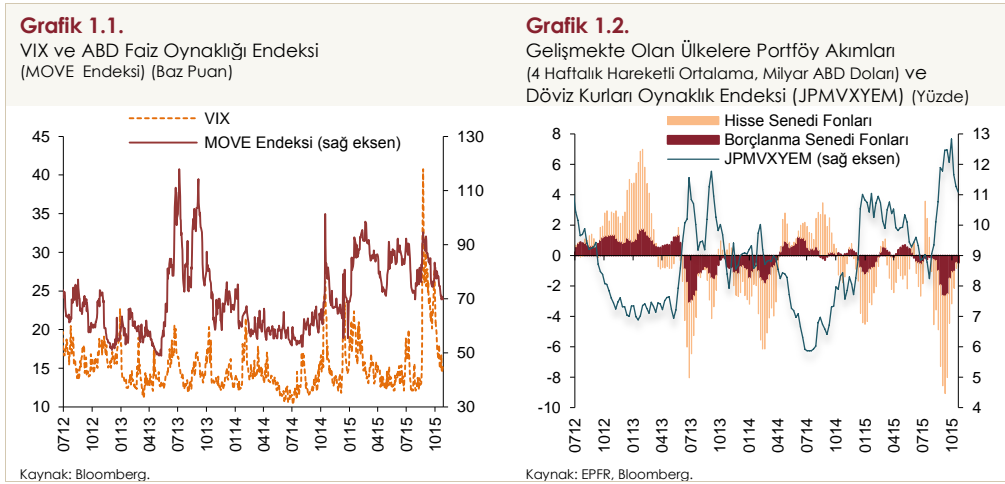


## 1. Genel Değerlendirme

2015 yılının üçüncü çeyreğinde küresel finans piyasalarındaki oynaklıklar devam etmiştir. Küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yanı sıra küresel büyümeye dair endişeler bu dönemde ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin oynaklığı yüksek seviyelerini korurken belirsizlik göstergelerinde de artış yaşanmıştır (Grafik 1.1). Üçüncü çeyrek sonu ve dördüncü çeyrek başlarında ise ABD Merkez Bankası (Fed)'nin ilk faiz artışı kararını öteleyeceğine dair algıların güçlenmesi, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin parasal genişlemeye devam edebileceğini açıklaması ve Çin Merkez Bankası'nın ekonomiyi destekleyici yönde aldığı kararlar sonrasında, finansal piyasalardaki oynaklıklar bir miktar gerilemiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal varlık fiyatları da bu dalgalanmalardan önemli oranda etkilenmiştir. Üçüncü çeyrekte, gelişmekte olan ülkelerin risk primi göstergelerinde bozulmalar yaşanmış, uzun vadeli faiz oranları yükselmiş ve yerel para birimleri değer kaybetmiştir. Ayrıca, bu ülkelere yönelik portföy akımları anılan çeyrekte son yılların en zayıf görünümünü sergilemiş ve kur oynaklıkları yine son yılların en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.2). Dördüncü çeyrek başında ise küresel finans piyasalarında gözlenen oynaklık azalışı ile birlikte, gelişmekte olan ülke finansal varlık fiyatlarında kısmi iyileşmeler yaşanmıştır. Risk primi göstergeleri ile uzun vadeli faizlerde düşüşler gözlenmiş ve yerel para birimleri değer kayıplarının bir kısmını geri almıştır. Küresel iktisadi faaliyette 2014 yılından beri yaşanan yavaşlama eğilimi 2015 yılı ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Bu gelişmede, Çin ve diğer bazı gelişmekte olan ülkelerdeki yavaşlama etkili olmuştur. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki bu zayıf seyir sonucunda emtia fiyatlarında üçüncü çeyrekte düşüşler yaşanmıştır.



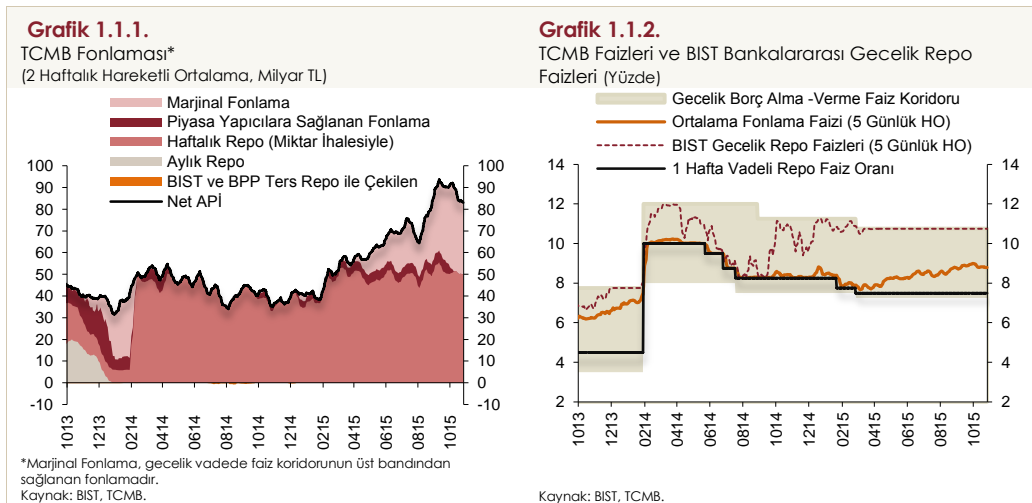
Küresel piyasalarda yaşanan oynaklığın etkileri Türkiye ekonomisinde de gözlenmiş ve iç belirsizlikler ile birlikte finansal göstergelerde dalgalanmalar yaşanmıştır. Üçüncü çeyrekte, gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye'nin risk primi göstergeleri ile uzun vadeli faizlerinde artışlar ve Türk lirasında değer kayıpları yaşanmıştır. Yakın dönemde ise tüm finansal varlık fiyatlarında bir iyileşme gözlenmiştir. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) enflasyon görünümünü dikkate alarak sürdürdüğü sıkı para politikası duruşu yanında, Ağustos ayında açıkladığı yol haritası kapsamında finansal istikrarı destekleyici ve döviz likiditesini dengeleyici yönde adımlar atmıştır.

2015 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet iç talep kaynaklı artış göstermiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı seyre işaret ederken, yılın ikinci yarısında büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesi beklenmektedir. İç ve dış belirsizlikler ekonomi üzerinde aşağı yönlü risk oluştururken, AB ülkelerinin talebindeki artış ihracatımızı olumlu etkilemektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde iç talebin ılımlı seyretmeye devam edeceği, dış talebin ise toparlanma eğilimi sergileyeceği ve büyüme kompozisyonundaki dengelenmenin süreceği değerlendirilmektedir.

2015 yılının üçüncü çeyreğinde enflasyonda gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri kaynaklı artış yaşanmıştır. Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu bu dönemde belirgin bir oranda artmış ve çekirdek enflasyon eğilimi yüksek seviyesini korumuştur. Önümüzdeki dönem döviz kuru etkileri ile gıda fiyatlarındaki seyrin yanında, ücret gelişmelerinin enflasyon üzerindeki yansımaları ve orta vadeli enflasyon beklentileri enflasyon görünümü açısından belirleyici olacaktır. Bu çerçevede, enflasyonun döviz kuru etkilerine bağlı olarak bir süre daha mevcut düzeylere yakın seyredeceği sonrasında ise düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir. Kamu maliyesindeki gelirler ve harcamalar politikalarındaki görünüme bağlı olarak enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

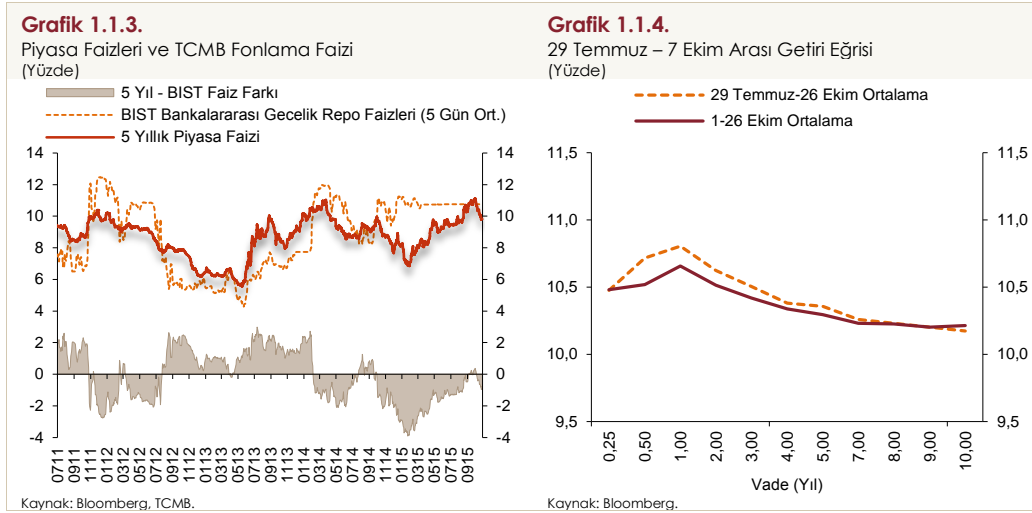
### 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

TCMB, 18 Ağustos 2015 tarihinde küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin bir yol haritası yayınlamıştır. Bu çerçevede, faiz koridorunun daraltılacağı ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceği açıklanmıştır. Sadeleşme süreci boyunca fonlama kompozisyonunda para politikasında gerekli görülen sıklık derecesini koruyucu yönde ayarlamalar yapılacaktır. Ayrıca, ilgili duyuruda Türk lirası likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik normalleşme öncesinde ve sırasında uygulanacak politikalara yer verilmiştir. Bu doğrultuda Türk lirası likiditesiyle ilgili olarak, 23 Eylül 2015 tarihinden itibaren piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı uygulaması kaldırılmış ve Türk lirası işlemlerinin teminat koşullarında sadeleşmeye gidilmiştir. Ayrıca, Türk lirası işlemleri için teminata döviz depo getirilmesi imkanı hatırlatılmış ve bu imkanın kullanımıyla ilgili basitleştirilen yeni kurallar ilan edilmiştir. 28 Eylül 2015 tarihinden itibaren yürürlüğe giren söz konusu değişikliklerle bankaların likidite yönetiminin etkinleştirilmesi amaçlanmaktadır.

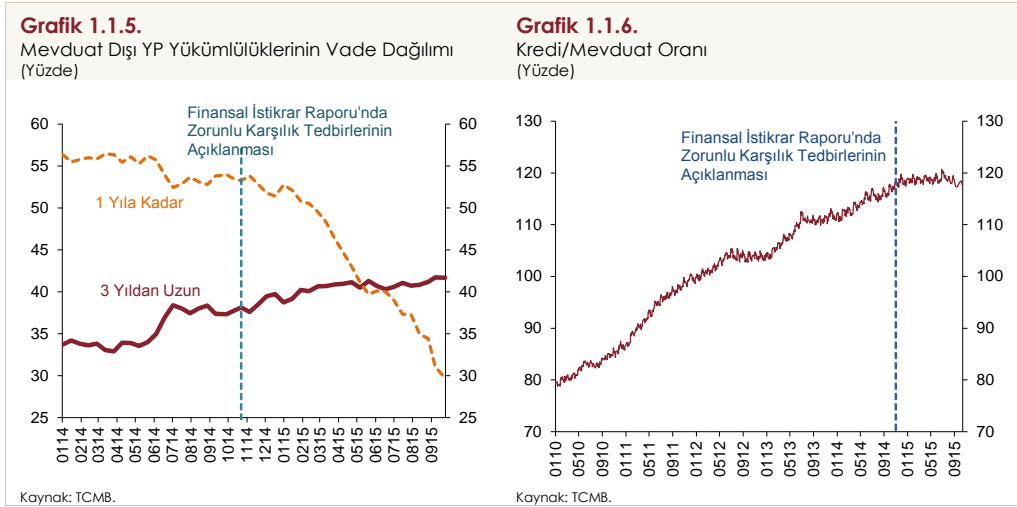


TCMB, sene başından itibaren gözlenen birikimli döviz kuru hareketleri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkların enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla sıkı para politikası duruşunu 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de sürdürmüştür. Bu dönemde uygulanan sıkı likidite politikası sonucu ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükseltilmiştir. TCMB fonlaması ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam edilirken, marjinal fonlamanın payı giderek artmıştır (Grafik 1.1.1). Buna bağlı olarak, Temmuz Enflasyon Raporu dönemi itibarıyla yüzde 8,5 olan ortalama fonlama faizi, son dönemde yüzde 8,75 civarında seyretmiştir. Ayrıca, yıl genelinde olduğu gibi 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de 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.

Yıl genelinde negatif seyreden 5 yıllık piyasa faizi ile bankalararası gecelik repo faizi arasındaki fark, 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla sıfıra yakın seviyelere gelmiştir (Grafik 1.1.3). Getiri eğrisi bu dönemde de yataya yakın konumunu sürdürmüştür (Grafik 1.1.4).

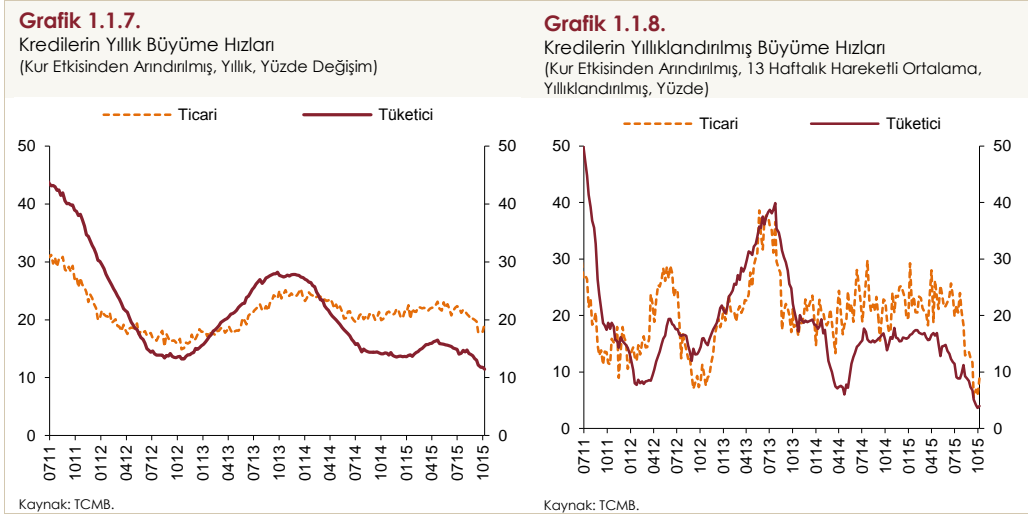


Ağustos ayında yayınlanan yol haritası çerçevesinde finansal istikrarı destekleyici önlemler alınmıştır. 2015 yılı birinci çeyreğinde bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden çekirdek dışı yükümlülüklerinde vade uzatımını teşvik etmek için yapılan zorunlu karşılık değişikliklerine ek olarak, 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarının üç yıldan uzun vadeyi teşvik edecek şekilde değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu değişiklik 2014 yılı Kasım ayından bu yana çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesinde gözlenen uzama eğilimini desteklemektedir. Özellikle üç yıldan uzun vadelerde gözlenen istikrarlı artış eğilimi finansal istikrar açısından önemli görülmektedir (Grafik 1.1.5). TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı bir diğer duyuruda Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faizi Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50'er baz puan artıracak olduğunu belirtmiştir. Bu düzenleme bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltacak ve çekirdek yükümlülüklerine ilave bir destek sağlayacaktır. Nitekim, ilgili düzenlemelerin ilk ilan edildiği Kasım 2014'ten itibaren Kredi/Mevduat oranındaki yükselişin yerini yatay bir seyre bıraktığı gözlenmektedir (Grafik 1.1.6).



TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapılacaklara ilişkin yayınladığı yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere de yer vermiştir. Bu doğrultuda, bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri 1 Eylül 2015 tarihinden itibaren yaklaşık yüzde 130 oranında artırılarak 50 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Böylelikle, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile Rezev Opsiyonu Mekanizması (ROM) kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamı bankaların gelecek bir yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye ulaşmıştır. Ayrıca, TCMB küresel finansal piyasalarda artan oynaklık nedeniyle 19 Ağustos 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarının bir gün önce ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılacağını kamuoyuna duyurmuştur. Bu çerçevede, TCMB döviz likiditesinde dengeleyici duruşunu sürdürmektedir.

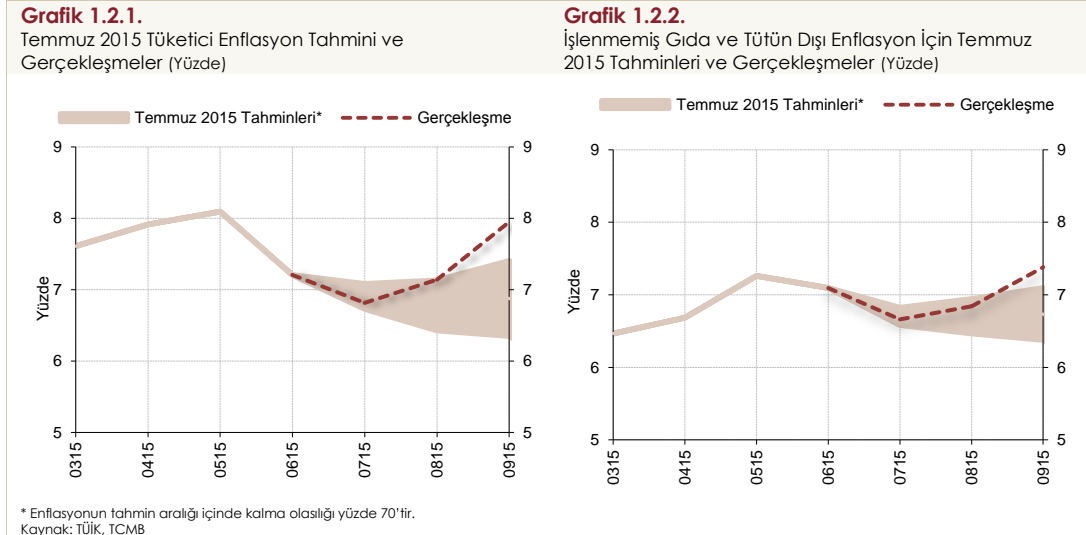
Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle yıllık kredi büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Yakın zamanda artan yurt içi ve küresel belirsizliklerin etkisiyle kredilerin büyüme hızında ilave bir yavaşlama gözlenmiştir. Toplam kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyüme hızı üçüncü çeyrek sonu itibarıyla yüzde 15,3 oranına gerilemiştir. Bu dönemde, hem tüketici kredilerinin hem de ticari kredilerin büyüme hızında belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. Tüketici kredileri yıllık büyüme oranı anılan dönem sonunda yüzde 12,2'ye, ticari kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyüme oranı ise yüzde 17,8'ye gerilemiştir (Grafik 1.1.7). Kredi büyümesindeki ve kompozisyonundaki bu gelişmeler hem dengelenme sürecine hem de finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Kredilerde büyümenin yakın dönemli eğilimini gösteren, 13 haftalık ortalamalarına göre yıllıklandırılmış büyüme hızları belirgin biçimde gerileyerek gerek tüketici gerekse ticari kredilerde geçmiş yılların önemli ölçüde altında kalmıştır (Grafik 1.1.8). Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, yavaşlamanın taşıt hariç tüm tüketici kredileri için geçerli olduğu; ticari krediler için ise yabancı para cinsi kredilerdeki gerilemenin Türk lirası cinsi kredilerdeki yavaşlamaya göre daha belirgin olduğu görülmektedir. İktisadi faaliyetteki ılımlı seyrin yanı sıra, yılın üçüncü çeyreğinde tüketici ve ticari kredi faiz oranlarında gözlenen belirgin artışlar ve diğer finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırma kredi büyümesinin önümüzdeki dönemde de tarihsel ortalamalara göre düşük seyretmeye devam edebileceğine işaret etmektedir.



## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

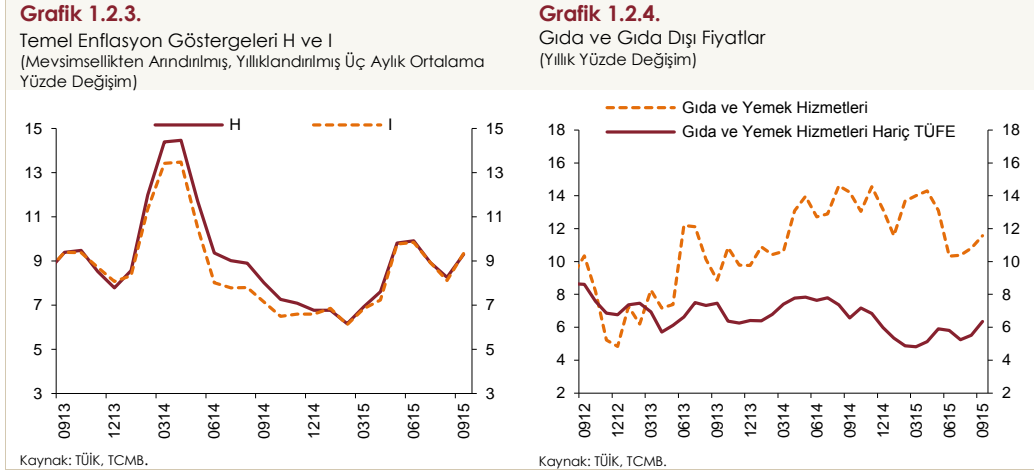
### Enflasyon

2015 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,75 puan artarak yüzde 7,95 oranına yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu öngörüsünün üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yıllık enflasyondaki yükselişte gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri belirleyici olmuştur. İşlenmemiş gıda grubundaki seyre bağlı olarak gıda grubunun enflasyona katkısı bu dönemde tekrar artmıştır. Bunun yanında, Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu bu dönemde belirgin bir oranda yükselmiştir. Döviz kuru gelişmelerinin enerji fiyatlarına yansımaları ise petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle sınırlı olmuştur.



Yılın üçüncü çeyreğinde dolar cinsinden ithalat fiyatlarında kaydedilen düşüşe karşın, gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleriyle birlikte enflasyon üzerindeki maliyet baskıları artmıştır. Bu dönemde, çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğilimi, önceki çeyreğe kıyasla bir miktar gerilemiş olsa da, yüksek seviyesini devam ettirmiştir (Grafik 1.2.3). Bununla birlikte, para politikasında sürdürülen sıkı duruş ve yurt içi talepteki ılımlı seyir sonucunda, döviz kuru artışlarının fiyatlara geçişinin geçmiş yıllardaki

benzer dönemlere kıyasla daha sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Bu dönemde, gıda fiyatlarındaki yüksek seyir ve bunun yemek hizmetleri fiyatlarına yansımaları sürerken, gıda dışı maliyet unsurlarındaki artışla birlikte gıda ve yemek hizmetleri hariç tüketici enflasyonu önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,5 puan artarak yüzde 6,36 oranına yükselmiştir (Grafik 1.2.4).



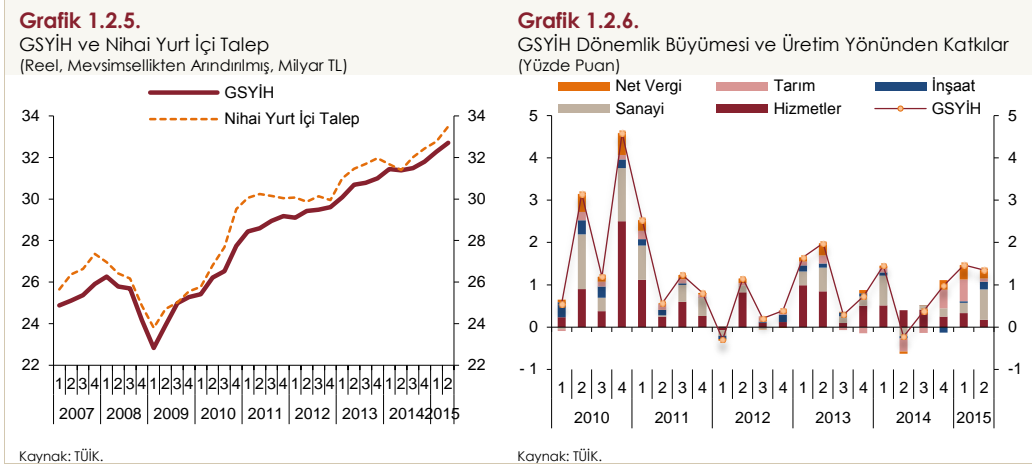
Önümüzdeki dönem yurt içi ve küresel piyasalara ilişkin belirsizliklerin döviz kuru üzerindeki etkileri ile gıda fiyatlarındaki seyrin yanında, ücret gelişmelerinin enflasyon üzerindeki yansımaları ve orta vadeli enflasyon beklentileri enflasyon görünümü açısından belirleyici olacaktır. Enflasyona ilişkin önemli bir yapısal reform Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi'nin kurulması olmuştur. Bu komitenin koordinasyonunda alınmakta olan önlemler gıda enflasyonunu düşürücü yönde yapısal ve konjonktürel katkılar sağlayabilecektir. Bu çerçevede, enflasyonun döviz kuru etkilerine bağlı olarak bir süre daha mevcut düzeylere yakın seyredeceği sonrasında ise azalma eğilimine gireceği tahmin edilmektedir. Kamu maliyesindeki gelirler ve harcamalar politikalarındaki görünüme bağlı olarak enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

#### Arz ve Talep

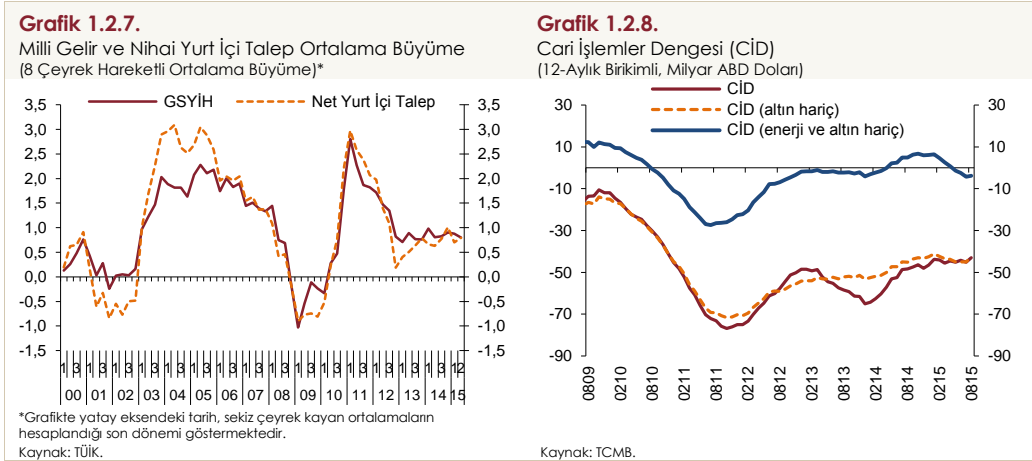
2015 yılı ikinci çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiş ve milli gelir dönemlik bazda yüzde 1,3, yıllık bazda ise yüzde 3,8 oranında artmıştır (Grafik 1.2.5). Mevsimsellikten arındırılmış milli gelir bileşenleri üretim yönünden incelendiğinde, sanayi katma değerinin milli gelir büyümesine en yüksek katkıyı sağladığı, diğer kalemlerin de büyümeye pozitif yönde katkıda bulunduğu görülmektedir (Grafik 1.2.6). İkinci çeyrek gelişmeleri mevsimsellikten arındırılmış verilerle harcama tarafından değerlendirildiğinde, nihai yurt içi talebin hem tüketim hem de yatırım harcamaları kaynaklı artış gösterdiği görülmektedir.

2015 yılının ilk yarısında yurt içi talebin büyümeye katkısı dış talepten yüksek olmuştur. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı seyre işaret ederken, yılın ikinci yarısında büyüme kompozisyonundaki değişimin net ihracat lehine olabileceği yönünde sinyaller içermektedir. Sanayi üretimi ve iç talebe ilişkin satış, üretim ve ithalat göstergeleri nihai yurt içi talebin büyümeye katkısının ılımlı seyredeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, AB ülkelerinin talebindeki artışın önümüzdeki dönemde ihracatımızı olumlu etkilemesi beklenmektedir. Bu doğrultuda, iç talebin seyrine bağlı olarak ithalat

talebinde gözlenebilecek yavaşlama ile beraber değerlendirildiğinde, dış talebin yılın ikinci yarısında büyümeye katkısının artacağı öngörülmektedir.

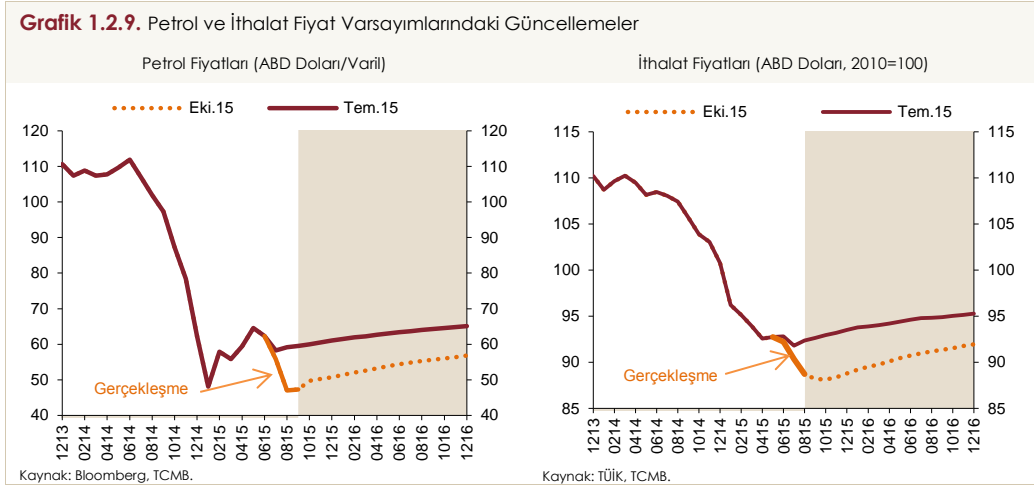


2011 yılından itibaren uygulanan makroihtiyati politika çerçevesi ile birlikte milli gelir ılımlı bir büyüme eğilimi sergilerken, nihai yurt içi talep yaşanan dengelenme sürecinin ardından bir toparlanma sürecine girmiştir (Grafik 1.2.7). İç ve dış gelişmeler nedeniyle finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırmanın iç talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu, ancak yurt içi belirsizliklerin azalması durumunda söz konusu sıkılaştırmanın geçici olabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, küresel kriz sonrası gözlenen güçlü istihdam performansının gelir kanalından yurt içi talebi destekleyeceği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, cari açıkta öngörülen düşüş ve güçlü kamu maliyesi de olası şoklara karşı ekonomi politikalarının dengeleyici yönde hareket edebilmesi açısından alan oluşturmaktadır. Dış ticaret ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın ihracatımızı desteklemesi beklenirken, Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi ile Rusya ve Irak'a yapılan ihracata ilişkin belirsizlikler aşağı yönlü risk unsurlarıdır. Fed faiz kararlarının ve Çin ekonomisindeki yavaşlamanın dünya ekonomisine etkileri ile Avrupa'daki toparlanmanın kalıcılığı konusundaki belirsizlikler de dış talebe ilişkin aşağı yönlü risklere işaret etmektedir. Özetle 2016 yılında iç talebin ılımlı seyretmesi, dış talebin ise toparlanma eğilimi sergilemesi ve bu sayede büyüme kompozisyonundaki dengelenmenin sürmesi beklenmektedir. Yurt içi talepteki ılımlı seyrin, tüketici kredilerinde gözlenen yavaşlamanın ve dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin katkısı ile cari açıkta gözlenen iyileşme eğiliminin devam etmesi beklenmektedir (Grafik 1.2.8).



### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Başta enerji fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki yavaşlamanın katkı verdiği bu eğilim Türkiye ekonomisinde de 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). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı için 59 dolardan 54 dolara, 2016 yılı için ise 63 dolardan 54 dolara düşürülmüştür. Ayrıca, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda da 2015 ve 2016 yılları için 1,9'ar puan aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır. Gıda fiyatlarına dair yıl sonu varsayımlarında ise güncelleme yapılmamış, 2015 ve 2016 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı yüzde 8 olarak korunmuştur.



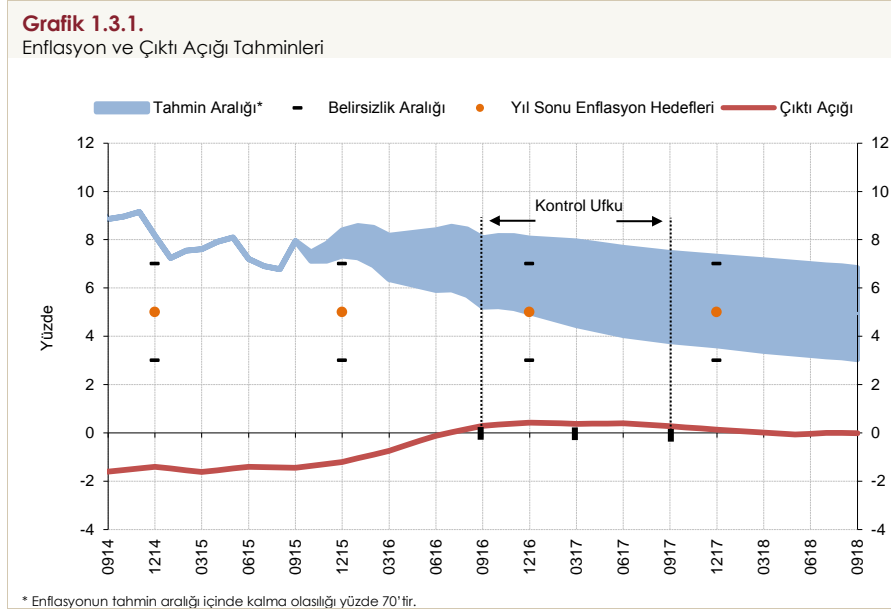
### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bir önceki Program'la karşılaştırıldığında, yeni projeksiyonlara göre gelirler ve harcamalar kalemlerinde milli gelire oranla 2015 yılında bir miktar artış ve sonraki yıllarda ise daha sınırlı bir azalış öngörülmektedir. 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

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, sıkı makroihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının makul seviyelerde seyretmeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 7,4 ile yüzde 8,4 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2016 yılı sonunda ise yüzde 5,0 ile yüzde 8,0 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2017 yılında yüzde 5'e yaklaşacağı ve orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).





2015 yıl sonu enflasyon tahmininde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yapılan yukarı yönlü güncellemenin 1,2 puanı üçüncü çeyrekteki döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimi üzerindeki yükseltici etkisinden kaynaklanmıştır. Öte yandan, ithalat fiyatları görünümünde bir önceki Rapora kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,9 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.3.1).

Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini ise 1 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 6,5'e yükseltilmiştir. 2015 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncellemenin ve döviz kurunda yaşanan gelişmelerin gecikmeli etkilerinin 2016 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde sırasıyla 0,6 puan ve 0,8 puan yükseltici etki yapacağı tahmin edilmektedir. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki gerileme ve 2016 yılı için öngörülen çıktı açığındaki sınırlı miktarda aşağı yönlü güncelleme ise 2016 yıl sonu tahminini önceki Rapor'a göre sırasıyla 0,3 puan ve 0,1 puan aşağı yönde etkilemiştir.

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredilerin yıllık büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. TCMB, yakın dönemde artan iç ve dış belirsizlikler nedeniyle finansal koşullarda yaşanan sıkılaştırmanın da etkisiyle kredilerin büyüme eğiliminde kayda değer bir düşüş olduğuna dikkat çekmiştir. Özellikle, yabancı para cinsi ticari krediler ile tüketici kredilerinde ivme kaybı daha belirgindir. Kredilerin bileşimine bakıldığında, ticari kredilerin tüketici kredilerine kıyasla daha yüksek bir hızla büyümeye devam ettiği görülmektedir. Bu bileşim, bir yandan orta vadeli enflasyon baskılarını sınırlarken diğer yandan cari açığı düzeltmeyi desteklemektedir. İktisadi faaliyetteki ılımlı seyrin yanı sıra, kredi faizlerinde yaşanan artışlar ve diğer finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırma kredi büyümesinin önümüzdeki dönemde de geçmiş yıllar ortalamalarına göre düşük seyretmeye devam edebileceğine işaret etmektedir.

Yılın ilk yarısında büyümenin temel sürükleyicisi nihai yurt içi talep olmuş ve dış talep zayıf bir seyir izlemiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı bir seyre işaret ederken, büyüme kompozisyonuna bakıldığında iç talepte bir miktar yavaşlama ve ihracatta ise toparlanma yaşanabileceği öngörülmektedir. Güven endekslerinin düşük seviyesi ve finansal koşullarda yaşanan sıkılaşma özel tüketim ve yatırım talebini sınırlamaktadır. İç talepteki yavaşlama ve reel kurda gözlenen hareketler ithalatı azaltıcı etki yapmaktadır. İhracat tarafında ise jeopolitik faktörlerin olumsuz etkisine rağmen Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artış ihracatı olumlu etkilemektedir. Bütün bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun kademeli olarak net ihracat lehine değişeceğini öngörmektedir. Bu gelişmenin cari dengeye olumlu olarak yansımaları beklenmektedir. Ayrıca, dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerindeki yavaşlama da cari dengedeki iyileşmeyi desteklemektedir. Bu doğrultuda, cari işlemler dengesinde Ağustos ayı verisi ile belirginleşen iyileşme eğiliminin süreceği öngörülmektedir.

Enerji fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonu olumlu yönde etkilemeye devam etmektedir. Yılbaşından bu yana gözlenen birikimli döviz kuru gelişmelerinin enflasyon görünümü üzerindeki olumsuz etkisi petrol fiyatlarındaki düşüşle kısmen telafi edilmektedir. Gıda fiyatlarında ise, temelde işlenmemiş gıda grubu kaynaklı olmak üzere oynaklık devam etmekte ve bu oynaklık yıl sonu enflasyonu tahminine dair hem aşağı hem de yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Türk lirasındaki birikimli değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu artış sergilemiş ve çekirdek enflasyon eğiliminde bir miktar bozulma yaşanmıştır. Bununla birlikte, para politikasındaki sıkı duruş ve yurt içi talepteki ılımlı seyir, döviz kuru artışlarının fiyatlara geçişini geçmiş yıllardaki benzer dönemlere kıyasla sınırlamaktadır. Bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, yurt içi ve küresel piyasalardaki belirsizliklerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkları dikkate alarak, gerekli görülen süre boyunca likidite politikasındaki sıkı duruşun korunmasına karar vermiştir. 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 ve risk göstergeleri de oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. TCMB tarafından kamuoyuyla paylaşılan normalleşme sürecindeki yol haritası kapsamında alınan ve alınması öngörülen adımlar küresel oynaklıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmaktadır. Mevcut politika duruşu enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici niteliğini korumaktadır.

Önümüzdeki dönemde kredi büyüme hızlarında gözlenen yavaşlamanın kalıcı olması ve döviz kurları üzerindeki yukarı yönlü baskının devam etmesi durumunda, TCMB sıkı likidite politikasını korurken döviz cinsi varlıklara dayalı teminat koşullarını genişletmek suretiyle Türk lirasının değerini ve kredi büyümesini destekleyici yönde adımlar atabilecektir.

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 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. 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.

