

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

2016 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik belirgin şekilde artan portföy akımları, dördüncü çeyrekte ABD'de destekleyici maliye politikasıyla büyümenin ivme kazanacağı ve Fed'in öngörülenden hızlı faiz artışı gerçekleştireceği beklentileri ile tersine dönmüş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları zayıflamıştır. Bu dönemde, tahvil piyasasında daha belirgin olmak üzere Türkiye'den de portföy çıkışları yaşanmıştır.

2016 yılı dördüncü çeyreğinde küresel belirsizliklerde artış, jeopolitik gelişmeler ve yurt içi belirsizliklerin etkisiyle finansal piyasalar dalgalı bir seyir izlerken, Türkiye döviz kuru ve piyasa faizlerinde diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumsuz yönde ayrılmıştır. Öte yandan, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, TCMB'nin likidite tedbirleri ve kamu teşvikleri sayesinde kredi büyümesindeki ılımlı artış devam etmiştir.

TCMB, küresel koşullar ve yurt içi belirsizlik ortamında finansal piyasalardaki oynaklıkların döviz piyasası ve kredi koşulları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak amacıyla döviz likiditesinde dengeleyici, finansal istikrarı destekleyici duruşunu korumaktadır. Küresel belirsizliklerdeki artış ve yüksek oynaklıklara bağlı olarak gerçekleşen döviz kuru hareketlerinin, enflasyon beklentilerini ve fiyatlama davranışlarını bozmasını engellemek amacıyla, Kasım ayında bir miktar parasal sıkılaştırma yapılarak, marjinal fonlama faizi 25 baz puan, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ise 50 baz puan yükseltilmiştir. Ocak ayında piyasalarda gözlenen aşırı oynaklığa karşı bir dizi likidite tedbiri almıştır. Bu çerçevede, 12 Ocak 2017 tarihinden bu yana 1 hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş; 16 Ocak tarihinden itibaren marjinal fonlamanın da sınırlandırılmasının etkisiyle sistemin fonlama ihtiyacının bir kısmı geç likidite penceresi borç verme faiz oranından karşılanmıştır. Söz konusu uygulamaların etkisiyle TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ve BIST Bankalararası gecelik repo faizi yükselmiştir. 24 Ocak tarihinde yapılan PPK toplantısında, 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. Bu gelişmeler çerçevesinde, getiri eğrisi kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere geçmiş Rapor dönemine göre tüm vadelerde yukarı doğru kaymıştır.

Enflasyon

2016 yılının son çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 8,53 ile Ekim Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. İktisadi faaliyetin sınırlayıcı etkisine rağmen vergi artışları, güçlenen maliyet yönlü baskılar ve gıda fiyatlarındaki kısmi yükseliş bu gelişmede etkili olmuştur (Kutu 7.1). Bu dönemde Türk lirasındaki değer kaybıyla birlikte artan maliyet baskıları enflasyonu yukarı çeken önemli bir unsur olmuştur. Bu doğrultuda, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon rakamları da Ekim Enflasyon Raporu tahminlerinin üstünde gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz Rapor dönemine göre, talep koşullarının daha zayıf seyretmesi enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlayan bir unsur olarak öne çıkmıştır.

Talep Koşulları

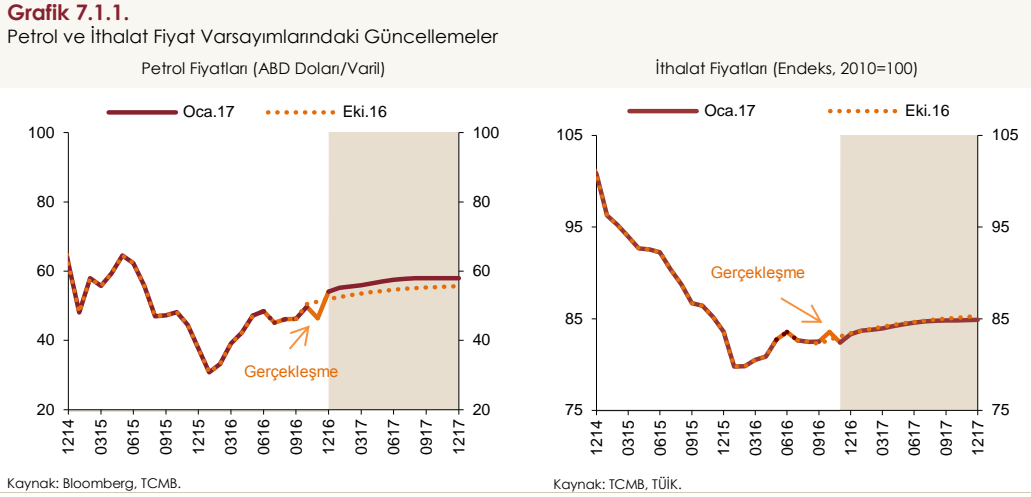
2016 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyette Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla bir miktar daha zayıf gerçekleşmiştir. İktisadi faaliyet, bayram tatillerinin uzatılması ve Temmuz ortasındaki olumsuzluklara bağlı işgünü kayıplarının telafi edilmesine bağlı olarak yılın son çeyreğinde toparlanırken, ana eğilimdeki iyileşmenin daha sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Bu gelişmelerin yanı sıra milli gelir hesaplarında yapılan kapsamlı revizyon çerçevesinde, yılın üçüncü ve dördüncü çeyreğine dair çıktı açığı tahminleri Ekim Enflasyon Raporu'na göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Kutu 4.2).

Dış talepte küresel büyümedeki görünüme bağlı olarak önemli bir güncelleme yapılmamıştır. Nitekim dış pazarlarımıza ilişkin güncel büyüme tahminlerine göre güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre önemli bir değişim göstermemiştir (Tablo 7.1.1).

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Ekim Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenirken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı sınırlı bir oranda aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.1). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2017 yılı için 57 ABD dolarına yükseltilmiştir. Türk lirası cinsinden bakıldığında ithalat fiyatlarında geçtiğimiz Rapor dönemine göre belirgin bir yukarı yönlü güncelleme olduğu not edilmelidir.

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 ve Değerlendirme 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

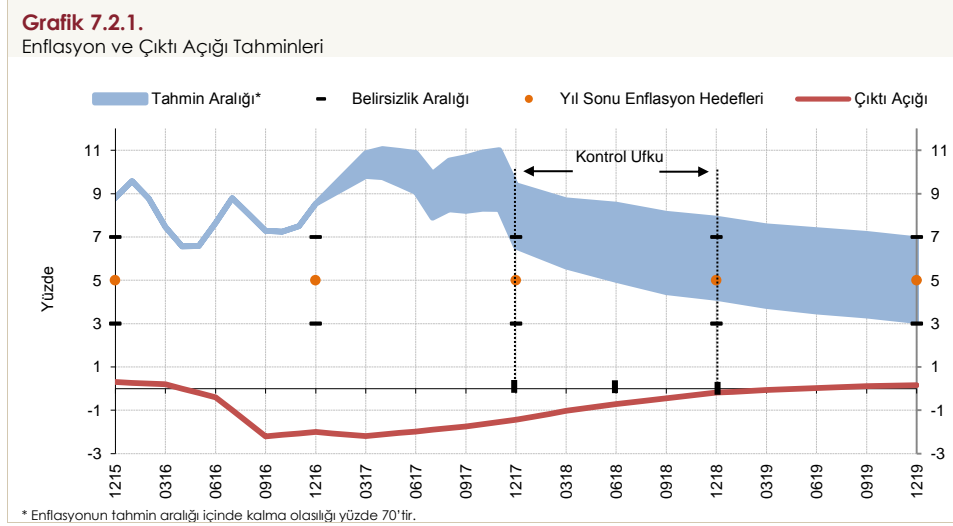
2016 yılında yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan düzenlemeler yıllık tüketici enflasyonuna tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde katkı yapmıştır. 2017 ve sonrası için tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama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

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ekim 2016	Ocak 2017
Çıktı Açığı	2016 Ç3	-1,5	-2,2
	2016 Ç4	-1,2	-2,0
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	2017	7,0	9,0
	2018	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2016	-9,2	-9,2
	2017	3,2	3,0
	2018	-	0,7
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2016	44	44
	2017	54	57
	2018	-	58
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2016	1,7	1,8
	2017	1,8	1,9
	2018	-	1,9

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu 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 8,0), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,2 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 6) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

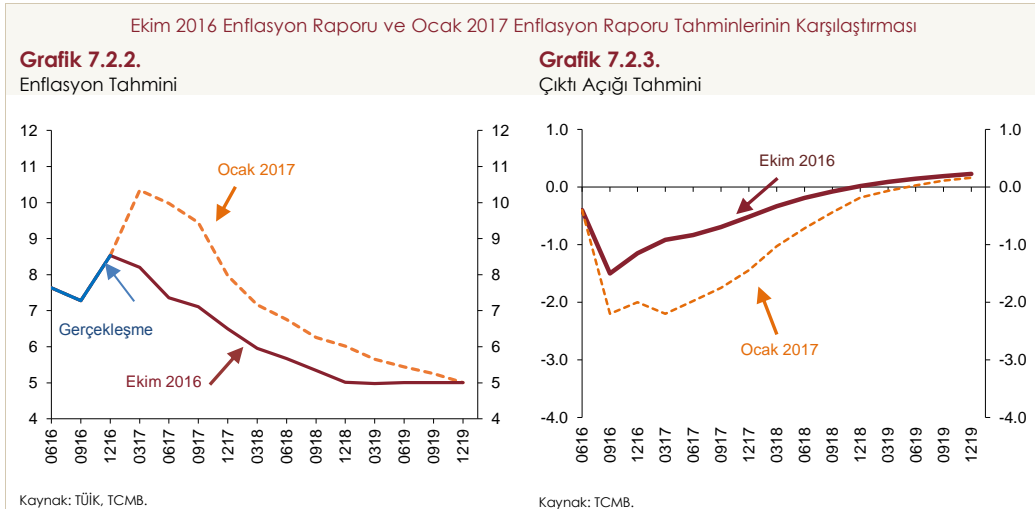


2017 ve 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri 2016 Ekim Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 1,5 puan ve 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). Yakın dönemde Türk lirasındaki değer kaybı ve petrol fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak önümüzdeki döneme ilişkin Türk lirası cinsinden ithalat fiyatı varsayımlarında bir önceki Rapor dönemine kıyasla 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, finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve belirsizlik algısındaki artış dolayısıyla 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 (Grafik 7.2.3). Çıktı açığının aşağı yönlü güncellenmesinde 2009 bazlı yeni milli gelir serisine geçiş de etkili olmuştur (Kutu 4.2). Bu çerçevede, çıktı açığındaki aşağı yönlü güncellenmenin 2017 yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan düşürücü yönde etki yapacağı tahmin edilmiştir.

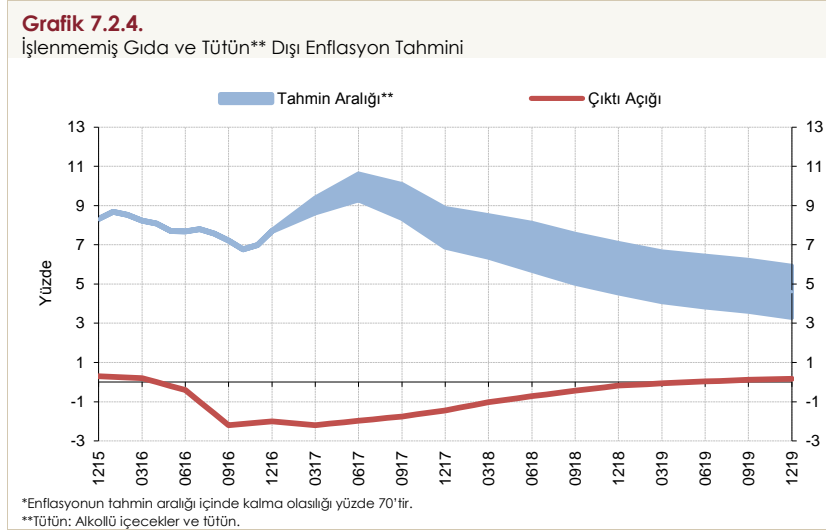
Tahminler üzerinde etkili olan bir diğer unsur, 2017 yılı gıda enflasyonu tahminlerinin yüzde 7'den yüzde 9'a güncellenmesi olmuştur. Söz konusu güncelleme, bir önceki Rapor dönemine göre 2017 yılı enflasyon tahminine 0,4 puan eklemiştir. Son olarak, 2016 yıl sonu enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu'nda 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 güncellenmenin 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, enflasyona odaklı para politikası duruşunun yanı sıra, 2018 yılında birikimli döviz kuru etkilerinin ortadan kalkacağı ve iktisadi faaliyetin ılımlı seyredeceği bir görünüme dayanmaktadır.

Enflasyon tahminlerinin sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından, tahminlerin arkasında yatan para politikası duruşunun enflasyon üzerindeki etkisinin kısa dönemde sınırlı olduğu, esas etkinin kontrol ufkunda olarak adlandırılan bir ila iki yıl arası bir dönemde ortaya çıktığının anlaşılması önem taşımaktadır. Bunun yanında, enflasyonun mevcut seviyesi ve döviz kuru kaynaklı maliyet baskıları da dikkate alındığında enflasyonu kısa sürede daha düşük seviyelere düşürmek için gereken güçlü ve kapsamlı bir parasal sıkılaştırmanın, belirsizliklerin yüksek olduğu mevcut durumda iktisadi faaliyeti daha da yavaşlatma olasılığı göz önünde bulundurularak, enflasyonun 2017 yıl sonunda hedef etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleştiği ve yüzde 5 hedefine kademeli olarak gerilediği bir görünüm esas alınmıştır. Enflasyonun orta vadede hedefle uyumlu seviyelere yaklaşacağı tahmini, enflasyon odaklı para politikası duruşunun sürdürüleceği ve yapısal reformların kararlılıkla hayata geçirileceği bir çerçeveye dayanmaktadır.

Yıllık enflasyonun 2017 yılı boyunca özellikle işlenmemiş gıda enflasyonundaki baz etkileri kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesi öngörülmektedir (Grafik 7.2.1). Buna göre, yılın ilk çeyreğinde yakın dönemdeki döviz kuru gelişmelerinin birikimli etkilerinin yanında işlenmemiş gıda enflasyonunda beklenen yükselişe bağlı olarak tüketici enflasyonunun artması ve Temmuz ayına kadar kademeli bir düşüş göstermesi beklenmektedir. Temmuz ayında belirgin biçimde gerilemesi beklenen enflasyonun, sonrasında tekrar yükseleceği ancak Aralık ayında işlenmemiş gıda, alkol-tütün ve enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak yüzde 8,0'e doğru hızla gerileyeceği öngörülmektedir.



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen 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. İşlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyonun yılın ikinci yarısından sonra düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 4,6 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. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların yıl sonu ile 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyretmesi ve özellikle 24 ay sonrası beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkması, 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
2017 Yıl Sonu	8,0	8,5	5,0
12 Ay Sonrası	7,7	8,2	5,0
24 Ay Sonrası	5,9	7,6	5,0

* Ocak ayı Beklenti Anketi verileri.
Kaynak: TCMB.

7.3. 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 dâhilinde 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 temellerle uyumlu olmayan sağlıklı 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 gerektirmiştir. 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.

Kutu
7.1

2016 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, TCMB enflasyon gelişmelerine ilişkin kapsamlı değerlendirmelerini yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu çerçevede bu kutuda, geçtiğimiz yıl içinde yayımlanan Enflasyon Raporlarında verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahminleri ve bu tahminlerin ardında yatan temel varsayımlardaki değişiklikler özetlenmektedir.

2016 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 7,5 olarak sabit tutulmuştur. Bununla birlikte, tahminlerin ardında yatan temel varsayımlarda birbirini telafi eden bir takım güncellemeler yapılmıştır. Yıl genelinde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki yukarı yönlü güncellemelerin gıda enflasyonu ve iç talebe ilişkin öngörülerdeki aşağı yönlü güncellemeler tarafından telafi edileceği değerlendirilerek, yıl sonu enflasyon tahminlerinde değişikliğe gidilmemiştir (Tablo 1, Grafik 1.a).

Yıl boyunca yurt dışındaki finansal piyasalara dair belirsizliklerin ve yılın ikinci yarısında yaşanan yurt içi gelişmelerin etkisiyle Türk lirasında gözlenen değer kaybı, özellikle döviz kuru değişimlerine hassas kalemlerde enflasyonu yükseltirken, enflasyon beklentilerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Bunun yanında, başta tütün ürünlerine yönelik olmak üzere yapılan vergi ayarlamaları 2016 yılında enflasyonun öngörülerin üzerinde artmasında etkili olan başlıca unsurlardan biri olmuştur. Öte yandan talep koşullarındaki zayıf görünüm ile gıda fiyatlarındaki olumlu seyir, enflasyon artışını sınırlayan etkenler olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, enflasyon oranı 2016 yılı sonunda Ekim Enflasyon Raporu tahmini olan yüzde 7,5'ü aşarak yüzde 8,5 düzeyine ulaşmıştır.

2016 Ocak Enflasyon Raporu

2016 yılı Ocak ayında orta vadeli tahminler oluşturulurken, TCMB'nin politika duruşunun önceden ilan edildiği şekilde enflasyon görünümüne bağlı olarak Türk lirasında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici, finansal istikrar açısından ise destekleyici olarak şekilleneceği varsayımına bağlı kalınmıştır. Asgari ücret artışı, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve petrol fiyatlarındaki düşüş gibi unsurlar da dikkate alınarak, Aralık 2015 yılı sonu itibarıyla yüzde 8,8 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonunun, 2016 yıl sonunda yüzde 7,5'e gerileyeceği tahmin edilmiştir.

2016 Nisan Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet 2015 yılının dördüncü çeyreğinde Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda öngörülen görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Bu çerçevede 2016 yılına ilişkin çıktı açığı tahminlerinde bir önceki rapor dönemine göre önemli bir değişiklik yapılmamıştır (Grafik 1.a).

Ayrıca, 2016 Ocak ayı Enflasyon Raporu sonrası dönemde Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarının enflasyon tahminlerinde değişime yol açabilecek bir etkisi ortaya çıkmamıştır. Gıda fiyatlarının yıl içinde izleyeceği patika güncellenmekle birlikte yıl sonu gıda enflasyonu varsayımında da değişiklik yapılmaması sonucu yıl sonu tüketici enflasyonu tahminleri yüzde 7,5 olarak korunmuştur.

Tablo 1. 2016 Yılı için Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)	9,0	9,0	8,0	6,0	5,7
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,2	1,8	1,7	1,7	1,8*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-5,5	-8,9	-8,5	-9,2	-9,2*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (ABD doları)	37	40	44	44	44

* Aralık 2016 itibarıyla tahminler.

2016 Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu bir seyir izlemiştir. Öte yandan Temmuz ayında yaşanan yurt içi gelişmelerin talep üzerinde özellikle kısa vadede aşağı yönlü riskler oluşturduğu değerlendirilmiş ve 2016 ikinci yansına ilişkin çıktı açığı tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a).

2016 yılının ikinci çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki iyileşme yavaşlarken, petrol fiyatları artış göstermiştir. Bir sonraki döneme ilişkin tahminler oluşturulurken, gıda fiyatlarında aşağı yönlü bir düzeltme yaşanabileceği, Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarındaki artışın ve tütün fiyatlarındaki ayarlamaların enflasyon üzerindeki yukarı yönlü etkilerinin temel enflasyon eğiliminde gözlenen iyileşme ve iktisadi faaliyetteki gelişmelerin etkisiyle sınırlı kalacağı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2016 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini değiştirilmemiştir.

2016 Ekim Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet 2016 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu bir seyir izlemiştir. Öte yandan, 15 Temmuz döneminde yaşanan yurt içi gelişmelerin özellikle kısa vadede iç talebi sınırlayacağı öngörülmüştür. Bu doğrultuda, 2016 üçüncü ve dördüncü çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri belirgin biçimde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a). Temmuz ayı Enflasyon Raporu sonrası dönemde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatı varsayımlarında önceki Rapor dönemine kıyasla yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Gıda enflasyonu varsayımı ise gıda fiyatlarındaki olumlu gelişmeler çerçevesinde Temmuz ayına göre 2 yüzde puan düşürülerek yüzde 6'ya çekilmiştir. Bu çerçevede, 2016 yılı için enflasyonu aşağı ve yukarı yönlü etkileyen faktörlerin birbirini telafi edeceği değerlendirilerek yıl sonu enflasyon tahmini değiştirilmemiştir.

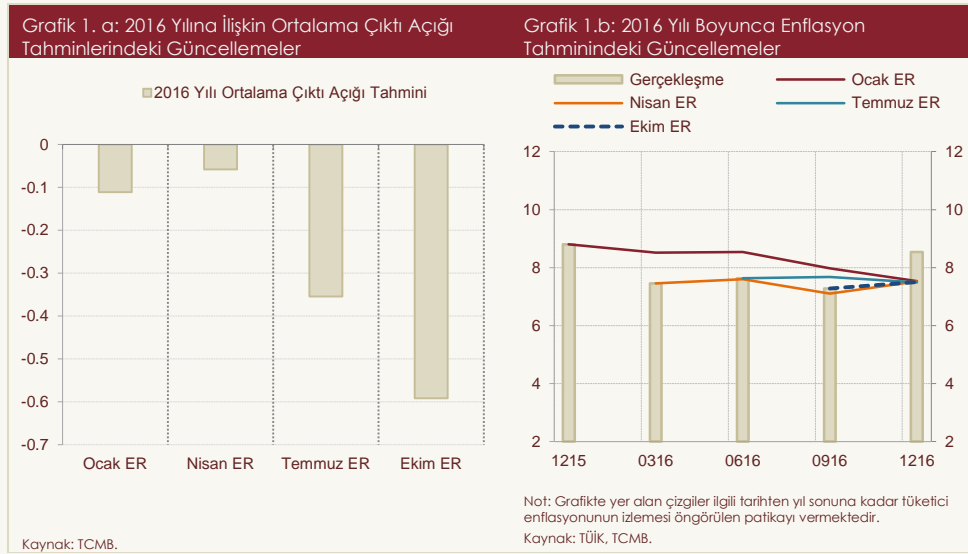
Tablo 2. 2016 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynaklar

	Ocak 16	Nisan 16	Temmuz 16	Ekim 16
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	7,5	7,5	7,5	7,5
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)*				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki
Gıda	0,0	-0,2	-0,5	-0,1
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	0,0	0,1	0,4	0,5
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,0	-0,1	0,3	0,1
Çıktı Açığı	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Alkol, Tütün ve Diğer Vergi Ayarlamaları	0,0	0,4	0,0	0,6

*Tablodaki ilk üç sütun, birbirini takip eden iki Enflasyon Raporu arasındaki yıl sonu tahmin farkının; son sütun ise Ekim Enflasyon Raporu tahmini ile yıl sonu enflasyon gerçekleşmesi arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2016 yıl sonu enflasyonu yüzde 8,5 olarak gerçekleşmiştir.
Kaynak: TCMB.

2016 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 7,5 olarak tahmin edilen yıl sonu enflasyonu yüzde 8,5 olarak gerçekleşmiştir. Tahminlerdeki bu sapma, yılın son çeyreğinde döviz kurunda yaşanan değer kaybına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının ve enflasyon ana eğiliminin öngörülerin üzerinde artması ile tütün fiyatları ve otomobil ÖTV'sine yönelik olarak yapılan vergi ayarlamalarından kaynaklanmıştır. Öte yandan yıl sonu gıda enflasyonu yüzde 5,6 ile Ekim ayı varsayımı olan yüzde 6'ya oldukça yakın gerçekleşmiş; talep koşulları ise Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar daha zayıflamıştır. Söz konusu unsurların tahmin ve gerçekleşme arasındaki toplam 1 puanlık farka yaptıkları katkılar Tablo 2'nin son sütununda sunulmuştur.



Özetle, 2016 yıl sonuna dair enflasyon tahminleri, varsayımlardaki güncellemelerin etkilerinin birbirini telafi etmesi dolayısıyla çeyrekler arasında farklılaşmamış ve yıl boyunca yüzde 7,5 olarak korunmuştur (Grafik 1b). Ekim ayındaki yıl sonu tahmini ile gerçekleşme arasındaki farkta vergi ayarlamalarının ve döviz kurundaki değer kaybının öngörülenden yüksek gerçekleşmiş olması etkili olmuştur. TCMB enflasyon raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

