

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

2014 yılının son çeyreğinde, küresel finansal piyasalar dalgalı bir seyir izlemiştir. Gelişmiş ülkelerde izlenen para politikalarındaki ayrışma belirginleşmiş, petrol fiyatı gelişmeleri enerji ithalatçısı ve ihracatçısı olan ülkeleri farklı yönde etkilemiş, bu nedenle küresel ölçekte ülkeler arasında iktisadi koşullar farklılaşmıştır. Petrol fiyatlarındaki düşüşlerin enflasyon ve cari açık görünümüne olumlu yansımaları, ülkemize ilişkin risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Ayrıca, Euro Bölgesi ve Japonya'da açıklanan nicel genişleme paketleri ve Fed'in faiz artışında sabırlı davranacağına ilişkin açıklamaların da etkisiyle bu dalgalanmaların yurt içi piyasalara olumsuz etkileri sınırlı kalmıştır.

Enflasyon

Yıllık tüketici enflasyonu, 2014 yılı sonunda yüzde 8,17 olarak gerçekleşerek hedefin belirgin şekilde üzerinde kalmıştır (Kutu 7.1). Bir önceki çeyreğe kıyasla gözlenen yaklaşık 0,7 puanlık azalışta petrol fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak gerileyen enerji fiyatları belirleyici olmuştur. Ayrıca, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki kısmi düzeltme eğilimiyle gıda enflasyonunun bir miktar gerilemesi de olumlu katkı yapmıştır. Bu dönemde, ana eğilim bileşenlerinden temel mal ve hizmet gruplarında da enflasyon sınırlı da olsa gerilemiştir. Böylece son çeyrekte enflasyonun ana eğilimindeki düşüş belirginleşmiştir.

Bir önceki yıl sonuna göre kıyaslandığında ise tüketici enflasyonunun 0,8 puan arttığı görülmektedir. Bu artışta döviz kurunda gözlenen değer kayıpları ve yıl genelinde yüksek seyreden gıda fiyat artışları etkili olmuştur. Aynı zamanda hizmet fiyatlarının yüksek seyri de olumsuz yönde etki yapmıştır.

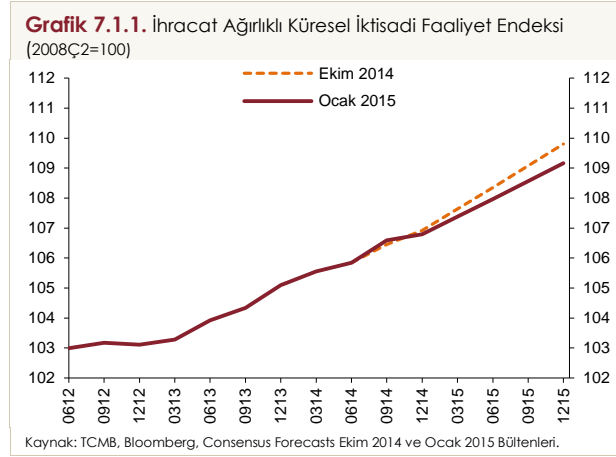
Talep Koşulları

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla 2014 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 1,7 büyüyerek düşük oranlı bir artış kaydetmiştir. Bu doğrultuda çıktı açığı 2014 yılının ikinci yarısı için sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). İktisadi faaliyetin düşük büyümesinde belirleyici olan temel gelişme jeopolitik faktörlere bağlı olarak ihracat artışının yavaşlaması olmuştur. Bunun yanı sıra tarım katma değerindeki düşüş de büyümeyi sınırlamıştır. Özel tüketim harcamaları, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, iki çeyrek aranın ardından güçlü bir artış kaydetmiş, özel kesim yatırımlarında toparlanma sinyalleri gözlenmiştir. Böylece nihai yurt içi talep gelişmeleri üçüncü çeyrekte bir miktar toparlanma eğilimi göstermiştir. Ancak bu artış tahmin edilenden daha ılımlı gerçekleşmiştir. Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği katkı artmıştır.

Yılın son çeyreğinde ihracattaki zayıf seyre paralel olarak sanayi üretimi yıllık artış hızında üçüncü çeyreğe göre bir yavaşlama gözlenmiştir. Ekim-Kasım döneminde sanayi üretimi seviyesi üçüncü

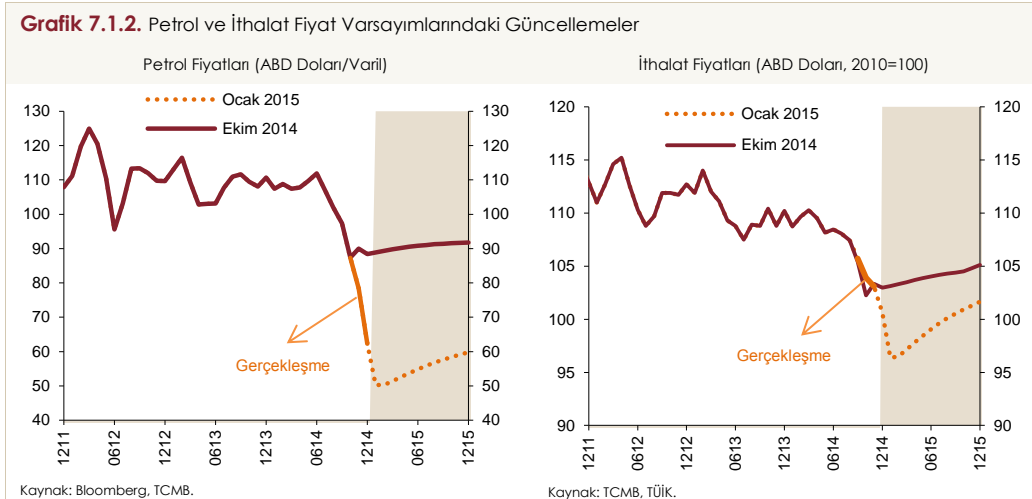
çeyreğin altında gerçekleşmiştir. İç talebe dair göstergeler ise ek bir ivmelenmeye işaret etmemiştir. Bu gelişmeler ışığında 2014 yılı son çeyreğinde iç talepteki toparlanmanın ılımlı şekilde devam ettiği, dış talebin ise zayıf seyrini sürdürdüğü bir görünüm öngörülmektedir.

Dış talep gelişmeleri incelendiğine, aşağı yönlü risklerin arttığı gözlenmektedir. Küresel ekonomideki zayıflamanın sürmesi ve petrol fiyatlarındaki düşüşle gelirleri olumsuz etkilenen petrol ihracatçısı ülkelere yönelen talebin azalacak olması, dış talebi kısıtlama potansiyeli taşımaktadır. Nitekim, ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksinde bir önceki Rapor dönemine kıyasla bir miktar azalma gözlenmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak önümüzdeki dönemde ihracatın büyümeye vereceği katkının bir miktar zayıflayabileceği değerlendirilmektedir (Grafik 7.1.1).



Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın son çeyreğinde petrol ve ithalat fiyatları görünümü Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen patikanın oldukça altında gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.2). Bu nedenle, orta vade için ortalama petrol ve ithalat fiyatları varsayımları önemli ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Söz konusu gelişmelerin doğrudan ve dolaylı etkileri neticesinde, bir önceki Rapor'a göre 2015 yıl sonu enflasyon tahmininde aşağı yönlü 0,6 puan güncelleme yapılmıştır. Gıda fiyatlarında 2015 yıl sonu enflasyon varsayımı ise yüzde 9 olarak korunmuştur.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2015-2017 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, dönem boyunca sıkı bir maliye politikası duruşu sergileneceği ve faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır.

Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

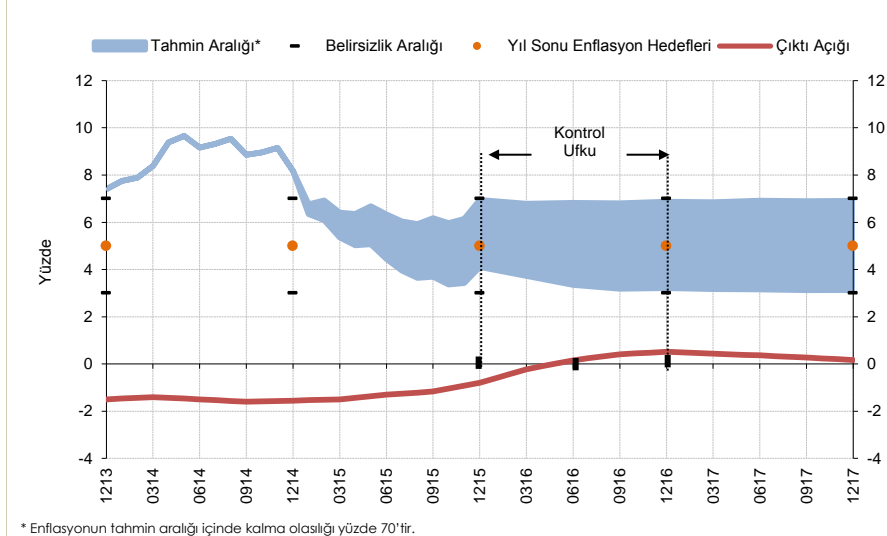
		Ekim 2014	Ocak 2015
Çıktı Açığı	2014 Ç3	-1,50	-1,60
	2014 Ç4	-1,50	-1,55
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2015	9,0	9,0
	2016	8,0	8,0
	2017	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	-3,3	-7,3
	2016	-	4,5
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2015	92	55
	2016	-	64
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	1,9	1,9
	2015	2,4	2,0

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde sağlanan iyileşmenin kalıcı olması için temkinli bir yaklaşım sergileneceği ve getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının geldiği makul seviyelerin 2015 yılında devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,5), 2016 yılı sonunda ise yüzde 3,2 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

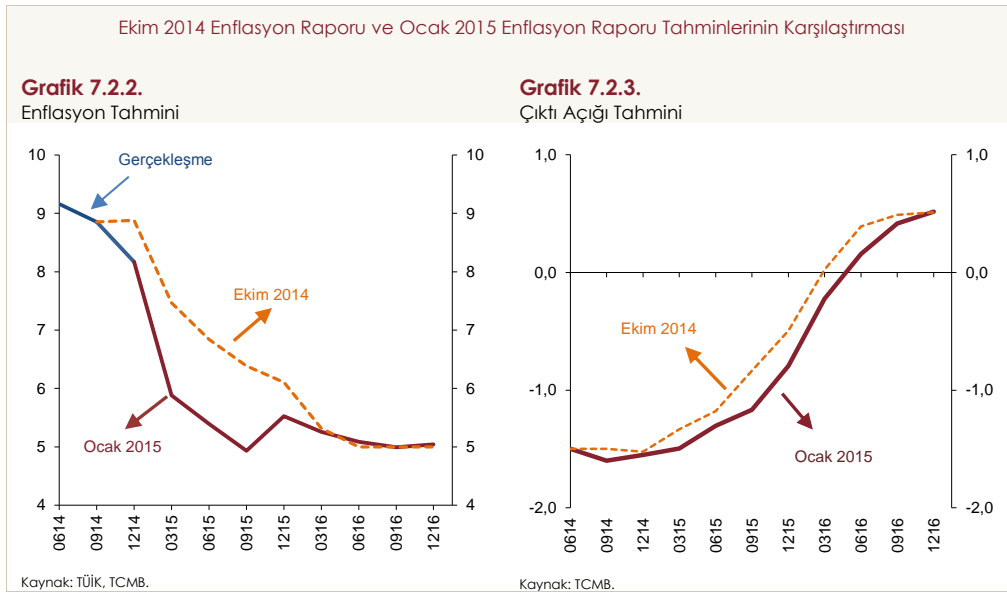
Grafik 7.2.1.

Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri

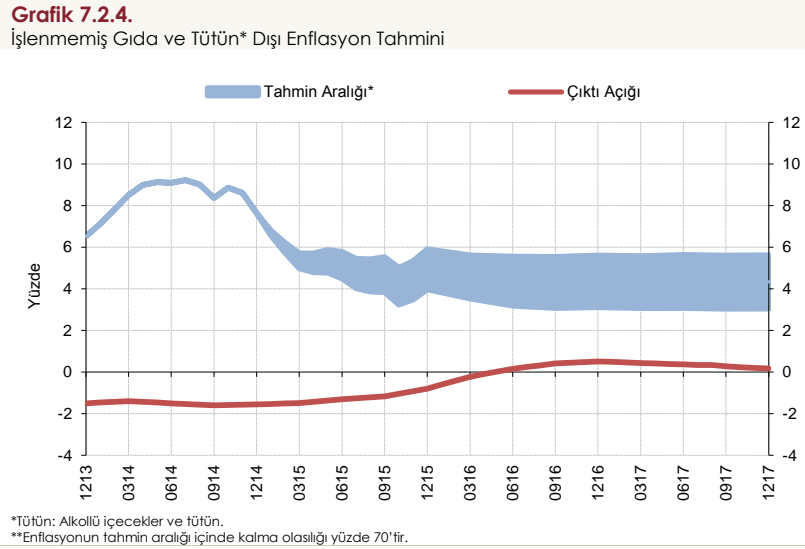


Sonuç olarak, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,1 olan 2015 yıl sonu enflasyon tahmini, yüzde 0,6 puan aşağı yönlü güncellenerek yüzde 5,5'e çekilmiştir (Grafik 7.2.2). Bu güncellemede, başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatları belirleyici olmuştur. Enflasyonun 2015 yılı içindeki seyrinde ise baz etkileri belirleyici olacaktır. Ağustos ayına kadar baz etkilerinin yıllık enflasyonu düşürücü yönde, yılın geri kalanında ise artırıcı yönde olacağı tahmin edilmektedir (Kutu 3.3). Bu çerçevede yıllık enflasyonun yılın üçüncü çeyreğine kadar düşüşünü sürdüreceği, son çeyrekte ise baz etkisiyle bir miktar yükselerek yüzde 5,5 seviyesine geleceği öngörülmektedir.

Çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.3'te sunulmaktadır. Buna göre, Ekim Enflasyon Raporu'na kıyasla çıktı açığı patikası bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellemede, 2014 üçüncü çeyreğine dair milli gelir verilerinin zayıf seyretmesi ve dış talep görünümünün daha olumsuz olması belirleyici olmuştur.



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. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2015 yılının ilk üç çeyreğinde düşeceği, son çeyrekte ise baz etkisiyle bir miktar yükseleceği ve orta vadede 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 bir önceki Rapor dönemine göre düşmüş olması beklentilerde kayda değer bir iyileşmeye işaret etse de beklentilerin halen hedefin üzerinde olması fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2015 Yıl Sonu	5,5	6,8	5,0
12 Ay Sonrası	5,4	6,8	5,0
24 Ay Sonrası	5,0	6,4	5,0

*Ocak ayı anket verileri.

**2015-2016 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

Kutu
7.1

2014 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

2014 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan güncellemelerde gıda fiyatlarının yanı sıra emtia ve döviz kurundaki gelişmeler belirleyici olmuştur. 2014 yılında yaşanan kuraklık gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü güncellemelerde etkili olurken, küresel büyüme ve gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler başta petrol olmak üzere emtia fiyatları ve döviz kurundaki oynaklığı artıran yönde etki yapmıştır. 2014 yılı sonu itibarıyla enflasyon yüzde 8,2 düzeyine gerileyerek Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan yüzde 8,9'luk tahminin altında gerçekleşmiştir.

T.C.M.B.'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Söz konusu yükümlülük çerçevesinde bu kutuda 2014 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu

Enflasyon tahminleri oluşturulurken likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu ve alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının ikinci yarısından itibaren yüzde 15 referans değerine yakınsadığı bir görünüm temel alınmıştır. Enflasyonun yılın ilk yarısında vergi ayarlamaları ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak yüksek seyredeceği ancak bu etkilerin ortadan kalkmasıyla yılın ikinci yarısından itibaren düşüşe geçeceği öngörülmüştür. Bu doğrultuda, Ocak 2014 Enflasyon Raporu'nda 2014 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,6 olarak tahmin edilmiştir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin de 2014 ikinci çeyreğinden itibaren kademeli bir düşüş eğilimi göstereceği öngörülmüştür.

Tablo.1. 2014 Yılı için Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)	8,0	9,0	9,0	12,5	12,7
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,4	2,3	2,0	1,9	1,8*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,0	0,5	-1,8	-2,7	-3,1*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (ABD doları)	105	106	108	102	99

* Ocak 2015 itibarıyla tahminler.

Nisan Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet, 2013 yılı son çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Nihai yurt içi talepte kamu kaynaklı bir miktar hızlanma gözlenirken, özel kesim talebi ılımlı seyrini korumuştur. Özel kesim nihai yurt içi talebinin zayıfladığına dair öncü göstergeler ve finansal koşulların bir önceki Rapor'a göre sıkılaşmasına bağlı olarak 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren çıktı açığı tahminleri sınırlı bir miktar aşağı çekilmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde gıda fiyatlarının olumsuz seyretmesi sonucu Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 8 varsayılan 2014 yıl sonu gıda fiyat artışı yüzde 9'a yükseltmiştir. Bu güncelleme, 2014 yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan yukarı çekmiştir. Öte yandan, Nisan Enflasyon Raporu'nda 2014 yılı ortalama petrol fiyatı

ve ithalat fiyat artış varsayımı bir önceki Rapor'a göre sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiş ve bu güncelleme yıl sonu enflasyonunu 0,1 puan yükseltmiştir. Enflasyonun görece yüksek seyretmesine bağlı olarak 2014 yılının ilk çeyreğinde fiyatlama davranışında gözlenen bozulma da enflasyonun ana eğilimini etkilemek suretiyle yıl sonu enflasyon tahminine yaklaşık 0,3 puan yükseltici etki yapmıştır.

Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle uyumlu gerçekleşmiştir. Bu dönemde zayıf seyreden özel kesim talebi kamu talebindeki artış ile telafi edilmiş, sonuç olarak nihai yurt içi talep yatay bir seyir izlemiştir. Yılın ikinci çeyreği için iktisadi faaliyetin, üretim ve harcama yönlü öncü göstergeler de dikkate alındığında, Nisan Enflasyon Raporu ile uyumlu bir görünüm takip edeceği tahmin edilmiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde tüketici fiyat enflasyonu, özellikle gıda grubu fiyatlarındaki artış, kuraklık ve döviz kurunun yansımaları nedeniyle, oldukça olumsuz bir seyir izlemiş, bir önceki çeyreğe göre 0,8 puan artarak yüzde 9,2 oranında gerçekleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerin bir miktar üstünde ve ithalat fiyatları ise bir miktar altında gerçekleşmiştir. Bu sebeple, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı yukarı, ithalat fiyatları varsayımı ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Sonuç olarak, ithalat fiyatlarında beklenen olumlu seyir, döviz kurunun birikimli etkilerinin zayıflaması ve zayıf seyreden özel kesim nihai yurt içi talebin etkisiyle, enflasyonun kademeli olarak azalacağı ve sene sonunda Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen yüzde 7,6 düzeyine ineceği tahmin edilmiştir.

Ekim Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet, 2014 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümünden daha zayıf seyretmiştir. Nihai yurt içi talep, yılın ikinci çeyreğinde de azalırken, küresel büyüme gelişmelerine bağlı olarak ihracat öngörülenden zayıf seyretmiştir. Sonuç olarak, Ekim Enflasyon Raporu'nda çıktı açığı sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.a). Bu güncelleme 2014 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan azaltmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde petrol ve ithalat fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen patikanın altında seyretmiş, bu gelişmeler çerçevesinde 2014 yılı için petrol ve ithalat fiyatları varsayımı aşağı yönlü güncellenmiştir. Varsayımlardaki bu güncellemeler, 2014 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 0,3 puan azaltıcı yönde etki yapmıştır (Tablo 1).

Gıda enflasyonunda üçüncü çeyrekte de devam eden yüksek seyir nedeniyle, yıl sonu gıda grubu enflasyonu varsayımı yüzde 9'dan yüzde 12,5'a çıkarılmıştır. Bu güncelleme, 2014 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan artırmıştır. Ekim ayı başında açıklanan yüzde 9'luk elektrik ve doğalgaz fiyat artışları ise, Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiş, bu gelişme neticesinde 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 0,2 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Fiyatlama davranışındaki bozulma ise yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 0,7 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Sonuç olarak, 2014 yıl sonu enflasyon tahmini Temmuz Enflasyon Raporu'na göre 1,3 puan yukarı yönlü güncellenmiş ve yüzde 8,9 olarak belirlenmiştir (Grafik 1.b).

Tablo 2. 2014 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

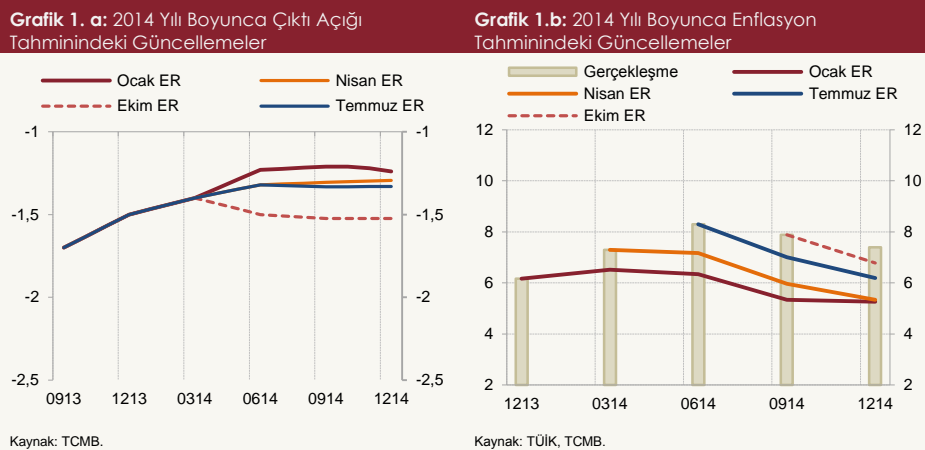
	Ocak 14	Nisan 14	Temmuz 14	Ekim 14
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	6,6	7,6	7,6	8,9
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkısı)				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki*
Gıda	0,3	0,0	0,8	0,0
İthalat Fiyatları ve Kur Etkisi	0,4	0,0	-0,3	-0,6
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,3	0,0	0,7	-0,1
Çıktı Açığı	0,0	0,0	-0,1	0,0
Elektrik ve Doğalgaz	0,0	0,0	0,2	0,0

*Tahmin ile gerçekleşme arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2014 yıl sonu enflasyonu yüzde 8,2 olarak gerçekleşmiştir.
Kaynak: TCMB.

2014 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

2014 yılının son çeyreğinde ithalat fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonun tahmin edilenin altında gerçekleşmesinde temel unsur olarak ön plana çıkmıştır. Bunda, özellikle petrol fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur. İthalat fiyatlarında öngörülen söz konusu aşağı yönlü seyir, Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan 2014 yıl sonu tahmini (yüzde 8,9) ile gerçekleşme (yüzde 8,2) arasındaki 0,7 puanlık farkın 0,6 puanını açıklamaktadır (Tablo 2).

Yılın son çeyreğinde gıda ve tütün fiyatları büyük ölçüde beklentilerle uyumlu gerçekleşmiştir. Öte yandan, ithalat fiyatlarındaki gelişmelerin bağlantılı hizmet sektörlerine tahmin edilenden bir miktar olumlu yansıdığı görülmüştür. Bu durum, ithalat fiyatlarındaki düşüşün fiyatlama davranışını olumlu yönde etkilemeye başladığına işaret etmektedir. Dolayısıyla, Ekim tahmini ile yılsonu gerçekleşmesi arasındaki 0,7 puanlık farkın 0,1 puanı ana eğilimdeki iyileşmeden kaynaklanmaktadır.



Özetle, 2014 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler arasında farklılaşmasında gıda fiyatları ile ithalat fiyatlarındaki hareketler ve enflasyonun ana eğilimindeki gelişmeler etkili olmuştur (Grafik 1.b). TCMB enflasyon raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.