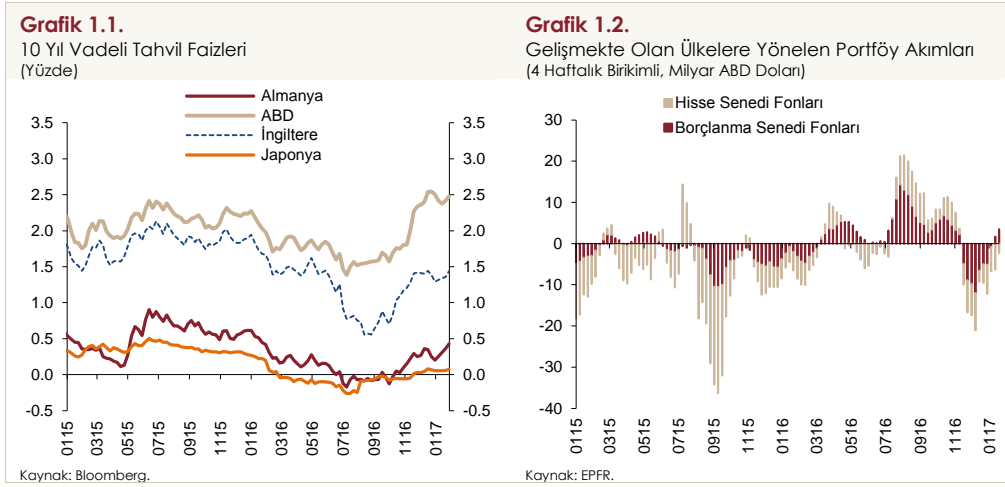


## 1. Genel Değerlendirme

2016 yılı Kasım ayında gerçekleşen ABD seçimleri sonrasında küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler artarak devam etmiş; ABD'de destekleyici maliye politikasıyla büyümenin ivme kazanacağı ve Fed'in para politikasını öngörülenden hızlı sıkılaştıracağı beklentileri güçlenmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak yılın son çeyreğinde gelişmiş ülke faiz oranlarında artışlar yaşanmış ve ABD doları değer kazanmıştır (Grafik 1.1). Söz konusu gelişmeler Kasım ayından itibaren sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere yönelmesine yol açmıştır (Grafik 1.2).

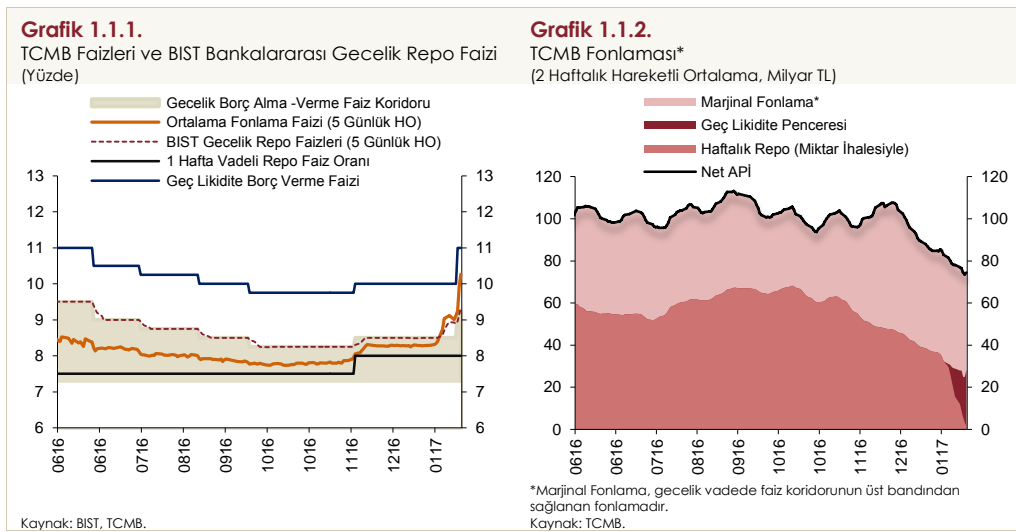


Küresel piyasalarda yaşanan oynaklığın yanı sıra, jeopolitik gelişmeler ve yurt içi belirsizlikler 2016 yılının dördüncü çeyreğinde yurt içi finansal piyasaların dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuş; Türkiye döviz kuru ve piyasa faizlerinde diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılmıştır. Bu dönemde, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'den de portföy çıkışları yaşanmış, tahvil piyasasındaki çıkışlar hisse senedi piyasasına göre daha belirgin olmuştur. Finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, TCMB'nin likidite tedbirlerinin gecikmeli etkileri ve kamu teşvikleri sayesinde, son aylarda kredi kullanımında toparlanma eğilimi gözlenmektedir. 2016 yılının son çeyreğinde, tüketici kredileri ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerdeki canlanmanın da etkisiyle kredi büyümesindeki ılımlı artış devam etmiştir. Ayrıca, işletmelere yönelik kamu kredi destekleri sayesinde bankalar tarafından küçük ve orta ölçekli işletmelere uygulanan kredi faizleri düşme eğilimi göstermektedir.

2016 yılı sonunda tüketici enflasyonu Türk lirasındaki değer kaybı, vergi ayarlamaları ve gıda fiyatlarındaki kısmi yükselişin etkisiyle bir önceki çeyreğe kıyasla artarak yüzde 8,53 olmuştur. İktisadi faaliyet yılın üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümle uyumlu olarak dönemlik bazda daralırken, mevcut göstergeler dördüncü çeyrekte ana eğilimde ılımlı bir toparlanmaya işaret etmektedir. İç talep görece olarak daha zayıf seyrederken Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir. Alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma eğiliminin devam etmesi beklenmektedir. Son olarak, emtia fiyatlarının cari açık üzerindeki olumlu etkisinin önümüzdeki dönemlerde kademeli olarak azalacağı ancak net mal ihracatındaki toparlanma ile cari dengedeki iyileşmenin devam edeceği değerlendirilmektedir.

## 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

TCMB, küresel ve yurt içi finans piyasalarındaki oynaklıkların döviz piyasası ve kredi koşulları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici duruşunu 2016 yılı son çeyreğinde de korumuştur. Küresel belirsizliklerdeki artış ve yüksek oynaklıklara bağlı olarak gerçekleşen döviz kuru hareketlerinin, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarına yansımalarını sınırlamak amacıyla, Kasım ayında bir miktar parasal sıkılaştırma gerçekleştirilerek marjinal fonlama faizi 25 baz puan, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ise 50 baz puan yükseltilmiştir (Grafik 1.1.1). Aralık ayında döviz kuru hareketleri ve petrol fiyatlarındaki yükselişin enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk oluşturduğu, toplam talep gelişmelerinin dengeleyici etkilerinin takip edilmesinin faydalı olacağı değerlendirilerek, faiz oranlarında değişiklik yapılmamıştır.

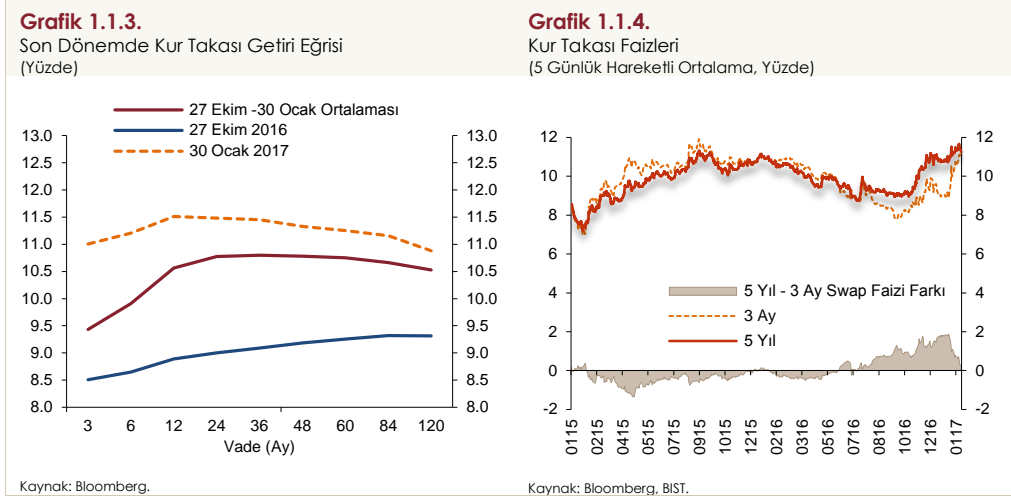


TCMB, Ocak ayında özellikle döviz piyasasında gözlenen aşırı oynaklığa karşı bir dizi likidite tedbiri almıştır. Bu çerçevede, 12 Ocak 2017 tarihinden bu yana 1 hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiştir; 16 Ocak tarihinden itibaren marjinal fonlamanın da sınırlandırılmasının etkisiyle gerekli görülen günlerde sistemin fonlama ihtiyacının bir kısmı geç likidite penceresi borç verme faiz oranından karşılanmıştır (Grafik 1.1.2). Söz konusu uygulamaların etkisiyle TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ve BIST Bankalararası gecelik repo faizinde belirgin bir artış gözlenmiştir (Grafik 1.1.1). Ayrıca, Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliği ve araç çeşitliliğini artırmak amacıyla 17 Ocak'ta Türk lirası depoları karşılığı döviz depoları piyasası açılmıştır. 24 Ocak tarihinde yapılan PPK toplantısında ise, döviz kurlarında gözlenen aşırı hareketliliğin etkisiyle enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiştir. Bu çerçevede, marjinal fonlama faizi 75 baz puan artırılarak yüzde 9,25'e, geç likidite penceresi borç verme faiz oranı ise 100 baz puan artırılarak yüzde 11'e yükseltilmiştir.

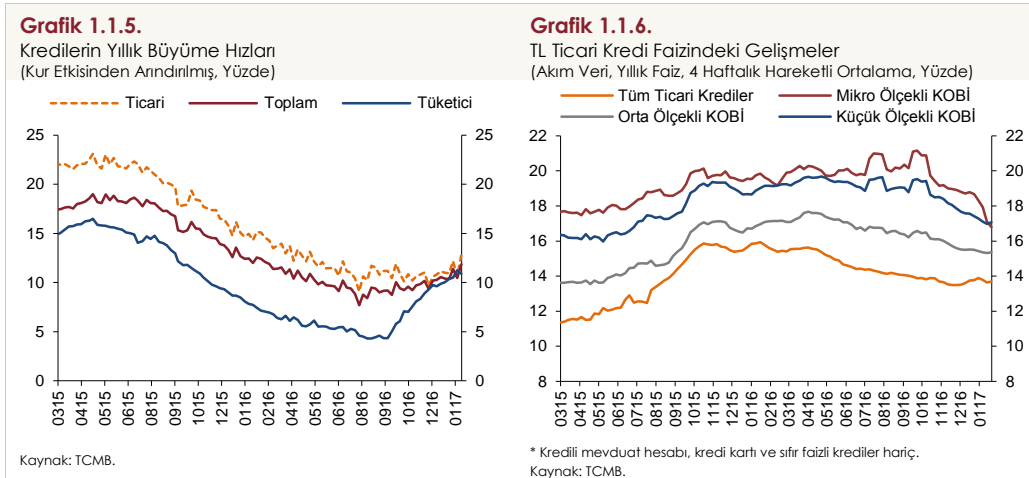
TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir. Ayrıca, döviz

piyasasında iktisadi temellerle uyumlu olmayan sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi halinde likidite araçları ile gerekli tedbirler alınacaktır.

Küresel, jeopolitik ve yurt içi belirsizliklerdeki artışa ve enflasyon beklentilerindeki yükselişe bağlı olarak getiri eğrisi geçtiğimiz Rapor dönemine göre tüm vadelerde yukarı doğru kaymakla birlikte (Grafik 1.1.3), uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle son dönemde yataylaşmıştır (Grafik 1.1.4).



Finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, TCMB'nin likidite tedbirlerinin gecikmeli etkileri ve kamu teşvikleri sayesinde finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranında 2016 yılının son çeyreğinde ılımlı bir artış eğilimi gözlenmiştir (Grafik 1.1.5). Kredilerin alt kalemlerine bakıldığında, söz konusu dönemde ticari kredilerin Türk lirası krediler kaynaklı olarak sınırlı bir oranda arttığı; tüketici güvenindeki kısmi toparlanma ve yapılan düzenlemelerin gecikmeli etkileriyle tüketici kredilerindeki artış eğiliminin güçlenerek devam ettiği görülmüştür. Tüketici kredilerinin alt kalemleri incelendiğinde artışın genele yayıldığı değerlendirilmektedir. Yurt içi ve yurt dışı finansman koşullarındaki sıkılaştırma ile birlikte 2016 yılı son çeyreğinde kredi koşullarındaki sıkılık devam etmiştir. Öte yandan, küçük ve orta ölçekli işletmelere verilen TL kredi faizleri yılın son çeyreğinde destekleyici kamu politikalarının etkisiyle gerilemiştir (Grafik 1.1.6).



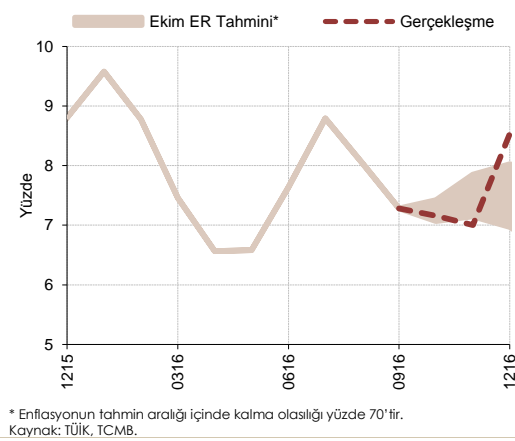
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

Temmuz ayı sonrasında kademeli bir yavaşlama eğilimi sergileyen tüketici enflasyonu Kasım ayında yüzde 7 ile Ekim Enflasyon Raporu tahminlerinin alt bandına yakın gerçekleşmiştir. Ancak Aralık ayında enflasyon işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklık ve tütün fiyat ayarlamalarının da etkisiyle önemli bir oranda artarak yılı yüzde 8,53 ile tahmin üst bandının üzerinde tamamlamıştır (Grafik 1.2.1). İşlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyondaki artış ise daha sınırlı olmuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmede Türk lirasındaki değer kaybı ve vergi ayarlamalarının etkisi öne çıkmıştır.

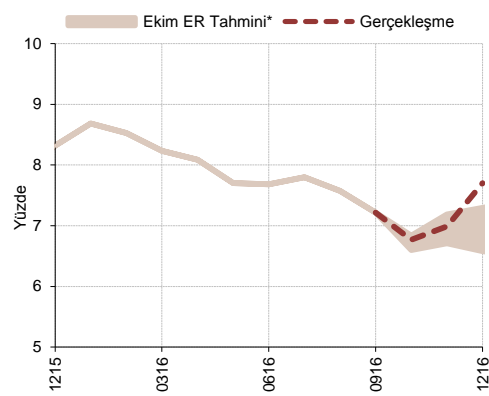
**Grafik 1.2.1.**

Ekim 2016 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler (Yüzde)



**Grafik 1.2.2.**

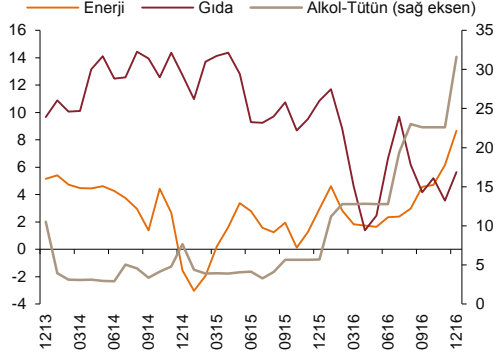
İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon için Ekim 2016 Tahminleri ve Gerçekleşmeler (Yüzde)



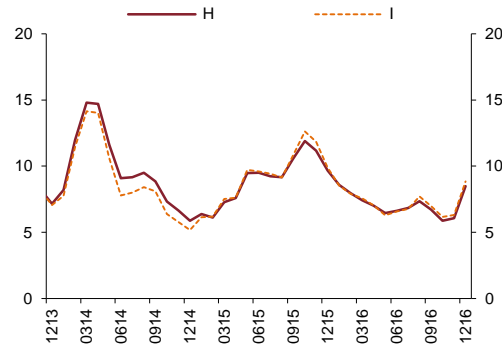
Bu dönemde Türk lirasındaki belirgin zayıflamanın ilk yansımaları kur geçişkenliğinin hızlı olduğu enerji fiyatları üzerinde gözlenmiştir. Bu etkiye ek olarak ham petrol fiyatlarının da yükselmesiyle enerji enflasyonu hızlı bir artış kaydetmiştir (Grafik 1.2.3). Döviz kurundaki artış temel mal grubu enflasyonunu da olumsuz etkilemiş, Kasım ayına kadar istikrarlı bir yavaşlama eğilimi sergileyen grup enflasyonu yılın son ayında vergi artışlarının da etkisiyle yükselmiştir.

Başta tütün ürünlerine yönelik olmak üzere son dönemde yapılan vergi ayarlamaları enflasyon üzerinde belirgin bir yukarı yönlü etki yapmıştır. Kasım ayında otomobillerde Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) düzenlemesi yapılmış; Aralık ayında ise alkollü içecek ve tütün ürünlerinin ÖTV oranı 2016 yılı Ocak ayındaki vergi artışının ardından ikinci kez yükseltilmiştir (Grafik 1.2.3). Böylelikle, 2016 yılında vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyona katkısı tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

Gıda enflasyonu Kasım ayına kadar ılımlı bir seyir izleyerek geçmiş yıllara kıyasla enflasyona nispeten sınırlı bir katkı yapmıştır. Aralık ayında ise Türk lirasındaki değer kaybı ve olumsuz hava koşullarının etkisi ile gıda enflasyonunda artış gözlenmiştir (Grafik 1.2.3). Söz konusu yükselişe rağmen gıda enflasyonu gerek turizm sektöründeki daralmanın gerekse alınan tedbirlerin etkisi ile yılı yüzde 5,65 ile tarihsel olarak düşük olarak nitelendirilebilecek bir seviyede tamamlamıştır. Böylelikle gıda yıllık enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu öngörüsü ile uyumlu bir seviyede gerçekleşmiştir.

**Grafik 1.2.3.**Gıda, Enerji ve Alkollü İçecek-Tütün Fiyatları  
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

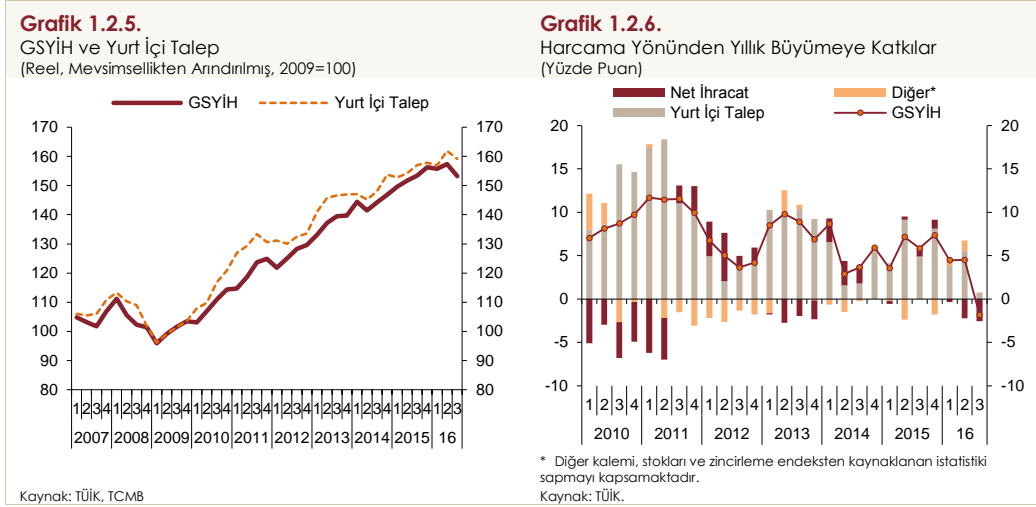
**Grafik 1.2.4.**Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama Yüzde Değişim)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Yılın son çeyreğinde temel mal grubu fiyatları alt gruplar bazında farklılık arz etmiş; giyim, mobilya gibi gruplarda enflasyon yavaşlarken iç satışların nispeten güçlü olduğu sektörlerde enflasyonda yukarı yönlü bir eğilim kaydedilmiştir. Hizmet enflasyonu, gıda enflasyonundaki ılımlı görünüm ve talep koşullarındaki zayıf seyre karşın, özellikle reel birim işgücü maliyetleri ve İstanbul ili başta olmak üzere kiralarda yaşanan artışa bağlı olarak yüksek seyrini korumuştur. Yılın sonuna doğru üretici fiyatları kaynaklı baskılar belirginleşmiş, özellikle Aralık ayında yayılım endekslerine göre fiyat artırma eğilimi güçlenmiştir. Bu görünüm altında, çekirdek göstergelerin ana eğilimi Aralık ayı ile birlikte yukarı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.4). Benzer bir yukarı yönlü hareket TCMB bünyesinde takip edilen alternatif temel enflasyon göstergelerinde de gözlenmiştir. Özetle, yakın dönemde enflasyon görünümü iktisadi faaliyetin sınırlayıcı etkisine rağmen vergi artışları, güçlenen maliyet yönlü baskılar ve gıda fiyatlarındaki kısmi yükseliş sonucunda bozulmuştur.

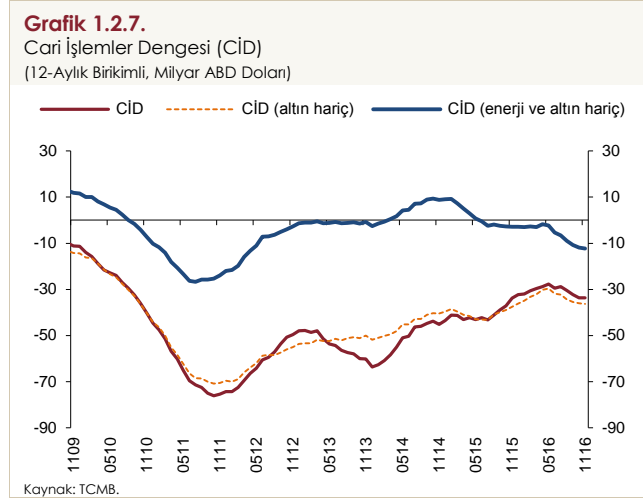
### Arz ve Talep

Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyette belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) bir önceki çeyreğe göre yüzde 2,7, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise yüzde 1,8 oranında düşüş kaydetmiştir (Grafik 1.2.5). İktisadi faaliyette turizm gelirlerindeki düşüş nedeniyle oluşan ivme kaybının, Temmuz ayındaki gelişmelerin yurt içi talep üzerindeki olumsuz etkileriyle derinleştiği görülmektedir (Grafik 1.2.6). Kamunun tüketim harcamalarındaki kuvvetli artış (yıllık yüzde 23,8) ile inşaat sektöründeki ılımlı görünüm, yurt içi talebin diğer bileşenlerindeki düşüşün büyüme üzerindeki etkilerini hafifletmiştir. Bunlara ilaveten, uzatılan bayram tatilleri ve Temmuz ayı ortasındaki olumsuzluklara bağlı olarak gerçekleşen işgünü kayıplarının da faaliyet üzerinde olumsuz etkileri gözlenmiştir. Bu sebeple, iktisadi faaliyetteki ana eğilimin yavaşlama yönünde olmakla birlikte açıklanan verilerin ima ettiği kadar zayıf olmadığı değerlendirilmektedir. Normal takvim etkilerine ek olarak, söz konusu iş günü kayıplarının da etkileri dışlandığında, üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin yıllık bazda daralma yerine sınırlı bir büyüme kaydettiği tahmin edilmektedir.



2016 yılı son çeyreğine ilişkin göstergeler, iktisadi faaliyette, üçüncü çeyrekteki iş günü kayıplarının telafisine bağlı teknik toparlanma haricinde ılımlı bir büyüme işaret etmektedir. Alınan tedbirler ve uygulamaya koyulan teşviklerin etkisiyle artan kredi kullanımının yanı sıra, dayanıklı tüketim mallarında öne çekildiği düşünülen talep son çeyrekte özel tüketimi canlandırmıştır. Ancak, dayanıklı mallar haricinde kalan ürünlere olan talep zayıf seyretmiş ve özel tüketim talebindeki toparlanmanın sektörel yayılımı sınırlı kalmıştır. Yatırımlardaki toparlanma ise tüketim harcamalarına göre daha yavaştır. Bu bilgiler ışığında, yurt içi talepte son çeyrekte yıllık bazda ılımlı bir artış beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde dış ticaret hadlerinin cari açık üzerinde süregelen olumlu etkisinin azalması beklenmekle birlikte, Rusya ile ilişkilerin normalleşmeye başlamasının ve Türk lirasındaki değer kaybının net ihracata desteğinin dönemlik toparlanmayı destekleyeceği değerlendirilmektedir (Grafik 1.2.7).

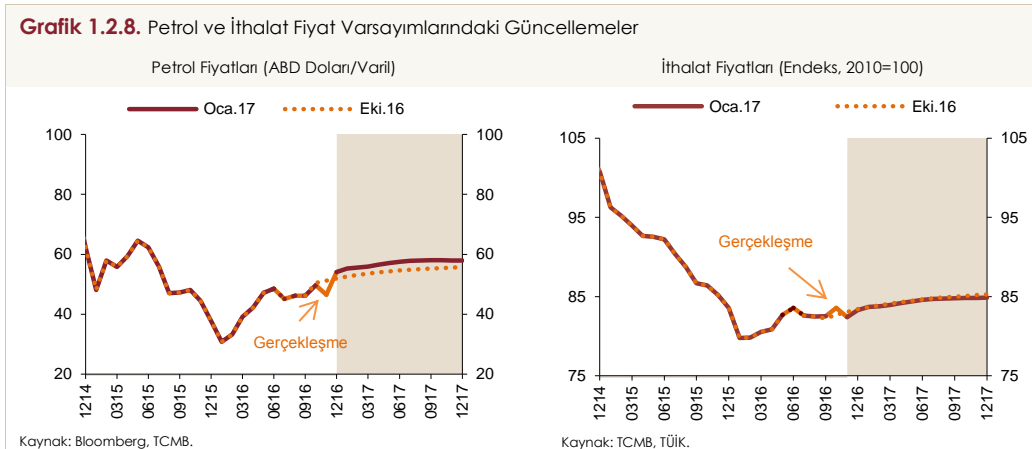
Önümüzdeki dönemde, turizm görünümünde kayda değer bir iyileşme sinyali olmamasına rağmen, alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma eğiliminin devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, son dönemde belirsizlik algısının yükselmesi, yurt içi talebi hem tüketim hem yatırım kanalından sınırlayabilecektir. Küresel büyüme görünümü ve gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının zayıf seyri ve jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Cari denge tarafında ise iyileşmenin sürmesi beklenmektedir. Emtia fiyatlarındaki artışa karşılık, büyümedeki ılımlı görünümün önümüzdeki dönemde ithalat artışını sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Çevre ülkeler ile normalleşmeye başlayan ilişkiler, Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın devam etmesi ve jeopolitik gelişmelerin sınırlayıcı etkilerine rağmen ihracatın pazar çeşitlendirme esnekliğinin olumlu etkileriyle cari dengenin 2017 yılında iyileşeceği öngörülmektedir.



### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ekim Enflasyon Raporu'nda 54 ABD doları olarak varsayılan ham petrol fiyatı 2017 yılı ortalaması yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde 57 ABD dolarına yükseltilmiştir. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı ise, ham petrol dışındaki emtia fiyatlarının görece düşük seyrine bağlı olarak 2017 yılı için sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.8). Ancak Türk lirası cinsinden bakıldığında geçtiğimiz Rapor dönemine göre ithalat fiyatlarında da belirgin bir yukarı yönlü güncelleme olduğu görülmektedir.

Ekim Enflasyon Raporu'nda 2016 yılı sonunda yüzde 6 olacağı öngörülen gıda enflasyonu yüzde 5,65 ile öngörülerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Ancak, son dönemde gözlenen olumsuz hava koşullarının gıda arzı üzerindeki olası etkileri ve Türk lirasındaki değer kaybının yansımalarına bağlı olarak 2017 yılında gıda enflasyonunda yükseliş öngörülmektedir. Öte yandan, turizmdeki yavaşlamanın gıda talebi üzerinde süregelen etkisinin ve Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin bu yükselişi kısmen sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 7 olacağı varsayılan 2017 yıl sonu gıda enflasyonu, yüzde 9'a güncellenmiştir. 2018 yılı gıda enflasyonu varsayımı ise yüzde 7 olarak korunmuştur.

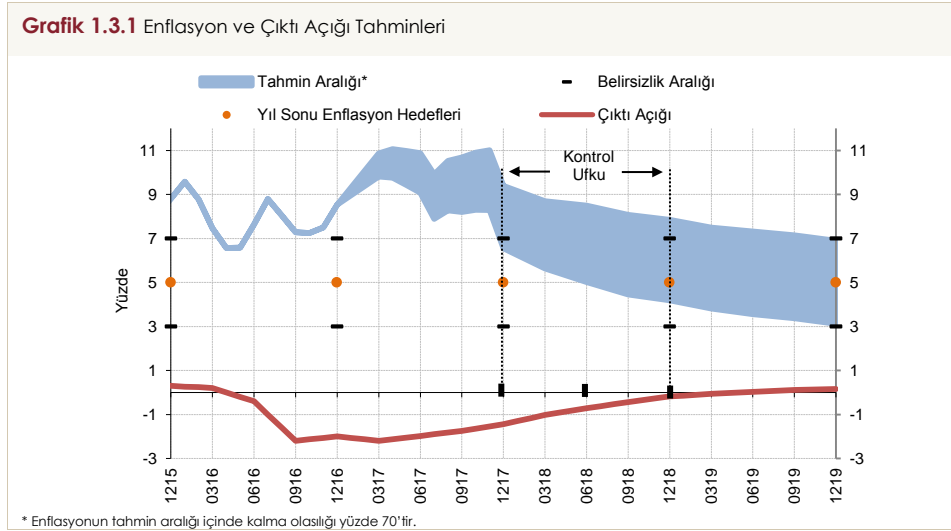


### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

2016 yılında yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan düzenlemeler yıllık tüketici enflasyonuna tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde katkı yapmıştır. 2017 ve sonrası için tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm varsayılmıştır. Maliye politikasının orta vadeli durumu için 2017-2019 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika durumu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağı; 2017 yılında yüzde 8 olarak gerçekleşeceği; 2018 yılında ise yüzde 6'ya geriledikten sonra 2019 yılında yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde 6,6 ile yüzde 9,4 aralığında (orta noktası yüzde 8), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,2 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 6) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).



2017 ve 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri 2016 Ekim Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 1,5 puan ve 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Önümüzdeki döneme ilişkin Türk lirası cinsinden ithalat fiyatı varsayımlarında bir önceki Rapor dönemine kıyasla belirgin bir yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Söz konusu güncellenmenin 2017 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor tahminine göre 1,3 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. Öte yandan, yakın döneme ilişkin göstergeler, 2017 yılı boyunca iç talepteki toparlanmanın Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha yavaş olabileceğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda, çıktı açığına dair tahminler aşağı yönlü güncellenmiştir. Çıktı açığındaki aşağı yönlü güncellenmenin 2017 yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan düşürücü yönde etki yapacağı tahmin edilmiştir.

Tahminler üzerinde etkili olan bir diğer unsur, 2017 yılı gıda enflasyonu tahminlerinin yüzde 7'den yüzde 9'a güncellenmesi olmuştur. Söz konusu güncelleme, bir önceki Rapor dönemine göre 2017 yılı enflasyon tahminine 0,4 puan eklemiştir. Son olarak, 2016 yıl sonu enflasyonunun Ekim Enflasyon



Raporu'nda verilen tahmine göre yüksek gerçekleşmesi ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki yükselişin 2017 yıl sonu enflasyonunu 0,2 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,5 olarak verilen 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8'e yükseltilmiştir. Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini de yüzde 5'ten yüzde 6'ya güncellenmiştir. 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmininde Ekim Enflasyon Raporu'na göre yapılan bu 1 puanlık güncellemeye, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artış 1 puan, enflasyon eğilimindeki yükseliş 0,2 puan katkı yaparken; çıktı açığındaki aşağı yönlü güncellemenin bu etkilerin 0,2 puanını telafi edeceği değerlendirilmiştir. Enflasyonun 2017 yıl sonunda yüzde 8 olarak gerçekleştikten sonra 2018 yıl sonunda yüzde 6'ya gerileyeceği öngörüsü, 2018 yılında birikimli döviz kuru etkilerinin ortadan kalkacağı ve iktisadi faaliyetin ılımlı seyredeceği bir görünüme dayanmaktadır.

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

2016 yılı Kasım ayında yapılan ABD seçimlerini takiben küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler artarak devam etmiştir. Bu dönemde, gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faizleri yükselirken, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları zayıflamıştır. Seçimler sonrasında ABD'nin korumacı politikalar uygulaması olasılığının artması gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı ve istihdamı üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Ayrıca, ABD'nin genişletici maliye politikası uygulaması ihtimalinin güçlenmesi, Fed'in faiz artırımlarını hızlandırmasına ve buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkeler için finansal koşulların daha fazla sıkılaşmasına neden olabilecektir.

Küresel piyasalarda devam eden belirsizliklerin yanı sıra, jeopolitik gelişmeler ve yurt içi gelişmeler 2016 yılının dördüncü çeyreğinde yurt içi finansal piyasaların oynak bir seyir izlemesine neden olmuştur. Söz konusu gelişmelerin finansal koşullar üzerindeki olumsuz etkisi, alınan likidite tedbirleri, makroihtiyati düzenlemeler ve diğer teşvikler ile kısmen dengelenmektedir. Nitekim, son dönemde tüketici kredileri ve Türk lirası cinsinden ticari krediler toparlanma sinyalleri vermektedir. Öte yandan, 2016 yılı son çeyreğinde yapılan vergi düzenlemeleri ve döviz kuru gelişmelerinin otomobil ve dayanıklı tüketim gibi bazı mallara olan talebi öne çekmesi dolayısıyla, 2017 yılı ilk çeyreğinde tüketici kredilerinde gözlenen canlanmanın bir miktar ivme kaybedebileceği değerlendirilmektedir.

Son dönemde açıklanan veriler yılın üçüncü çeyreğinde ekonominin kayda değer bir yavaşlama gösterdiğine işaret etmektedir. Alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla son çeyrekte iç talepte toparlanma gözlenmiştir. Bununla birlikte toparlanmanın sektörel yayılımı sınırlı kalmış ve ana eğilim itibarıyla ekonomide ılımlı bir büyüme kaydedilmiştir. Yakın döneme ilişkin göstergeler Türk lirasındaki değer kaybı ve belirsizlik algılamalarının güçlenmesiyle birlikte yılın ilk çeyreğinde yurt içi talebin yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Ancak belirsizliklerin ve finans piyasalarındaki oynaklığın azalmasıyla birlikte takip eden dönemde ekonominin ana eğilimine dönerek 2017'de ılımlı bir büyüme sergilemesi beklenmektedir. Diğer taraftan, turizm gelirlerindeki toparlanmanın hızı, küresel ekonomik görünüm, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik gelişmeler iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan son dönemde alınan teşvik ve tedbirlerin olası gecikmeli etkileri yukarı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. TCMB, temel hedefi fiyat istikrarı olmakla beraber, iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü riskleri finansal istikrar yansımaları bakımından da yakından izlemektedir.

Yılın son çeyreğinde enflasyon, enerji, alkol-tütün ve işlenmemiş gıda grupları öncülüğünde yükselmiştir. Bu dönemde Türk lirasındaki hızlı değer kaybının etkileri başta enerji ve dayanıklı mallar olmak üzere döviz kuru geçişkenliğinin hızlı olduğu gruplarda hissedilmiştir. Başta tütün ürünlerine yönelik olmak üzere son dönemdeki vergi ayarlamaları da enflasyona yüksek katkı yapmıştır. Toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürse de döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki artışlarla çekirdek enflasyonun ana eğilimi yükselmiştir. Kısa dönemde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkileri ve Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında gözlenen gelişmelerin enflasyon üzerinde belirgin bir yukarı yönlü etki yapması beklenmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, toplam talepteki ılımlı seyrin sınırlayıcı etkisine rağmen maliyet baskılarıyla yüksek seviyelerini bir müddet koruyacağı, yılın ikinci yarısından itibaren ise kademeli bir düşüş sergileyeceği öngörülmektedir. Tahminler oluşturulurken gıda talebindeki turizm kaynaklı yavaşlama ve Gıda Komitesi çalışmalarının olumlu katkısına rağmen işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkileri, olumsuz hava koşullarının gıda arzı üzerindeki olası etkileri ve döviz kuru gelişmelerine bağlı olarak 2017 yıl sonu gıda enflasyonunun bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha yüksek gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Enflasyon tahminlerine dair aşağı ve yukarı yönlü riskler bulunmakla birlikte, özellikle 2017 yıl sonu tahminine ilişkin yukarı yönlü risklerin daha belirgin olduğu değerlendirilmektedir. Son dönemde döviz piyasasında oynaklığın belirgin biçimde artması maliyet kanalıyla olduğu kadar beklenti ve fiyatlama davranışı kanalıyla da enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın öngörülenden daha yavaş gerçekleşmesi durumunda talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisi öngörülenden daha belirgin olabilecektir. Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Olumsuz hava koşulları ve döviz kuru yansımalarına bağlı olarak gıda enflasyonunun öngörülenden daha yüksek gerçekleşmesi olasılık dahilinde olmakla birlikte, Gıda Komitesi'nin almakta olduğu tedbirlerin bu riskleri dengeleyeceği düşünülmektedir. TCMB, enflasyon görünümünü etkileyen gelişmeleri yakından takip ederek fiyat istikrarını tesis etmek için gerekli politika önlemlerini almaya devam edecektir.

Tüm bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, 2017 yılı Ocak ayından itibaren döviz kurundaki aşırı hareketliliğe ve enflasyon görünümündeki bozulmaya tepki olarak bir dizi likidite önlemi almış ve Ocak ayındaki PPK toplantısında para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesine karar vermiştir. Merkez Bankası fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir. Ayrıca, döviz piyasasında iktisadi temellere uyumlu olmayan sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi halinde likidite araçları ile gerekli tedbirler alınacaktır.

2017 yılının Ocak ayında makro çerçeve ve iktisadi temeller değişmediği halde döviz piyasasında gözlenen aşırı hareketlilik dinamik ve farklı likidite araçlarını da içeren bir sıkılaştırma çerçevesinin uygulamaya konulmasını gerektirdi. Sade bir politika çerçevesi aktarım mekanizmasının etkinliğini artırırken bu tip dinamik tepkileri dışlamamaktadır.

Maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeler enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip edilmektedir. 2016 yılında yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan düzenlemeler tüketici enflasyonuna tarihsel ortalamaların üzerinde yükseltici etki yapmıştır. Bu etki enflasyonun TCMB'nin sene başında verdiği tahminin üzerinde gerçekleşmesinde temel belirleyicilerden biri olmuştur. Önümüzdeki dönemde 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. Ayrıca, mali disiplinin sağlamış olduğu alan 2016 yılında olduğu gibi iktisadi faaliyetin yavaşladığı dönemlerde maliye politikasının bütçe dengelerinde kalıcı bir bozulma olmadan döngü karşıtı olarak uygulanabilmesine olanak sağlamaktadır. Bununla birlikte, kamu harcama ve vergi politikalarında yapılması planlanan değişikliklerin, bütçenin yanı sıra büyüme, yurt içi tasarruf ve enflasyon gibi diğer makroekonomik değişkenlere olan etkisini de dikkate alan bir bakış açısıyla değerlendirilmesi para politikası ve maliye politikası eşgüdümüne katkıda bulunacak ve makroekonomik istikrarı destekleyecektir.

