

## 2017 Yılı Enflasyon Gelişmeleri ve Yıl Sonu Enflasyon Beklentisi

Bu notta, Türkiye’de enflasyonun 2017 yılı ortasındaki mevcut durumu ile 2017 yılı kalan döneminde enflasyonu etkilemesi beklenen bazı önemli faktörler kısaca irdelenmiştir. Bu çerçevede yılın geri kalanına ait enflasyon tahmini yargısal olarak belirtilmiştir. Son kısımda ise 2018 yılı için enflasyon beklentileri için değerlendirilmiştir. Yapılan tahmin belli varsayımlar altında olduğu için, yılın geri kalan aylarında meydana gelebilecek beklenmedik gelişmeler bu tahminde aşağı veya yukarı yönlü farklılaşmaya neden olabilir.

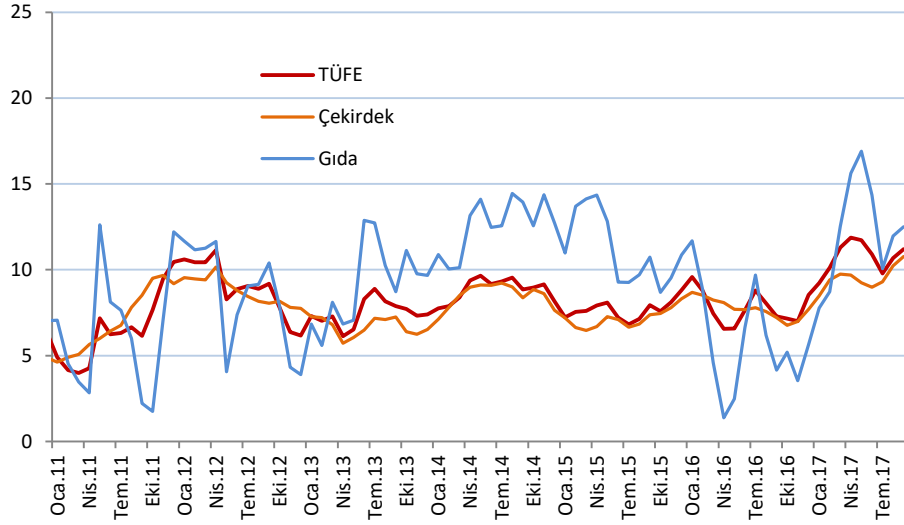
### 1. Enflasyon Durumu

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan en son verilere göre, 2017 yılı Eylül ayında yıllık enflasyon yüzde 11,2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Kasım 2016 – Ocak 2017 döneminde Türk Lirasının ABD doları karşısında önemli ölçüde değer kaybetmesi sonucu, kademeli olarak artarak Şubat 2017 tarihinde çift haneli rakamlara ulaşan enflasyon, Mart ayında yüzde 11,87 seviyesine ulaştıktan sonra döviz kurunun birikimli etkisinin azalmasıyla beraber sınırlı olarak azalmış ve Temmuz ayı itibariyle tekrar tek haneli düzeye inmişti. Fakat Ağustos ayında yüzde 10,68 ile tekrar çift haneye çıkan enflasyon Eylül ayında bir miktar daha artarak yüzde 11,2 seviyeni çıkmıştır. Enflasyonda görülen bu bozulma, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış çekirdek enflasyonda da görülmüştür. Buna ek olarak üretici fiyatlarının tüketici fiyatları üzerindeki olumsuz etkisi devam ederken, iktisadi faaliyetin toparlanmasıyla birlikte talep koşullarının enflasyona aşağı yönlü desteği azalmıştır.

Grafik-1’de manşet enflasyon (gösterge olarak kullanılan enflasyon), işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri dışlayan çekirdek enflasyon ve gıda enflasyonu beraber gösterilmiştir. 2016 yılı son çeyreğinde hızlı olarak artan manşet enflasyon, Nisan 2017 tarihinden itibaren bir miktar azalmıştır. Gıda enflasyonu ise Mayıs ayında yıllık bazda yüzde 17 seviyesine yaklaşarak son yılların en yüksek düzeyine ulaştıktan sonra Haziran-Temmuz döneminde hızlı bir düşüş yaşamıştır. Fakat Ağustos ve Eylül döneminde hem manşet enflasyonu, hem çekirdek enflasyon hem de gıda enflasyonu yukarı yönlü eğilim göstermiştir.

En son açıklanan verilere göre çekirdek enflasyon artarak yüzde 10.77 seviyesine çıkmıştır. Çekirdek enflasyon, mevsimsel etkiler gösteren işlenmemiş gıda ile fiyatları üst kurullar tarafından belirlenen alkollü içecekler ve tütün ürünlerini kapsamadığı için uzun dönemli enflasyon görünümünü daha sağlıklı gösteren bir endekstir. Para politikası kararları da manşet enflasyondan ziyade çekirdek enflasyon üzerinde etki göstermektedir. Grafik-1’de görüldüğü gibi çekirdek enflasyon yüzde 10 seviyesinde katılmış gözükmektedir.

Grafik 1: Tüketici Enflasyonu ve Bazı Alt Kalemleri



Kaynak: TÜİK

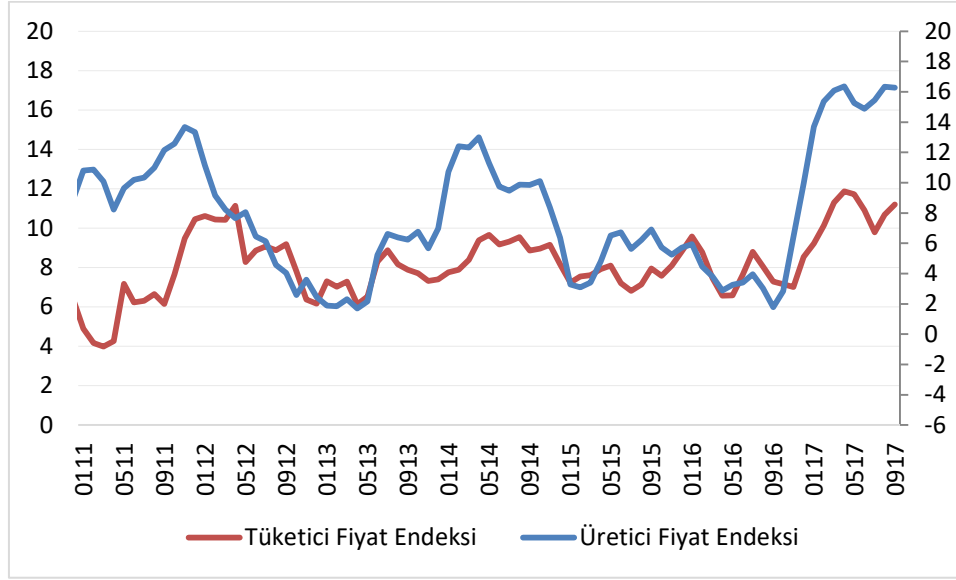
## 2. Yılsonu Enflasyonu Etkileyen Faktörler

### a. Üretici Fiyat Endeksi Gelişmeleri

Üretici fiyatları, tüketici fiyatlarına maliyet yönlü olarak etki etmektedir. Bu etki bir miktar gecikme ile tüketici fiyatlarına yansımaktadır. TÜİK tarafından hazırlanan tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ile üretici fiyat endeksi (ÜFE) arasında kapsam ve tanım farklılıklarından dolayı, ÜFE'den TÜFE'ye geçiş birebir olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, ÜFE'de meydana gelen artış aynı oranda TÜFE'ye yansımamaktadır.

2016 yılı son çeyreğinden itibaren ÜFE'de yüksek bir artış yaşanarak yıllık yüzde 15 seviyesine ulaşmış, Eylül 2017 itibarıyla ciddi bir düzeltme görülmemiştir. (Grafik-2). Türk Lirasının son 4-5 aylık dönemde istikrar kazanmasına karşılık ÜFE artış oranının yüksek olmaya devam etmesi, TÜFE'de meydana gelen konjonktürel düzeltmenin sınırlı olmasına neden olmaktadır. ÜFE'deki yüzde 16 düzeyindeki artışın devam etmesi yıl sonu enflasyon ile önümüzdeki yıl enflasyon beklentilerini de olumsuz etkilemektedir.

Grafik 2:Tüketici ve Üretici Enflasyonu



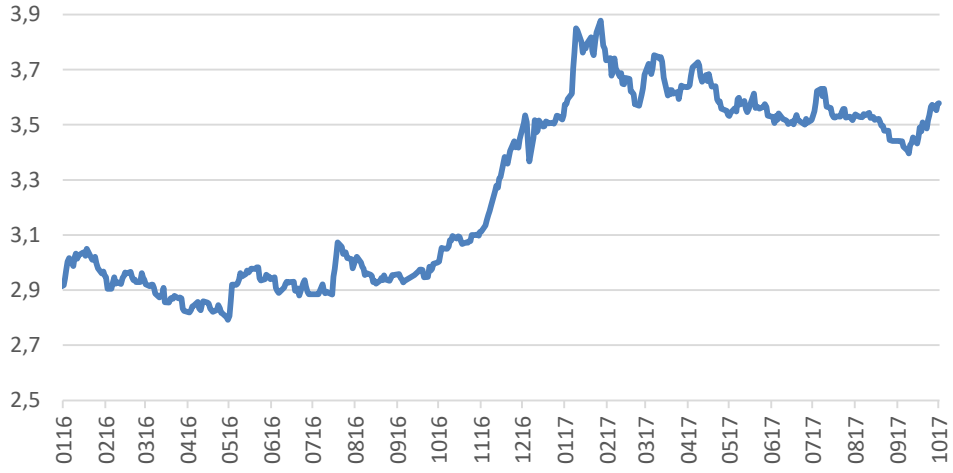
Kaynak: TÜİK

## b. Döviz Kuru Geçişkenliği

Döviz kuru geçişkenliğinin, Türkiye gibi enflasyon hedeflemesi yapan gelişmekte olan ülkelerde enflasyon üzerinde önemli etkisi vardır. Döviz kuru geçişkenliği kısaca, yerel para biriminin değer kaybetmesinden kaynaklı olarak yurtiçi fiyatlarda meydana gelen değişimleri ifade eder. Döviz kuru gelişmeleri tüketici fiyatlarına ya doğrudan ithal edilen malların fiyatları yoluyla (otomobil, telefon vb.) ya da üretime konu ürünlerin imalatında kullanılmak üzere ara malı ithalatı (enerji gibi) yoluyla yansımaktadır. Türkiye için yapılan çalışmalara göre, döviz kurunda meydana gelen yüzde 10'luk bir artış enflasyonda ortalama yaklaşık 1.5 puanlık bir artışa neden olmakta ve geçişin önemli bir kısmı ilk 6 aylık dönemde gerçekleşmektedir.

Grafik-3'te görülen Ekim 2016 – Ocak 2017 döneminde Türk Lirasının ABD doları karşısındaki yüzde 20 düzeyindeki değer kaybı, enflasyonun üzerinde yaklaşık 3 puanlık artışa neden olmuştur. Bu nedenle manşet enflasyon kademeli olarak artarak Mart 2017'de yıllık bazda yüzde 12 yaklaşmıştı. TCMB'nin Ocak 2017'de faizleri kademeli olarak yüzde 12 seviyesine artırması ve ilerleyen dönemde ABD dolarının da uluslararası piyasada değer kaybetmesiyle birlikte Türk Lirası istirar kazandı. Bu nedenle, döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkisinin hemen hemen tamamlandığı söylenebilir. Bununla beraber, yılın son çeyreğinde FED'in faiz artışı veya bilanço küçültme kararı neticesinde Türk Lirasında görülebilecek değer kayıpları yılın son çeyreğinde döviz kuru kaynaklı enflasyon artışına neden olabilir. Ancak geri kalan zaman düşünüldüğünde döviz kuru etkisi 2018 enflasyonu için önemli olacaktır.

Grafik 3: ABD Doları / Türk Lirası Kuru

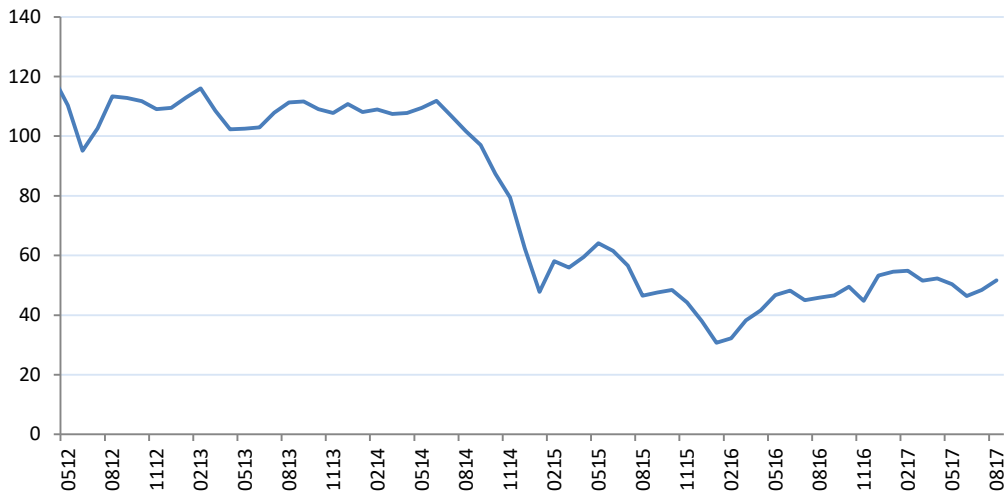


Kaynak: TCMB

### c. Petrol ve Enerji Fiyatları

Türkiye enerji ihtiyacının önemli bir kısmını dışardan karşılamaktadır. Bu nedenle TÜFE, enerji ürünlerinde uluslararası piyasalardaki fiyat gelişmelerinden çok hızlı olarak etkilenmektedir. 2017 yılı ilk döneminde önemli ölçüde oynaklık gösteren petrol fiyatları aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir. Ocak 2017’de brent petrol fiyatı 56 dolar iken Eylül 2017 başında 52 dolar olarak gerçekleşmiştir (Grafik-4). Piyasa tarafından 2017 yılının geri kalan kısmında petrol fiyatlarında herhangi bir artış olmayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede 2017 yılının geri kalan kısmında TÜFE’de enerji fiyatı kaynaklı bir artış olması beklenmeyebilir.

Grafik 4: Brent Petrol Fiyatı



Kaynak: St. Louis FED

#### d. Enflasyon Beklentisi

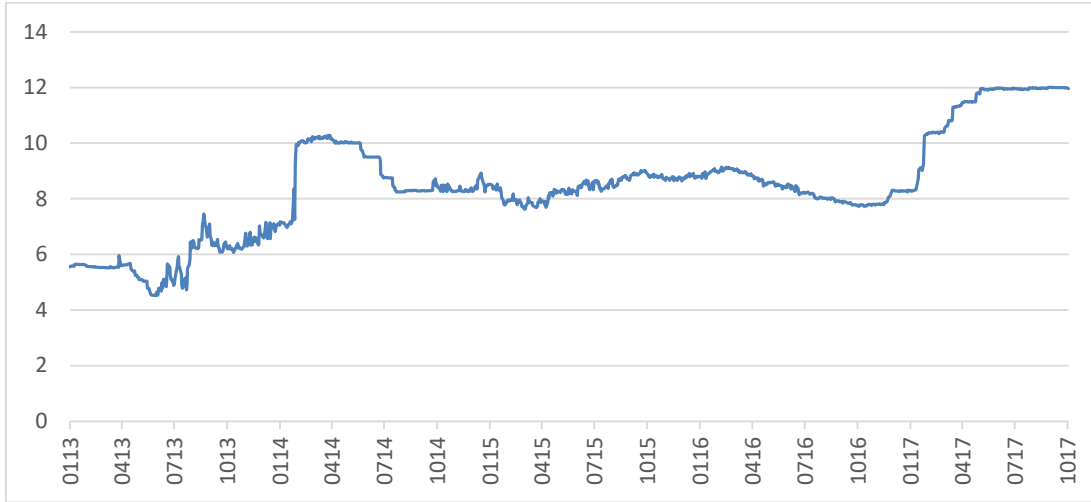
Enflasyon beklentisi, ileri dönem enflasyonu etkileyen ve enflasyondaki katılığa neden olan önemli bir etkidir. Hane halkı ve firmalar bazı kararlar alırken, ileriye yönelik enflasyon beklentilerini dikkate almak zorundadırlar. Bu kararlara örnek olarak iş sözleşmeleri ile firmaların fiyat kararları söylenebilir. Dolayısıyla, enflasyon beklentileri ekonomik kararları etkilemek suretiyle gerçek enflasyonun da şekillenmesine neden olur.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yayınlanan enflasyon beklentisi anketinin Eylül ayında açıklanan en son verilerine göre, 2017 yılı yıl sonu enflasyonu piyasa tarafından **yüzde 9.74** olarak beklenmektedir. Yıl sonu enflasyon beklentisi Ocak 2017’de 8.58 iken kademeli olarak artarak bu seviyeye ulaşmıştır.

#### e. TCMB Politikası

2016 yılının son aylarında döviz kurunda yaşanan hızlı değer kaybının ardından TCMB para politikasında sıkılaştırmaya giderek piyasa fonlamasının önemli bir kısmını Geç Likidite Penceresi (GLP) üzerinden yapmaya başlamıştır. Ayrıca GLP faiz oranı 2016 yılı sonunda yüzde 10 iken 2017 yılı Nisan ayı itibarıyla yüzde 12,25'e yükselmiştir. Bu çerçevede bankanın ağırlıklı ortalama fonlama faizi uzun süredir yüzde 12 düzeyinde yatay seyretmektedir (Grafik-5).

Grafik 5:TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi



Kaynak: TCMB

TCMB tarafından uygulanan bu faiz politikası ve ABD dolarının uluslararası piyasada zayıf seyri neticesinde, döviz kuru artışı azalarak enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi kontrol

altına alınmıştır. TCMB'nin bu politikayı yıl içinde devam ettirmesinin özellikle kur üzerinden enflasyonda yaşanacak artışı daha da sınırlayacağını öngörebiliriz.

TCMB'nin 3 ayda bir yayınladığı enflasyon raporunda yılsonu ve orta vadeli enflasyon tahminleri de açıklanmaktadır. Bu tahminler ayrıca bir yönlendirme aracı olarak da kullanıldığı için piyasa beklentilerinden belirgin seviyede aşağıda bulunmaktadır. Bununla beraber yıl içinde enflasyon tahminine yapılan güncellemeler bize ayrıca bir fikir verebilir. 27 Nisanda yayınlanan enflasyon raporunda 2017 yılı sonu için TCMB'nin enflasyon beklentisi Ocak ayındaki yüzde 8 değerinden yüzde 8,5 değerine güncellenmiştir. Ağustos ayında yayınlanan yılın üçüncü enflasyon raporunda sınırlı seviyede bir güncelleme yapılmış ve beklenti yüzde 8,7'ye çıkarılmıştır. Ağustos ayı itibarıyla TCMB yılsonu için enflasyonun yüzde 70 ihtimalle yüzde 7.8 ile yüzde 9.6 arasında gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. Mevcut diğer gözlemlerle birleştirildiğinde yılsonu enflasyonunun TCMB'nin verdiği bu tahmin aralığının üst bandının (yüzde 9.6) biraz üzerinde gerçekleşmesi muhtemel gözükmektedir.

Referans olması açısından son 3 yılda Temmuz ayı sonunda açıklanan TCMB enflasyon tahminleri ile yılsonu enflasyon gerçekleşmesini aşağıda veriyoruz:

2016 yılı sonunda yüzde 6,6 ile yüzde 8,4 aralığında, **gerçekleşme: 8,5**

2015 yılı sonunda yüzde 6,0 ile yüzde 7,8 aralığında, **gerçekleşme: 8,8**

2014 yılı sonunda yüzde 6,7 ile yüzde 8,5 aralığında, **gerçekleşme: 8,2**

### **3. Yılsonu Enflasyon Tahmini**

Yılsonu tüketici enflasyonunun (TÜFE) 2017 yılı Aralık ayında **yüzde 9.5-10.5** aralığında gerçekleşmesi öngörülmektedir. 2017 yılında 9 aylık enflasyon yüzde 7.29 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonun bu yıl içindeki ortalama artışını sürdürmesi durumunda yıl sonu enflasyon **yüzde 9.72** olarak gerçekleşecektir. Bu tahmin

-mevcut enflasyon beklentileri çerçevesi

-2016 yılı Kasım ayından itibaren Türk Lirasında yaşanan değer kaybının sene sonuna kadar değişmeyeceği

-petrol fiyatlarında herhangi bir artış yaşanmayacağı

-üretici fiyatlarında görülen artışın tüketici fiyatlarına etkisinin yılın geri kalan kısmında devam edeceği

varsayımları altında yapılmıştır.

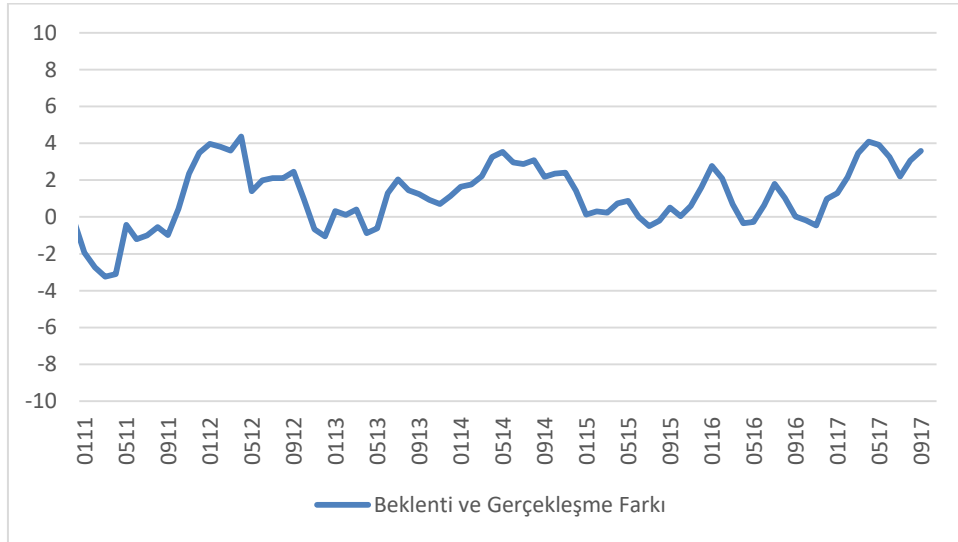
### **4. 2018 Yılı Enflasyon Görünümü**

Mevcut yaşanan gelişmeler çerçevesinde 2018 yılında enflasyonun yüzde 10 seviyesi ve üzerinde katılaşma ihtimali bulunduğunu düşünüyoruz. Çekirdek enflasyonun 2017 yılı başından

beri yüzde 10 seviyesinde bulunması, üretici fiyatları enflasyonunun yüzde 16 seviyesinden aşağı inmemesi önümüzdeki yıl enflasyonu için dikkat çeken gözlemlerdir.

Uzun vadeli enflasyon beklentilerinde önemli bir bozulma gözlenmektedir. 2016 yılı Eylül ayında yüzde 7.62 olan 12 ay sonrası enflasyon beklentisi 2017 yılı Eylül ayında yüzde 8.44'e ulaşmıştır. 24 ay sonrası enflasyon beklentisi ise aynı dönemde yüzde 7.11'den yüzde 8.02'ye yükselmiştir. Bu rakamlar son 5 yıl içinde en yüksek enflasyon tahminleridir. Ayrıca son dönemde enflasyon beklentileri yıl sonu enflasyon gelişmelerinin gerisinde kalmaktadır. Grafik-6'da da görüldüğü gibi, 12 ay sonrası enflasyon beklentisi çoğu zaman 12 ay sonraki gerçekleşmelerden daha düşük olmaktadır. Son 1 yılda yaşanan bu sapmaları hesaba kattığımızda 12 ay sonrası enflasyonunu yüzde 10.7 olarak tahmin edebiliriz.

Grafik 6: Enflasyon Gerçekleşmesi ile 12 Ay Sonrası Enflasyon Tahmini Farkı



Kaynak: TCMB, TÜİK

Önümüzdeki dönemde yaşanacak gelişmeler neticesinde bu tahminin aşağı veya yukarı yönlü güncellenmesi mümkündür. Global finansal piyasalardaki gelişmeler sebebiyle (FED'in gelecek faiz artışları, bilançosunda yapacağı küçültme, gelişmiş ülkelerde enflasyonun toparlanma sürecine girmesi) döviz kurunda önümüzdeki aylarda yeni bir artış yaşanması muhtemel gözükmektedir. Öte yandan TCMB'nin mevcut sıkı para politikasına devam etmesi özellikle döviz kurunda ilave artışları önleyerek enflasyonu azaltacaktır. Ayrıca sıkı para politikası kredi faizleri artıracığı için takip eden aylarda hane halkı harcamalarının sınırlı kalması beklenebilir.

Bütçe harcamalarında son dönemde yaşanan artış, Kredi Garanti Fonu'nun bankalar üzerinden ticari kredileri desteklemesi talep kanalı üzerinden enflasyonu artırabilmektedir. Ayrıca bütçe açığının artmasından kaynaklı dengeleyici vergi düzenlemeleri ilgili ürünler üzerinden enflasyonu artırıcı yönde etkide bulunmaktadır. Gelir vergisi üzerindeki artış ise talebi sınırlayacağından enflasyonu azaltması beklenebilir.