

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 gelişmiş ülke para politikalarına dair gelişmeler küresel finansal piyasaların dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Temmuz sonrası belirgin şekilde artan gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları, son dönemde tekrar zayıflama eğilimi göstermiştir. Bu dönemde Türkiye'ye yönelen portföy akımları diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla sınırlı düzeylerde kalırken, Türk lirası ABD doları karşısında değer kaybetmiş ve ülke risk priminde sınırlı bir artış olmuştur.

Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında marjinal fonlama faizinde yapılan 25'er baz puanlık indirimlerle para politikasındaki sadeleşme sürecine devam edilmiştir. Para politikası uygulamalarının da etkisiyle parasal koşullardaki sıkılığın azalması ve makroihtiyati alandaki düzenlemeler genel finansal koşulları desteklemektedir. Nitekim, son haftalarda tüketici kredilerinin toparlanmaya başladığı görülmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın azalmasının yanı sıra döviz kuru ile diğer maliyet unsurlarındaki gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki olası etkileri dikkate alınarak Ekim ayında sadeleşme sürecine ara verilmiş ve marjinal fonlama faizi yüzde 8,25'te sabit tutulmuştur.

Enflasyon

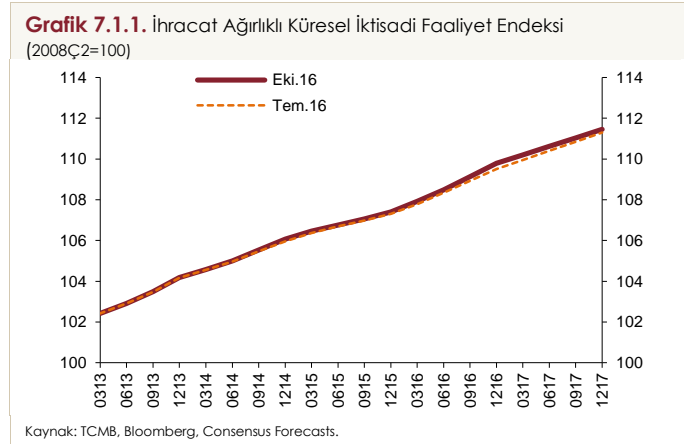
2016 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 7,28 oranına gerileyerek Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerinin alt bandına yakın gerçekleşmiştir. Bu gelişmede işlenmemiş gıda enflasyonunun Temmuz Raporu öngörülerine göre düşük gerçekleşmesi etkili olmuştur. Öte yandan, tütün ve enerji gruplarında yıllık enflasyon yükselmiştir. Böylece, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyondaki azalış daha sınırlı olmuş ve bu kalemden Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerinin üst bandına yakın bir gerçekleşme kaydedilmiştir. Geçtiğimiz Rapor dönemine göre, döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin azalması ve talep koşullarının zayıflamasının yanı sıra Eylül ayı itibarıyla ılımlı seyreden ithalat fiyatları enflasyon görünümüne olumlu katkı sunmuştur.

Talep Koşulları

İktisadi faaliyet 2016 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu bir seyir izlemiştir. İkinci çeyrekte GSYİH dönemlik bazda yüzde 0,3, yıllık bazda ise yüzde 3,1 oranında artmıştır. Yıllık büyümeyi nihai yurt içi talebin sürüklediği, net ihracatın büyümeye olumsuz katkısının ise turizm sektöründeki daralmanın etkisiyle belirginleştiği gözlenmiştir. Bu dönemde, nihai yurt içi talebin büyümeye katkısı hem kamu hem özel kesim kaynaklı olarak tüketim harcamalarından gelirken, yatırımlardaki zayıf seyir sürmüştür. Üretim tarafından bakıldığında, turizm kaynaklı dolaylı etkilerle sanayi ve hizmet katma değer artışları sınırlanmıştır.

2016 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin mevcut göstergeler, iktisadi faaliyetin dönemlik bazda daralacağına işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyette turizm sektörü kaynaklı gözlenmesi beklenen yavaşlama, Temmuz ayında yurt içinde yaşanan gelişmelerin hem üretim hem yurt içi talep üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle derinleşmiştir. Öte yandan, Ağustos ve Eylül aylarına ilişkin veriler Temmuz ayında yaşanan gelişmelerin etkilerinin telafi edilmeye başladığını göstermiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, yılın üçüncü çeyreğine dair tahmin edilen çıktı açığının, önceki çeyreğe kıyasla genişleyeceği ve enflasyonu düşürücü etkide bulunacağı değerlendirilmektedir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3).

Önümüzdeki dönemde belirsizliklerin azalmasıyla üretici ve tüketici güveninin yeniden tesis edilmesi, talebi uyarıcı politikaların tüketim harcamalarını desteklemesi ve net ihracatın olumsuz katkısının azalması ekonomideki toparlanmanın başlıca unsurları olacaktır. Dış talepte küresel büyümedeki görünüme bağlı olarak önemli bir güncelleme yapılmamıştır. Nitekim ihracat yaptığımız ülkelere ilişkin güncel büyüme tahminlerine göre güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 7.1.1).

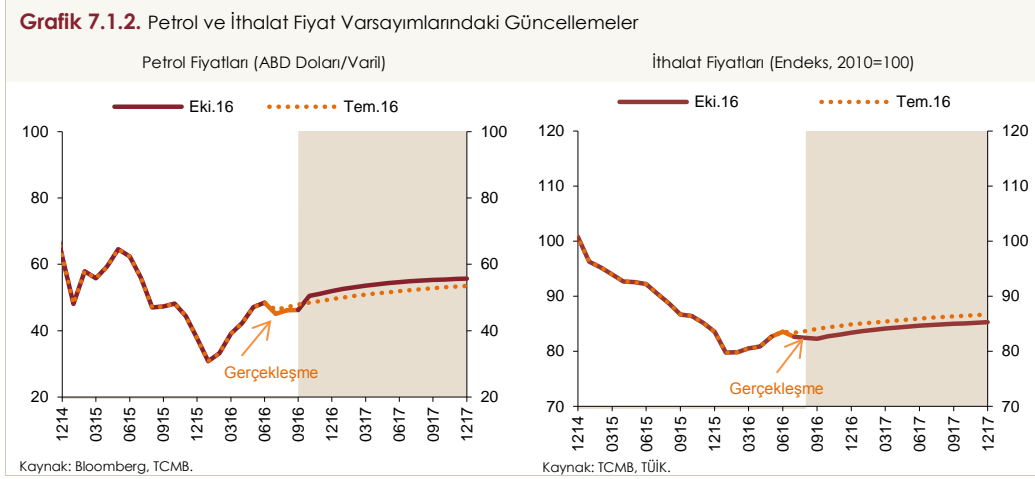


Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenirken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.2). Ancak Türk lirası cinsinden bakıldığında geçtiğimiz Rapor dönemine göre ithalat fiyatlarında da belirgin bir yukarı yönlü güncelleme olduğu not edilmelidir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2016 yılı için 44 ABD dolarında sabit tutulmuş; 2017 yılı için 54 ABD dolarına yükseltilmiştir.

Gıda enflasyonu 2016 yılı üçüncü çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeyin belirgin oranda altında kalmıştır. Bu gelişmenin işlenmemiş gıda enflasyonundan kaynaklandığı gözlenmektedir. İşlenmemiş gıda enflasyonundaki mevcut eğilimin yanı sıra turizm gelirlerindeki azalışın gıda talebini düşürücü etkisi de dikkate alınarak, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 8 olacağı varsayılan 2016 yıl sonu gıda enflasyonu, yüzde 6'ya güncellenmiştir. Gıda talebindeki turizm kaynaklı azalmanın 2017 yılında da gıda enflasyonunu sınırlayıcı yönde etki yapması beklenmektedir. Bunun yanı sıra, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin

de gıda enflasyonunun tarihsel ortalamalarına göre daha düşük seviyelerde gerçekleşmesine katkıda bulunacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, 2017 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı yüzde 8'den yüzde 7'ye düşürülmüştür.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

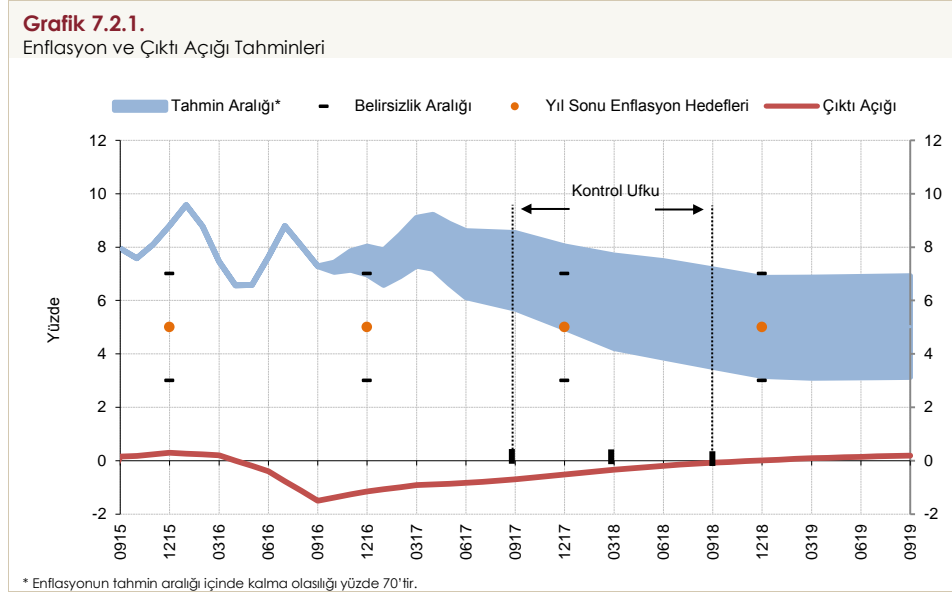
Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm varsayılmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2017-2019 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır.

Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

		Temmuz 2016	Ekim 2016
Çıktı Açığı	2016 Ç2	-0,2	-0,4
	2016 Ç3	-0,3	-1,5
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	2016	8,0	6,0
	2017	8,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2016	-8,5	-9,2
	2017	4,0	3,2
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2016	44	44
	2017	52	54
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2016	1,7	1,7
	2017	1,8	1,8

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve temkinli bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağı; 2016 yılında yüzde 7,5 olarak gerçekleşeceği; 2017 yılında ise yüzde 6,5'e geriledikten sonra 2018 yılında yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2016 yılı sonunda yüzde 7 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 7,5), 2017 yılı sonunda ise yüzde 5 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

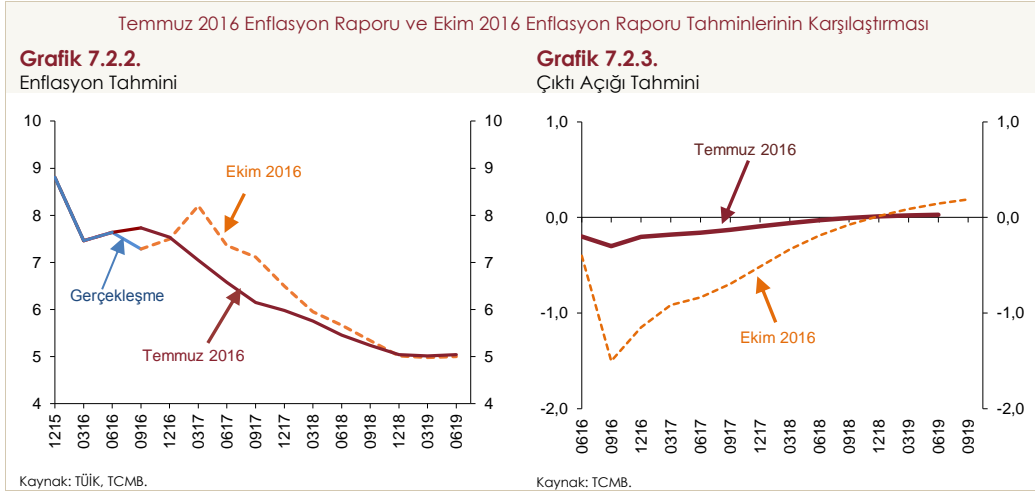


2016 Temmuz Enflasyon Raporu sonrası dönemde Türk lirası dalgalı bir seyir izlerken, petrol fiyatları yükselmiştir. Önümüzdeki döneme ilişkin Türk lirası cinsinden ithalat fiyatı varsayımlarında önceki Rapor dönemine kıyasla yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Öte yandan, yakın dönemde yaşanan yurt içi gelişmelerin özellikle kısa vadede iç talebi sınırlayacağı öngörülmüştür. Bu doğrultuda, çıktı açığına dair tahminler aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Bu çerçevede, 2016 yılı için enflasyonu aşağı ve yukarı yönlü etkileyen faktörler birbirini telafi ettiğinden enflasyon tahmini değiştirilmemiştir. 2017 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini ise, toplam talep ve gıda enflasyonundaki aşağı yönlü güncellemeye rağmen ithalat fiyatlarından kaynaklanan yukarı yönlü etkiler nedeniyle bir önceki Rapor'a göre 0,5 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (7.2.2).

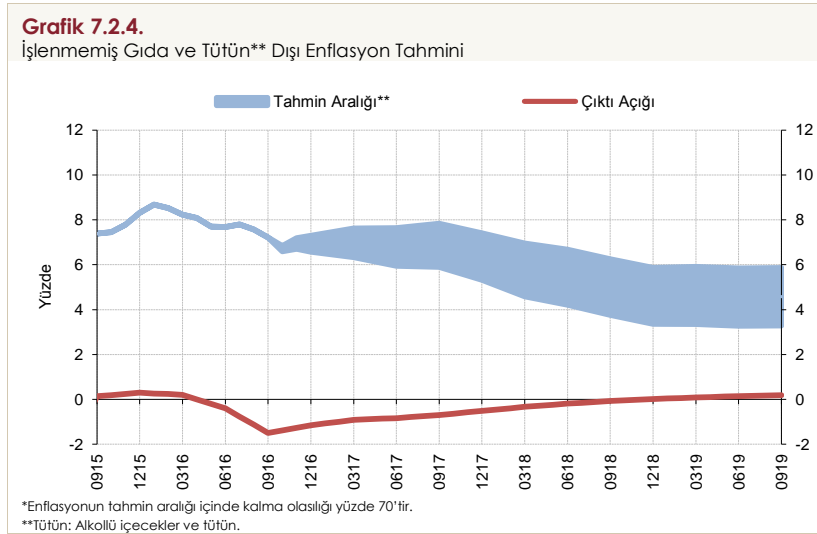
Enflasyonu belirleyen unsurlardaki değişimler göz önüne alınarak yapılan ayrıntılı tahmin muhasebesine göre Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yukarı yönlü güncellenmenin ve akaryakıt kaleminde gerçekleştirilen vergi ayarlamalarının Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan 2016 yıl sonu enflasyon tahminine sırasıyla 0,4 puan ve 0,3 puan yukarı yönlü etki yapacağı, ancak söz konusu etkinin 0,2 puanının çıktı açığındaki aşağı yönlü güncelleme; 0,5 puanının ise gıda enflasyonundaki düşüş tarafından telafi edileceği hesaplanmıştır.

2017 yılı tahminine daha detaylı bakıldığında; Türk lirası cinsinden ithalat fiyatı varsayımındaki güncellenmenin bir önceki Rapor'a göre yıl sonu enflasyon tahminine yaklaşık 1 puan arttırıcı etki yapacağı değerlendirilmiştir. Öte yandan, çıktı açığı ve gıda enflasyonundaki aşağı yönlü güncellemelerin 2017 yıl sonu enflasyon tahminini sırasıyla 0,3 ve 0,2 puan aşağı çekeceği öngörülmüştür. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 6 olarak verilen 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 6,5'e güncellenmiştir.

Grafik 7.2.1'de verilen enflasyon tahmin patikasına göre, tüketici enflasyonunun Ekim ayında yatay seyredeceği daha sonra Kasım ayında bir miktar artarak yıl sonu tahmini olan yüzde 7,5'e yaklaşacağı öngörülmektedir. Özellikle 2017 yılının birinci çeyreğinde işlenmemiş gıdadaki baz etkilerinden dolayı yükselmesi beklenen enflasyonun, yılın ikinci çeyreğinde bir miktar düşeceği ve 2017 yılının sonuna kadar kademeli bir şekilde yüzde 6,5 seviyesine ulaşacağı tahmin edilmektedir.



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeden oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin kademeli bir şekilde yüzde 4,6 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. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların yıl sonu beklentileri ile 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo

tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). TCMB tahminlerinin üzerinde seyretmesi 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
2016 Yıl Sonu	7,5	7,8	5,0
12 Ay Sonrası	6,9	7,6	5,0
24 Ay Sonrası	5,2	7,0	5,0

*Ekim ayı anket verileri.
Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

TCMB politika uygulamalarının da etkisiyle parasal koşullardaki sıkılığın azalması ve makroihtiyati alandaki düzenlemeler genel finansal koşulları desteklemektedir. Marjinal fonlama faizindeki kademeli düşüşün kredi ve mevduat faizlerine kısmen de olsa yansıdığı görülmektedir. Yakın dönemde tüketici kredilerini desteklemeye yönelik makroihtiyati önlemlerin de etkisiyle son aylarda tüketici kredilerinde toparlanma sinyalleri gözlenmiştir. Öte yandan, küresel ve jeopolitik gelişmelerin yurt içi finansal piyasalara yansımalarının da etkisiyle kredi koşullarındaki sıkılıkta henüz belirgin bir azalma gözlenmemektedir. Eylül ayı sonunda Türkiye'nin uluslararası kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürülmesi piyasalar tarafından büyük ölçüde beklenen bir gelişme olduğu için, finansal piyasaların tepkisi sınırlı olmuştur. Söz konusu gelişme yurt dışı fonlama maliyetlerini artırsa da, alınan likidite tedbirleri, makroihtiyati düzenlemeler ve diğer teşvikler kredi koşullarını desteklemektedir. Bununla birlikte, finansal koşullarda öngörülerin ötesinde bir sıkılaştırmanın ortaya çıkması durumunda, TCMB zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçlarını destekleyici yönde kullanabilecektir.

Son dönemde açıklanan veriler yılın üçüncü çeyreğinde ekonominin kayda değer bir yavaşlama gösterdiğine işaret etmektedir. Alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla son çeyrekte itibaren iç talepte toparlanma eğiliminin başlaması beklenmektedir. Bu çerçevede, 2016 yılının geri kalan kısmında ve 2017'de iktisadi faaliyetin 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. TCMB, iktisadi faaliyetteki gelişmelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki yansımalarını yakından izlemeye devam edecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon, işlenmemiş gıda ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşmeye bağlı olarak düşüş kaydetmiştir. Birikimli döviz kuru hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri hafiflemeye devam ederken toplam talepteki yavaşlama enflasyondaki düşüşü desteklemiş ve çekirdek enflasyonun ana eğiliminde iyileşme gözlenmiştir. Buna karşılık akaryakıt ürünlerindeki vergi artışı, enerji ve ulaştırma hizmetleri kanalıyla enflasyondaki iyileşmeyi sınırlamıştır. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında gözlenen gelişmelerin enflasyon üzerinde yukarı yönlü etki yapması beklenmekle birlikte, toplam talebin ılımlı seyrinin çekirdek enflasyondaki kademeli düşüşü destekleyeceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, tahminler oluşturulurken gıda talebindeki turizm kaynaklı

yavaşlama ve Gıda Komitesi çalışmaları çerçevesinde 2016 ve 2017 yılsonu gıda enflasyonunun bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha düşük gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Enflasyon tahminlerine dair aşağı ve yukarı yönlü riskler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın öngörülenden daha yavaş gerçekleşmesi durumunda enflasyon beklenenden daha düşük bir seyir izleyebilecektir. Öte yandan petrol fiyatlarına ve küresel piyasalara ilişkin belirsizlikler maliyet kanalından enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Gıda fiyatlarındaki oynaklık ise 2017 yılı için her iki yönde risk oluşturmaktadır. TCMB enflasyon görünümünü etkileyen gelişmeleri yakından takip ederek fiyat istikrarını tesis etmek için gerekli politika önlemlerini almaya devam edecektir.

2016 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin olarak açıklanan öncü göstergeler küresel iktisadi faaliyette ılımlı bir iyileşmeye işaret etmektedir. Buna karşın tarihsel olarak halen zayıf seyreden küresel büyüme performansı ve ticaret hacmi, gelişmiş ülke faizlerinin düşük seviyelerini sürdürmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede, son aylarda gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı güçlü bir seyir izlemiştir. Bununla birlikte, küresel para politikalarına ilişkin belirsizlikler portföy girişlerinde dalgalanmaya neden olmaktadır. Nitekim, ABD Merkez Bankası'nın olası faiz artırımına ilişkin beklentilerin güçlenmesi ve diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarına dair belirsizlikler nedeniyle, geçtiğimiz Rapor dönemi sonrasında belirgin şekilde artan gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları, son dönemde tekrar zayıflama eğilimi göstermiştir.

Tüm bu değerlendirmeler çerçevesinde 2016 yılı Mart ayından itibaren sadeleşme süreci kapsamında kademeli olarak indirilen marjinal fonlama faizi Ekim ayında sabit tutulmuştur. Sadeleşme politikasıyla fonlamanın tek faizden yapılması ve kısa vadeli piyasa faizlerinin TCMB fonlama faizine yakınsaması hedeflenmektedir. Sadeleşmenin, para politikası duruşunun daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesini sağlayarak aktarım mekanizmasının etkinliğine katkıda bulunacağı değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, para politikası sadeleşme sürecinin uygun bir zaman diliminde sonuçlandırılması planlanmaktadır. Sadeleşme kapsamında atılacak bir sonraki adımın yönü ve zamanlaması enflasyon görünümünü ve finansal istikrarı etkileyen gelişmelere bağlı olacaktır.

Son yıllarda yaşanan önemli dış şoklara rağmen, uygulanan politika çerçevesi enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki bozulmayı sınırlı seviyelerde tutabilmiştir. Bununla birlikte, gelinen noktada fiyat istikrarına ulaşıldığını ifade etmek mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesinde elde edilen on yıllık tecrübe enflasyonla mücadelenin ortak bir çaba gerektirdiğini göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyonun yüzde 5 hedefine kalıcı olarak indirilebilmesi için yapısal unsurlarında dikkate alındığı bütüncül bir yaklaşım çerçevesinde bütün kurumların üzerine düşeni yapması önem taşımaktadır. Bu çerçevede Gıda Komitesi kapsamında yapılan çalışmalar değerli bir örnek teşkil etmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemde bu çabaların daha da derinleştirilmesine katkıda bulunmak amacıyla enflasyon dinamiklerinde yapısal konulara dair farkındalığı artırma yönünde çalışmalar yapmaya devam edecektir.

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 konjunktürde bu kazanımların korunarak daha da ileriye götürülmesi önem taşımaktadır. Mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak her türlü tedbir makroekonomik istikrarı destekleyecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesini sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.