında gözlenen yavaşlamanın kalıcı olması ve döviz kurları üzerindeki yukarı yönlü baskının devam etmesi durumunda, sıkı likidite politikası korunurken yabancı para cinsinden kıymetlere dayalı fonlama koşullarının gözden geçirilmesi suretiyle Türk lirasının değerini ve kredi büyümesini destekleyici yönde adımlar atılabilecektir. Bu çerçevede TCMB politika duruşu enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici niteliğini koruyacaktır.

TCMB, geniş faiz koridorunun küresel oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde döviz kuru oynaklıklarının düşürülmesine katkı yapan önemli bir araç olarak kullanıldığını belirtmiştir. Küresel oynaklıklarda kalıcı bir düşüş yaşanması halinde bu araca duyulan ihtiyacın azalabileceği değerlendirilmektedir. Geniş bir faiz koridoruna duyulan ihtiyacı azaltan diğer bir unsur ise Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılmaya başlanması olmuştur. Gerek döviz kurlarında gerekse kredilerde gözlenen aşırı oynaklıkların bu yeni araçların devreye alınması ve etkili bir biçimde kullanılması sayesinde azaldığı gözlenmektedir. TCMB, küresel oynaklıklarda kalıcı bir düşüş yaşanması veya Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının küresel oynaklığın Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini kalıcı olarak azaltması halinde para politikasının daha dar ve standart bir faiz koridoru içerisinde uygulanabileceği değerlendirilmesini sürdürmektedir.

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 öngörülmeyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

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