

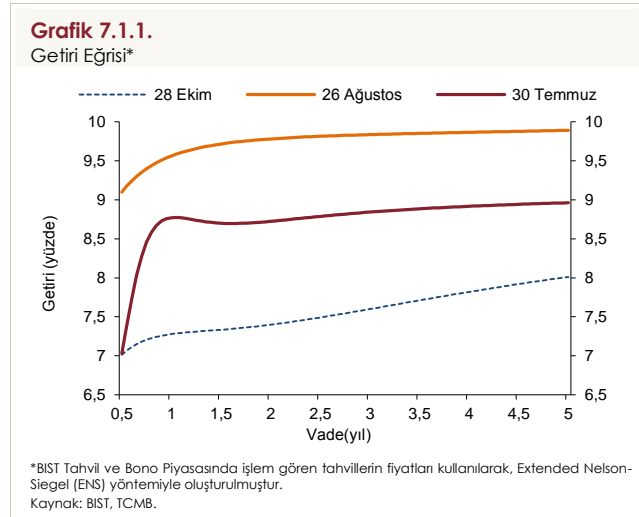
## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Parasal Koşullar

Ağustos ayında küresel belirsizliklerin artması nedeniyle getiri eğrisi yukarı doğru kaymıştır. Ancak Ekim ayında bu hareket tersine dönmüş ve getiri eğrisi bir önceki rapor dönemine kıyasla her vadede aşağı doğru kaymıştır (Grafik 7.1.1). Bu durum, küresel risk algılamalarında sınırlı düzelleme ve Türkiye'nin ülke risk primindeki düşüşün yanı sıra TCMB'nin faiz belirsizliğini azaltıcı para politikası stratejisinin kısa vadeli faizleri daha fazla etkilemesinden kaynaklanmıştır. Bu dönemde TCMB küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yurt içine yansımalarının sınırlandırılması açısından temkinli duruşunu devam ettirmiştir.



#### Enflasyon

2013 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 7,9 oranına düşmüş ancak Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, Türk lirasında gözlenen değer kaybı ve işlenmemiş gıda

fiyatlarındaki artış etkili olmuştur. Temel enflasyon göstergeleri de bu gelişmeler çerçevesinde yükselmiştir.

Enflasyonun bir önceki çeyreğe göre düşüşünde ise işlenmemiş gıda grubunun olumlu seyri temel belirleyici olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde yaklaşık 13 puan yükselen işlenmemiş gıda yıllık enflasyonu, üçüncü çeyrekte yaklaşık 10 puan gerilemiştir. İşlenmemiş gıda enflasyonundaki yavaşlamanın yılın son çeyreğinde daha sınırlı olabileceği göz önünde bulundurularak 2013 yıl sonu gıda fiyat artış oranına dair varsayım Temmuz Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur.

**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Temmuz 2013	Ekim 2013
Çıktı Açığı	2013 Ç2	-2,00	-1,80
	2013 Ç3	-2,10	-1,90
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılısonu Yüzde Değişim)	2013-2015	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2013	-1,3	-1,5
	2014	-1,7	-0,3
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2013	107	109
	2014	102	105
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2013	1,2	1,2
	2014	2,4	2,3

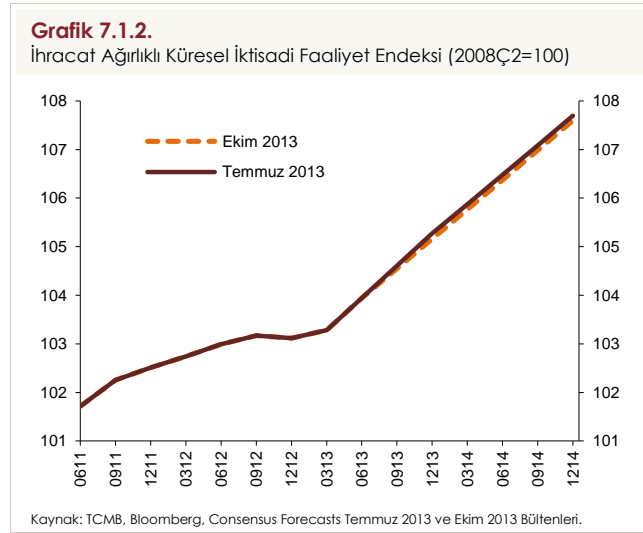
### Talep Koşulları

2013 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümünden bir miktar daha olumlu gerçekleşmiştir. Nihai yurt içi talep bu dönemde yataya yakın bir seyir izlemiştir. Diğer yandan, bu dönemde ithalat gücü oranda artarken, zayıf seyreden küresel talep neticesinde ihracat artışı daha sınırlı oranda gerçekleşmiştir. İktisadi faaliyet görünümünün olumlu gerçekleşmesinde stok değişimi belirleyici olmuştur.

2013 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, iktisadi faaliyetin ikinci çeyreğe kıyasla daha ılımlı bir artış göstereceğine işaret etmektedir. Temmuz-Ağustos döneminde tüketim malları üretimi bir önceki çeyreğe göre azalırken, tüketim malları ithalatındaki artış eğilimi devam etmiştir. Yatırımlara ilişkin göstergeler ise tüketim talebine kıyasla daha zayıf bir görünüme işaret etmektedir. Bu dönemde ihracat yatay seyrederken, ithalatta belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Dolayısıyla, net ihracatın büyümeye verdiği negatif katkının yılın üçüncü çeyreğinde azalması beklenmektedir. İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi ise bir önceki

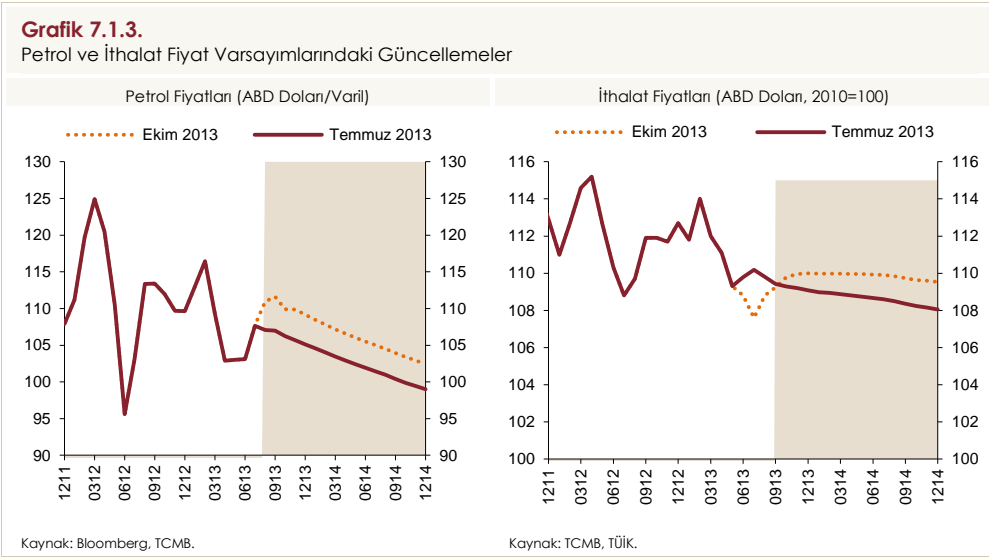
Enflasyon Raporu'na göre kaydadeğer bir değişiklik göstermemektedir (Grafik 7.1.2).

Yılın ikinci yarısında nihai yurt içi talepteki toparlanmanın ılımlı bir şekilde sürmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, 2013 yılı için çıktı açığı tahminleri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, son dönemdeki finansal gelişmelere bağlı olarak toparlanma eğilimi üzerindeki aşağı yönlü riskler artmıştır. Bu bağlamda, 2014 yılı için çıktı açığı tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Yurt içi talep gelişmelerinin önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş sürecine ve cari açığı iyileşmeye destek vermesi beklenmektedir.



### İthalat Fiyatları

Yılın üçüncü çeyreğinde ithalat fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki varsayımların altında seyretmiştir. Petrol fiyatları ise öngörülerin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.3). Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda 107 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı Ekim ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde güncellenerek 109 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1).



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

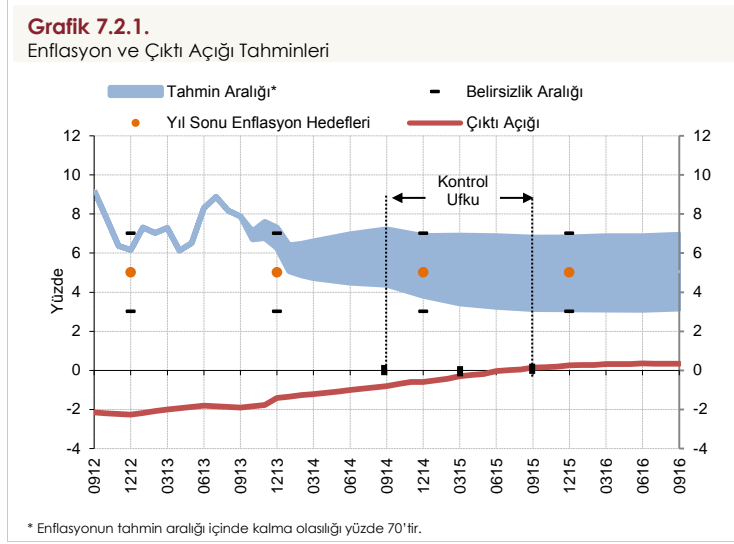
Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik bir fiyat ayarlamasının yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yılsonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için yakın dönemde güncellenen Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve önümüzdeki yıldan itibaren faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır.

### 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasında öngörülebilirliğin kademeli olarak artırılmaya devam edildiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bunun yanı sıra, temkinli duruşun korunarak likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu ve alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının ortalarında yüzde 15 referans değerine indiği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 6,3 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,8), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,8 ile

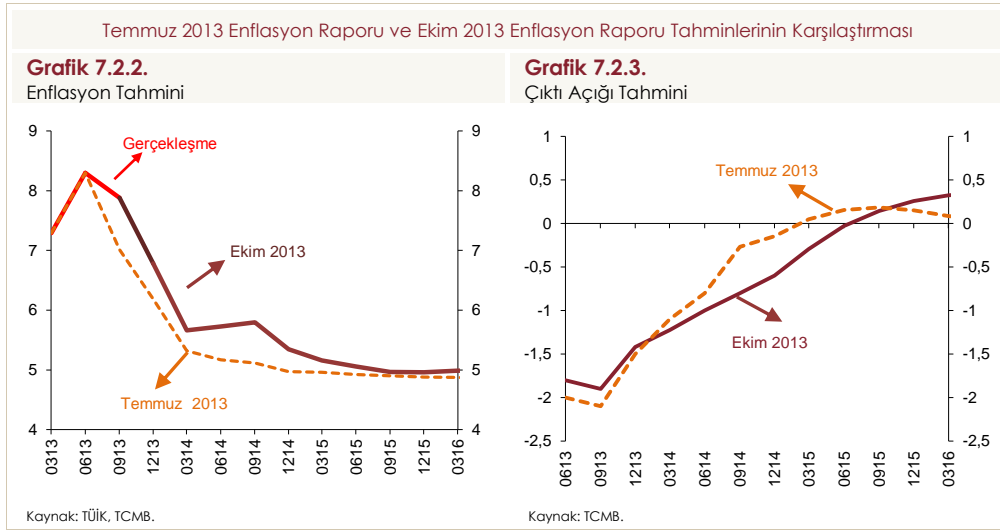
yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



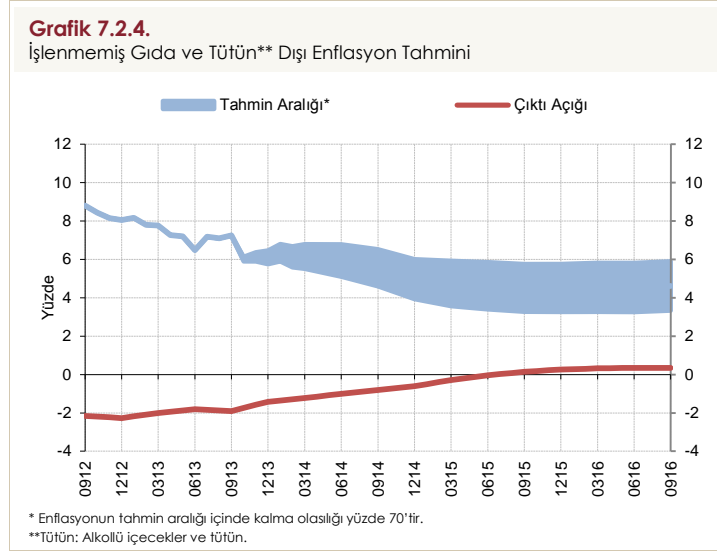
Sonuç olarak, bir önceki Rapor'a göre enflasyon tahminleri 2013 ve 2014 yılları için sırasıyla 0,6 puan ve 0,3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). 2013 yılındaki güncelleme 0,4 puanı döviz kuru gelişmelerinden kaynaklanırken, 0,1 puanı ortalama petrol fiyatı varsayımındaki artıştan ileri gelmektedir. Ayrıca 2013 yılı büyüme görünümünün Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülene göre daha olumlu gerçekleşmesiyle yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının yılsonu enflasyonu üzerinde 0,1 puan yükseltici etki yapması beklenmektedir. 2014 yılı enflasyon tahminindeki güncellemede de döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur. Çıktı açığı öngörülerıyla birlikte değerlendirildiğine, maliyet kaynaklı bu unsurların 2014 yıl sonu enflasyonu üzerindeki yükseltici etkisinin 0,3 puan olması beklenmektedir.

Enflasyonun kısa vadede enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesi öngörülse de genel olarak aşağı yönlü bir eğilim göstereceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1). Enflasyonun, bütün fiyatlarında 2013 yılı Ocak ayında gözlenen yüksek artışın yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan kalkmasıyla, 2014 yılının başlarında önemli bir düşüş sergileyeceği ve 2014 yılının son çeyreğinde hedefle uyumlu seviyelere geleceği tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.3'de çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. 2013 ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri Temmuz Enflasyon Raporu'na göre daha olumlu gerçekleşmiştir. Bu nedenle, 2013 yılı ikinci yarısına ait çıktı açığı bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Ancak, yakın döneme dair veriler doğrultusunda çıktı açığı tahminleri, 2014 yılı için bir miktar aşağı çekilmiştir (Grafik 7.2.3).



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 tahminler Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2013 yılı dördüncü çeyreğinde temelde enerji grubundaki baz etkisine bağlı olarak düşüş eğiliminde olacağı tahmin edilmektedir. Orta vadede işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyonun yüzde 4,5 civarında istikrar kazanacağı 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 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Ayrıca enflasyon beklentilerinin Temmuz ayına kıyasla yükselmiş olması beklentilerin yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

**Tablo 7.2.1.**  
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2013 Yılı sonu	6,8	7,4	5,0
12 Ay Sonrası	5,6	6,6	5,0
24 Ay Sonrası	5,0	6,2	5,0

\*Ekim ayı anket verileri.

\*\*2013-2015 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Son dönemde finansal piyasalarda temelde küresel para politikalarından kaynaklanan bir belirsizlik artışı olmuştur. Bu belirsizlik artışı döviz kurları dâhil tüm finansal varlıklarda bir yeniden fiyatlamaya yol açmış ve küresel portföy yatırımlarında gelişmekte olan ülkelerin ağırlığı düşüş göstermiştir. Bu dönemde Türkiye'de de, finans ve finans-dışı sektörlerin dış borçlanmalarında herhangi bir

sorun yaşanmamasına rağmen, portföy kalemlerinde sermaye çıkışı olmuş ve finansal varlıklarda yeniden fiyatlandırma gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler karşısında para politikası hem makro finansal riskleri dengelemek hem de enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak için temkinli bir duruş oluşturmuştur. Ayrıca küresel oynaklıkların Türkiye ekonomisindeki etkilerini sınırlamak açısından para politikasının öngörülebilirliği artırılmıştır.

Önümüzdeki aylarda küresel para politikalarına dair belirsizliklerin azalması halinde bunun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere pozitif etkileri olabilecektir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları tekrar hız kazanabilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde Merkez Bankasının döviz rezervlerini arttırıcı yönde adımlar atılabilecektir.

Küresel düzeyde para politikalarına ilişkin belirsizliklerin artış göstermesi halinde bunun küresel likidite, sermaye akımları ve finansal varlıkların fiyatlanması açısından etkileri gözlenebilecektir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları zayıf seyretmeye devam edebilecektir. Bu durum enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturabilecektir. TCMB bu senaryonun gerçekleşmesi halinde fiyat istikrarını güçlendirmek amacıyla daha uzun süreli ek parasal sıkılaştırma uygulamalarına başlayabilecektir.

Enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturan önemli diğer bazı faktörler de gıda ve enerji fiyatlarıdır. Enflasyon Raporu'nda gıda fiyatlarına dair varsayımlarda bir değişikliğe gidilmemiştir. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında düzeltme hareketinin beklentilerin altında kalması ile ilk üç çeyrek itibarıyla tarihsel ortalamalarına göre yüksek seyreden işlenmemiş gıda fiyatları enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek seviyenin dördüncü çeyrekte de sürmesi durumunda yıl sonu enflasyonu baz senaryo tahminimizdeki yüzde 6,8 değerinin üzerinde gerçekleşebilecektir. Enerji fiyatlarında ise son yıllara kıyasla oldukça olumlu seyrin yılın kalan döneminde de korunacağı varsayılmakla birlikte Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri ile uluslararası petrol fiyatları gelişmelerinin yönetilen enerji fiyatları üzerinde sınırlı da olsa yukarı yönlü bir risk oluşturduğu belirtilmelidir.

Son dönemde yaşanan döviz kuru oynaklığına bağlı olarak çekirdek enflasyon göstergelerinde gözlenen yükselişlerin fiyatlandırma davranışları üzerindeki etkileri de yukarı yönlü bir risk unsuru olarak belirlemekte ve yakından takip



edilmektedir. Öte yandan, petrol dışındaki uluslararası emtia fiyatlarındaki ılımlı seyir ile iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sınırlı olması enflasyon üzerinde başlıca aşağı yönlü risk unsurlarıdır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde 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.

Küresel dengesizlikler karşısında ekonomimizin dayanıklılığını koruması açısından maliye ve finansal sektör politikalarındaki temkinli duruşun sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi makroekonomik istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

