

## 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

Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten sonraki dönemde küresel finans piyasalarındaki gelişmeleri belirleyen iki temel unsur Aralık ayında Fed'in uzun bir süre sonra ilk kez faiz artımına gitmesi ve Çin'deki hisse senedi piyasalarında kaydedilen oynaklık olmuştur. Emtia fiyatlarında süregelen düşüş eğiliminden ötürü ve jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle, emtia ihracatına bağlı ekonomilerde iktisadi faaliyetten kaynaklı belirsizlikler artmıştır. Bu gelişmeler neticesinde, yakın dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kuru oynaklığı geçtiğimiz Enflasyon Raporu'nun açıklandığı döneme göre belirgin olarak artmıştır. Ayrıca, 2015 yılının son çeyreğinde de gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi ve tahvil piyasalarından portföy çıkışları görülmüştür.

Türkiye'ye ait risk primi göstergeleri de diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi küresel gelişmelere paralel olarak artış kaydetmiştir. Buna bağlı olarak Türkiye'de de gerek hisse senedi gerekse tahvil piyasasında sermaye çıkışları gözlenmiştir. Buna karşın, yılın son çeyreğinde döviz piyasalarında Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrılmış ve kur oynaklığı bu dönemde bir miktar gerilemiştir. 2016 yılının ilk haftalarında ise küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalar nedeni ile Türkiye'nin risk primi gelişmekte olan ülke risk primlerine benzer şekilde artmış, döviz kurunun seviyesi ve oynaklığı yükselmiştir. Küresel finans piyasalarındaki gelişmelerin Türkiye'ye yansımaları yurt içindeki finansal koşullar üzerinde belirleyici rol oynamıştır. Nitekim, Finansal Koşullar Endeksi son çeyrekte önceki çeyreğe göre hafifçe iyileşmesine rağmen hâlâ sıkı finansal koşullara işaret etmektedir. TCMB'nin son çeyrekteki politika duruşu, önceden ilan ettiği şekilde enflasyon görünümüne bağlı olarak Türk lirasında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici, finansal istikrar açısından ise destekleyici olarak şekillenmiştir.

#### Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2015 yılının son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre 0,9 puan artarak yüzde 8,8 oranına ulaşmış ve Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen tahmin aralığının üzerine çıkmıştır<sup>1</sup>. Enflasyondaki son çeyrekte görülen yükselişte, Türk lirasında yıl içinde gözlenen değer kaybının gecikmeli etkisi nedeniyle temel mal grubu fiyatlarının hızlı şekilde artması önemli rol oynamıştır. Döviz kurlarında tüketici fiyatlarına olan geçiş etkisi ile enerji fiyatlarının yıllık enflasyonuna dair yükseltici yöndeki baz etkisi Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen senaryoya yakın şekilde gerçekleşmiştir. Yıl sonunda gerçekleşen enflasyon oranının Ekim ayında öngörülen tahmin aralığının üzerine çıkmasındaki asıl belirleyici ise gıda fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artış olmuştur. Tarımsal üretimdeki artışa karşın özellikle işlenmemiş gıda enflasyonunun oldukça yüksek bir artış eğilimi sergilemiş olması, yüksek

<sup>1</sup> 2015 yıl sonunda gerçekleşen enflasyon ile 2015 Ekim Enflasyon Raporu'nda verilen tahmin arasındaki fark ve yıl içinde 2015 yıl sonu tahminlerinde yapılan güncellemeler Kutu 7.1'de sunulmaktadır.

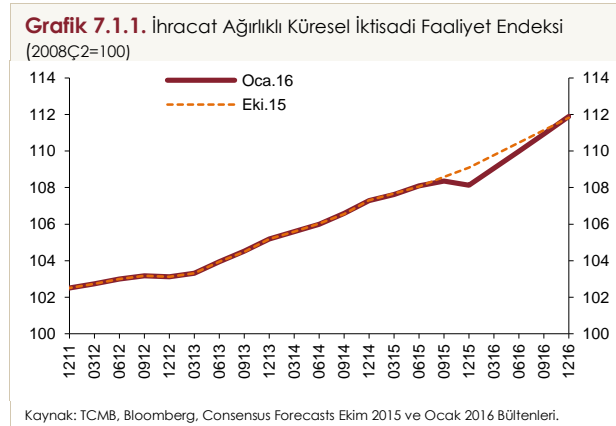
atalete sahip hizmet fiyatları enflasyonunu da özellikle lokanta-otel grubu kanalıyla yıl genelinde olumsuz yönde etkilemiştir. Başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarında kaydedilen düşüşler, Türk lirasının değer kaybetmesi nedeniyle tüketici enflasyonuna sınırlı şekilde yansımıştır. Ayrıca, tüketici fiyatları enflasyonunun bir süredir hedefin üzerinde seyrediyor olması enflasyon beklentilerinin de yıl boyunca yükselmesine neden olmuştur. Bu çerçevede, enflasyonun ana eğiliminde son aylarda bir miktar bozulma kaydedilmiş olduğu değerlendirilmektedir.

#### Talep Koşulları

İktisadi faaliyet 2015 yılının üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. Üçüncü çeyrekte GSYİH önceki çeyreğe göre yüzde 1,3, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre ise yüzde 4,0 büyümüştür. Bu doğrultuda, 2015 yılının üçüncü çeyreği için çıktı açığı varsayımı yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3). Bu dönemdeki ivmelenmenin yıllık bazda değerlendirildiğinde tarım katma değeri ile net vergi kaleminden kaynaklandığı görülmekle birlikte, çeyreklik olarak değerlendirildiğinde hizmetler katma değerinin öne çıktığı görülmektedir. Sanayi katma değerinin büyümeye katkısı ise sınırlı kalmıştır. Önceki Rapor'da öngörüldüğü şekilde, net ihracatın dönemlik büyümeye katkısında kayda değer bir artış gözlenmiştir. Yıllık büyüme açısından bakıldığında ise ilk yarıdaki güçlü seyrin etkisiyle tüketim talebinin belirleyici olmaya devam ettiği görülmektedir.

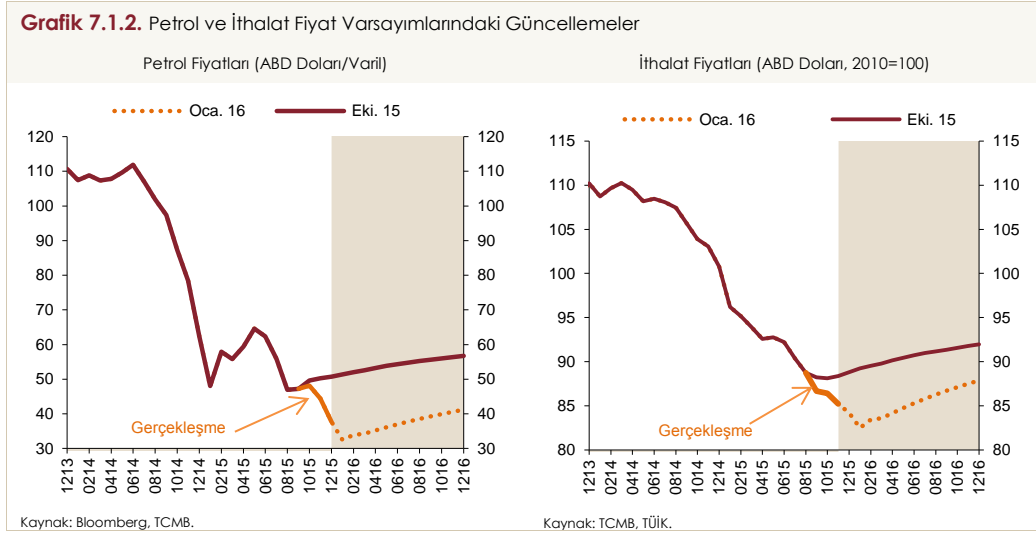
2015 yılının son çeyreğine dair açıklanmış verilerle, sanayi üretimi Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına göre artış kaydederken, iç talebe ilişkin satış, üretim ve ithalat göstergeleri nihai yurt içi talebin çeyreklik olarak yavaşladığını göstermektedir. Avrupa Birliği ülkelerinin güçlü talebinin katkısıyla altın hariç ihracat miktar endeksi Ekim-Kasım döneminde artış kaydetmiştir. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmeler ihracat üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, yılın son çeyreğine dair çıktı açığı bir miktar kapanmakla birlikte, çıktı açığının enflasyonu düşürücü etkide bulunmaya devam ettiği değerlendirilmektedir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3).

Önümüzdeki dönemde büyüme üzerindeki risklerin ağırlıklı olarak dış talep kaynaklı olduğu değerlendirilmekle birlikte Avrupa ekonomisinde süregelen toparlanmanın ihracatımız üzerindeki olumsuz etkileri dengeleyebileceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre çok sınırlı ölçüde gerilemiştir (Grafik 7.1.1).



### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Başta petrol fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi yılın son çeyreğinde de sürmüştür. Büyük ölçüde Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki talep yetersizliğinden kaynaklanan 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 (Tablo 7.1.1). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2016 yılı için 54 ABD dolarından 37 ABD dolarına düşürülmüştür. Ayrıca, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda da 2016 yılı için 4,9 puan aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Gıda fiyatları enflasyonu varsayımı özellikle asgari ücret ayarlamalarının maliyetleri ve hane halkı talebini artıracakları öngörüsüyle 2016 yılı için yüzde 8'den yüzde 9'a çıkarılmıştır.



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

2016 yılı Ocak ayından geçerli olmak üzere fiyatları yönetilen ve yönlendirilen bazı kalemlerde artışlar yapılmıştır. Söz konusu fiyat artışlarının yüzde 5'in üzerinde kalan kısmının 2016 yıl sonu enflasyonu üzerindeki ek etkisinin 0,4 puan olması beklenmektedir. Asgari ücretteki artışın bütçe dengesine ve dolayısıyla vergi ayarlamalarına nasıl bir etkisi olacağı dikkatle izlenmektedir. Ücret gelişmelerinin üretici maliyetlerine, toplam talebe ve enflasyona ne derece yansıtacağı, maliye politikası ve istihdam değişimine de bağlı olacağından asgari ücret artışı ile maliye politikaları etkileşimi yakından takip edilmektedir. Orta vadeli tahminler üretilirken Ocak ayında açıklananlar dışındaki vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu görünüme bağlı olarak, enflasyondaki iyileşmenin kademeli bir şekilde gerçekleşeceği ve enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

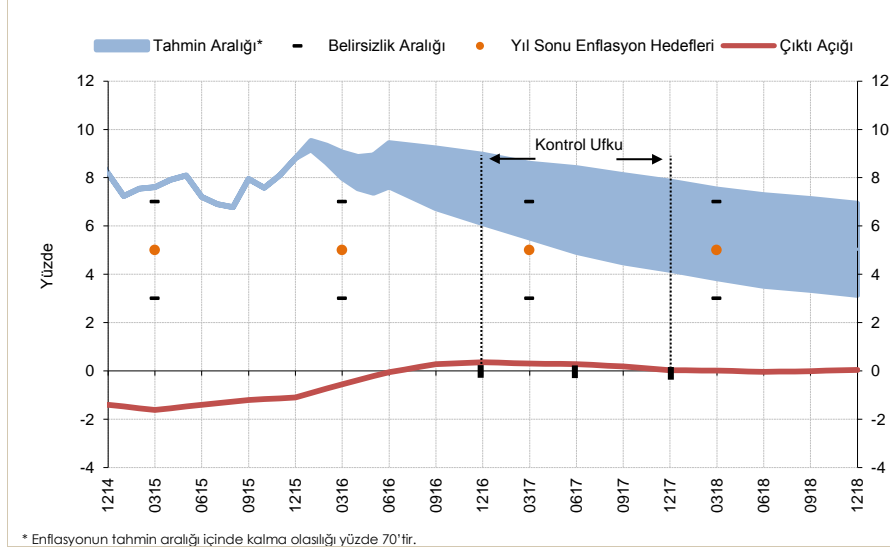
**Tablo 7.1.1.** Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ekim 2015	Ocak 2016
Çıktı Açığı	2015 Ç3	-1,45	-1,2
	2015 Ç4	-1,2	-1,1
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2016	8,0	9,0
	2017	8,0	8,0
	2015	-14,7	-15,5
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2016	-0,6	-5,5
	2017	-	5,1
	2015	54	52
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2016	54	37
	2017	-	44
	2015	1,9	1,6
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2016	2,3	2,2

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve kararlı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağı; 2016 yılında yüzde 7,5'e; 2017 yılında ise yüzde 6'ya geriledikten sonra 2018 yılında yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2016 yılı sonunda yüzde 6,1 ile yüzde 8,9 aralığında (orta noktası yüzde 7,5), 2017 yılı sonunda ise yüzde 4,2 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 6) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

**Grafik 7.2.1.**  
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



2016 ve 2017 yıl sonu enflasyon tahminlerinde Ekim 2015 Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 1 puan ve 0,5 puan yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 7.2.2). Yukarıda da belirtildiği gibi 2015 yılı Ekim ayından bu yana özellikle petrol fiyatları kaynaklı olmak üzere dolar cinsinden ithalat fiyatlarında önemli bir gerileme görülmüştür. Döviz kuru gelişmeleriyle birlikte değerlendirildiğinde petrol ve ithalat fiyat varsayımındaki aşağı yönlü güncellenmenin 2016 yıl sonu enflasyon tahminine Ekim Raporu'nda sunulan tahmine göre 0,6 puan düşürücü yönde etki yapacağı değerlendirilmiştir. Öte yandan, Ocak

ayında açıklanan kamu fiyat ayarlamalarının enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşen kısmının 2016 yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan yukarı çekeceği hesaplanmıştır. Bu dönemde tahminler üzerinde etkili bir diğer önemli gelişme net asgari ücret artışı olmuştur. Açıklanan kamu desteği hesaba katılmak suretiyle, asgari ücret artışının işverene maliyeti ve talep üzerindeki etkileri dikkate alınarak 2016 yıl sonu enflasyon tahmininde 1 puana yakın yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Bu etkinin 0,3 puanı asgari ücret artışının etkisi göz önünde bulundurularak 2016 yılı için yüzde 8'den yüzde 9'a yükseltilecek gıda enflasyonuna atfedilmektedir. Son olarak, 2015 yıl sonu enflasyon gerçekleşmesinin Ekim Enflasyon Raporu'nda verilen tahmine göre yüksek gerçekleşmesi ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki yükselişin 2016 yıl sonu enflasyonunu 0,2 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. Bir önceki Rapor tahminlerine göre 2016 yıl sonu tahminlerindeki değişikliklerin kaynakları özetlenecek olursa; yaklaşık 1 puan asgari ücret artışından, 0,4 puan enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşen kamu fiyat ayarlamalarından, 0,2 puan enflasyon ana eğilimindeki yükselişten kaynaklanırken, Türk lirası cinsinden petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki aşağı yönlü güncelleme toplam 1,6 puanlık yukarı yönlü etkilerin 0,6 puanını telafi etmiştir (Tablo 7.1.2).

**Tablo 7.1.2.**

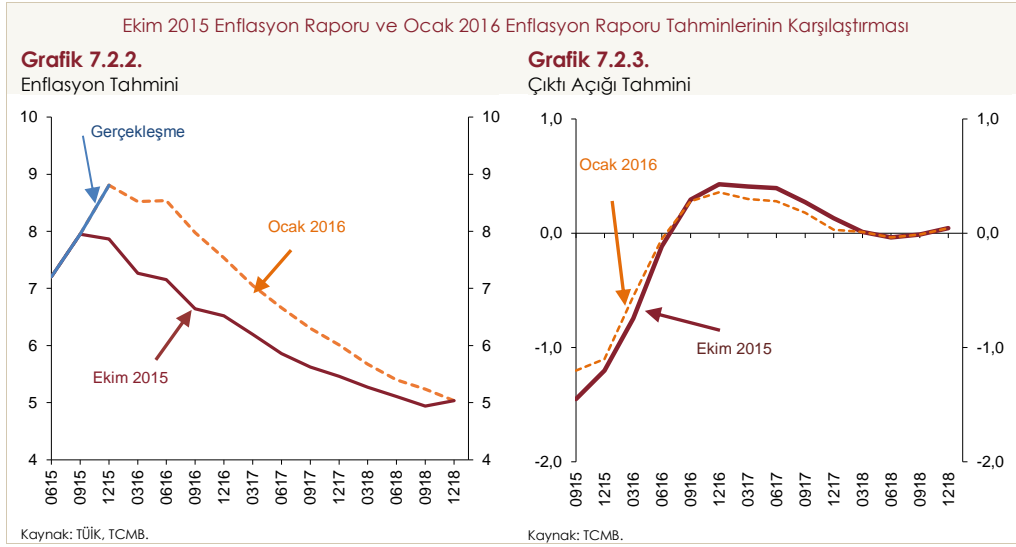
2016 ve 2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynaklar

	2016	2017
<b>Ekim Enflasyon Raporu'na Göre Yılsonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncelleme (puan katkı)</b>	1,0	0,5
<b>Güncellenmenin Kaynakları</b>		
Asgari Ücret Artışı (Toplam Etki)	1,0	0,2
Gıda Enflasyonuna Etkisi	0,3	0
İGTD* Enflasyonuna Etkisi	0,7	0,2
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	-0,6	0
Enflasyonun Ana Eğilimi (Döviz Kuru Etkisi Dahil)	0,2	0,3
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	0,4	0

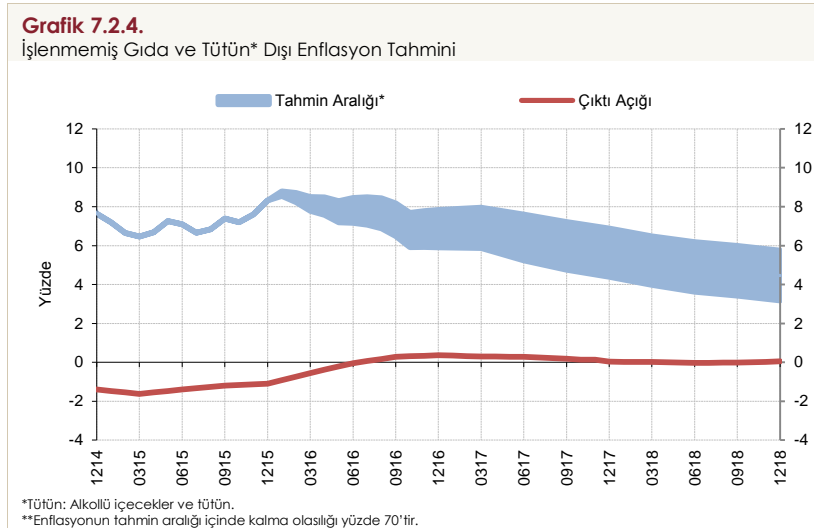
\*İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Tüketici Fiyatları  
Kaynak: TCMB.

Öte yandan, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2017 yıl sonu enflasyon tahminindeki 0,5 puanlık yukarı yönlü güncellenmenin 0,2 puanı asgari ücret artışının gecikmeli etkilerinden, 0,3 puanı da 2016 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncelleme ve enflasyonun ana eğilimdeki bozulmadan kaynaklanmıştır (Tablo 7.2.1).

Güncellenen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.3'te sunulmaktadır. 2015 yılının üçüncü çeyrek milli gelir gerçekleştirmeleri bir önceki Rapor döneminde öngörülenden daha güçlü olduğundan, söz konusu çeyreğe ilişkin çıktı açığı değeri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Benzer şekilde, 2015 yılının dördüncü çeyreği ile 2016 yılının birinci ve ikinci çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri de bir önceki Rapor döneminde öngörülene göre bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir.



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 4,5 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). Ayrıca, 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin yüzde 7 civarına yükselmiş olması beklentilerin ve fiyatlama davranışının yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

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

	<b>TCMB Tahmini</b>	<b>TCMB Beklenti Anketi*</b>	<b>Enflasyon Hedefi</b>
2016 Yıl Sonu	7,5	8,2	5,0
12 Ay Sonrası	7,4	7,9	5,0
24 Ay Sonrası	5,9	7,1	5,0

\*Ocak ayı anket verileri.  
Kaynak: TCMB.

Kutu  
7.1

## 2015 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

2015 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan güncellemelerin temel belirleyicisi döviz kuru hareketleri ile başta ham petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarındaki gelişmeler olmuştur. Yıl boyunca yurt dışındaki finansal piyasalara dair belirsizliklerin ve yurt içi koşulların da etkisiyle Türk lirasında gözlenen değer kaybı, özellikle döviz kuru değişimlerine hassas kalemlerde enflasyonu yükseltirken, enflasyon beklentilerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Enflasyon üzerinde döviz kuru kaynaklı yükseltici etkiler, ithalat fiyatlarının yıl boyunca gerilemesiyle kısmen telafi edilmiştir. Ancak, özellikle yılın ilk ve son çeyreklerinde gıda fiyatlarının varsayımların üzerinde artmış olması da enflasyonu yükseltici etkide bulunmuştur. Böylelikle, enflasyon oranı 2015 yılı sonunda Ekim Enflasyon Raporu tahmini olan yüzde 7,9'u aşarak yüzde 8,8 düzeyine ulaşmıştır.

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Söz konusu yükümlülük çerçevesinde bu kutuda 2015 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

**Ocak Enflasyon Raporu**

2015 yılı Ocak ayında orta vadeli tahminler oluşturulurken, getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının bulunduğu makul seviyeyi koruyacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Aralık 2014 yılı sonu itibarıyla yüzde 8,2 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonu, başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatlarının da etkisiyle 2015 yıl sonu için yüzde 5,5 olarak tahmin edilmiştir. Enflasyonun 2015 yılı içindeki seyrinde baz etkilerinin belirleyici olacağı ifade edilmiştir. Bu çerçevede yıllık enflasyonun yılın üçüncü çeyreğine kadar düşüşünü sürdüreceği, son çeyrekte ise baz etkisiyle bir miktar yükselerek yüzde 5,5 seviyesine geleceği öngörülmüştür.

**Tablo.1.** 2015 Yılı için Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
<b>Gıda Fiyatları</b> (Yıllık Yüzde Değişim)	9,0	9,0	8,0	8,0	10,9
<b>İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi</b> (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0	1,9	1,9	1,9	1,6*
<b>İthalat Fiyatları</b> (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-7,3	-11,1	-12,8	-14,7	-15,7*
<b>Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı</b> (ABD doları)	55	60	59	54	52

\* Ocak 2016 itibarıyla tahminler.

**Nisan Enflasyon Raporu**

ABD doları yılın ilk çeyreğinde birçok para birimine karşı belirgin şekilde değer kazanırken, ham petrol fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülen patikanın üzerinde gerçekleşmiş, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ise öngörülen patikanın altında gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü güncellemenin, yılın geri kalanında ithal fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeye göre daha belirleyici olacağı değerlendirilmiştir.



Gıda fiyatlarında yılın ilk çeyreğinde varsayımların üzerinde bir artış olmasına karşın, yılın ikinci yarısında özellikle işlenmemiş gıda kaynaklı bir düzeltme olma olasılığı göz önüne alınarak, gıda fiyatlarına dair varsayım yüzde 9 olarak korunmuştur. İktisadi faaliyetin bu çeyrekte daha düşük bir ivmeyle artış kaydettiği bir görünüm öngörülmüş, dolayısıyla çıktı açığı varsayımı da bu görünüme uygun şekilde aşağı yönlü olarak güncellenmiştir.

Bu doğrultuda, Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 1,3 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 6,8'e revize edilmiştir. Petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme ile Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yükseliş Ocak Enflasyon Raporu'na göre yıl sonu enflasyon tahminini 1,4 puan yukarı çekmiştir (Tablo 1). İktisadi faaliyette ve çıktı açığında aşağı yönde yapılan güncellenmenin ise 2015 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan düşürücü etkisi olmuştur (Grafik 1a).

#### **Temmuz Enflasyon Raporu**

Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha güçlü bir seyir izlemiş, bu doğrultuda, 2015 yılının ilk çeyreğine dair çıktı açığı sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a).

Küresel finans piyasalarında 2014 yılının sonlarından itibaren gözlenen oynaklık ve artan belirsizlik ortamı 2015 yılının ikinci çeyreğinde de önemini korumuştur. Bu çeyrekte Fed'in faiz artırma süreciyle ilgili belirsizlikler öne çıkmış ve ABD ekonomisine dair çeyrek içinde açıklanan verilerin algılanma şekline bağlı olarak çeyrek içinde faiz oranı ve kurlarda oynaklık gözlenmiştir.

Yıllık tüketici enflasyonundaki düşüş eğilimi sürmüştür ve önceki çeyrekteki yüzde 7,61 oranından ikinci çeyrekte yüzde 7,20 oranına gerilemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde enflasyon gıda fiyatları kaynaklı düşüş kaydetmiş olsa da bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybı söz konusu düşüşü sınırlamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatları bir önceki Rapor'da öngörülen patikanın sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşirken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ise öngörülen patikanın sınırlı bir miktar altında gerçekleşmiştir. Bununla uyumlu olarak, ortalama petrol fiyatı ve ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda 2015 yılı için sırasıyla yüzde 2 ve yüzde 1,7 puanlık aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır (Tablo 1) İthalat fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeye bağlı olarak 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 0,1 puan aşağı yönlü güncellenmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarında 2015 yılının ikinci çeyreğinde belirgin bir düzeltme yaşanmıştır. Söz konusu düzeltmenin devam edeceği öngörüsü ile 2015 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı yüzde 9'dan yüzde 8'e güncellenmiştir (Tablo 1). Gıda fiyatlarına ilişkin varsayımdaki bu değişiklik, yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan aşağı yönlü etkilemiştir. Öte yandan, döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirmesinin yıl sonu enflasyonunu 0,5 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, 2015 yıl sonu enflasyon tahmini Nisan Enflasyon Raporu'nda verilen tahminden 0,1 puan yukarı yönlü güncellenmiş ve yüzde 6,9'a çekilmiştir (Grafik 1b, Tablo 2).

#### **Ekim Enflasyon Raporu**

İktisadi faaliyet, 2015 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. İkinci çeyrekteki GSYİH büyümesinde gözlenen hızlanma büyük ölçüde sanayi katma değerinden kaynaklanmıştır. Bu doğrultuda, 2015 yılının ikinci çeyreğine dair çıktı açığı varsayımı 0,2 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1).

Küresel finans piyasalarında 2015 yılı boyunca gözlenen belirsizlik ortamı 2015 yılının üçüncü çeyreğinde de piyasaların dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Çin ekonomisindeki olumsuz görünümün de etkisiyle özellikle gelişmekte olan ekonomilerde meydana gelen yavaşlama sinyalleri ve Fed'in uygulayacağı para politikasına dair belirsizlik algılamaları finansal piyasalardaki dalgalanmanın başlıca nedenleri olmuştur.

Yılın üçüncü çeyreğinde başta enerji fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde artarak sürmüştür. Dolayısıyla 2015 yılı için Temmuz Enflasyon Raporu'nda 59 dolar olarak öngörülen petrol fiyat varsayımı 54 dolara çekilmiştir. Yine Temmuz Enflasyon Raporu'nda -12,8 olarak öngörülen ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık yüzde değişimine dair varsayımı 1,9 puan düşürülerek -14,7 olarak varsayılmıştır (Tablo 1).

Gıda enflasyonu varsayımı Temmuz Raporu'na göre değiştirilmemiş ve gıda enflasyonunun 2015 yılında yüzde 8 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu Rapor döneminde, üçüncü çeyrekteki döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimi üzerindeki yükseltici etkisinin 2015 yıl sonu enflasyon tahminini 1,2 puan yukarı çekeceği, ancak ithalat fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemelerin bu etkinin 0,2 puanını telafi edeceği öngörülmüştür. Dolayısıyla, 2015 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor'a göre 1 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 7,9 olarak belirlenmiştir (Grafik 1b, Tablo 2).

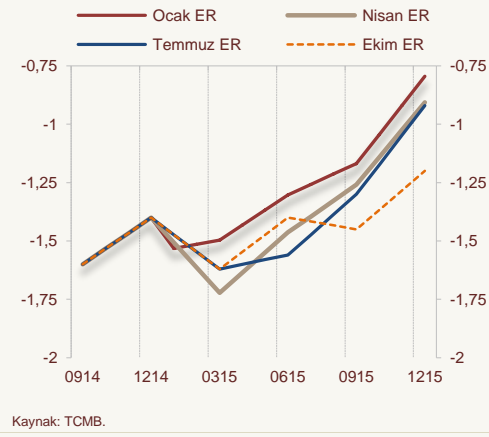
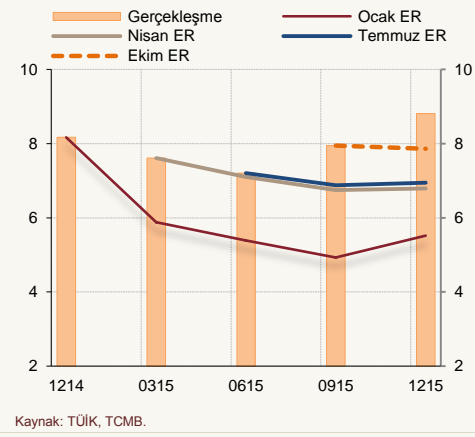
**Tablo 2.** 2015 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	Ocak 15	Nisan 15	Temmuz 15	Ekim 15
<b>Enflasyon Tahminleri (Yüzde)</b>	5,5	6,8	6,9	7,9
<b>İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)</b>				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki*
<b>Gıda</b>	0,0	-0,3	0,0	0,7
<b>Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları</b>	1,4	-0,1	-0,2	0,0
<b>Enflasyonun Ana Eğilimi (Döviz Kuru Etkisi Dahil)</b>	0,0	0,5	1,2	0,1
<b>Çıktı Açığı</b>	-0,1	0,0	0,0	0,1

\*Tahmin ile gerçekleşme arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2015 yıl sonu enflasyonu yüzde 8,8 olarak gerçekleşmiştir.  
Kaynak: TCMB.

### 2015 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

2015 yılının son çeyreğinde gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonun tahmin edilenin üstünde gerçekleşmesinde temel unsur olmuştur. Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarının beklentilerin çok üzerinde artması Ekim Enflasyon Raporu 2015 yıl sonu tahmini (yüzde 7,9) ile gerçekleşme (yüzde 8,8) arasındaki farkın 0,7 puanlık kısmını açıklamaktadır. 2015 yılının üçüncü çeyreğinde GSYİH beklenenin üstünde artmıştır. Dolayısıyla çıktı açığı Ekim Enflasyon Raporu'ndaki tahmine göre bir miktar yukarı yönlü olarak güncellenmiş ve bunun Ekim Enflasyon Raporu 2015 yıl sonu tahmini (yüzde 7,9) ile gerçekleşme (yüzde 8,8) arasındaki farkın 0,1 puanlık kısmını açıkladığı değerlendirilmiştir. Fiyatlama davranışlarında kurdan kaynaklandığı düşünülen bozulma son çeyrekte de kendisini göstermiş, bunun da Ekim Enflasyon Raporu 2015 yıl sonu tahmini (yüzde 7,9) ile gerçekleşme (yüzde 8,8) arasındaki farkın 0,1 puanlık kısmını açıkladığı öngörülmüştür (Tablo 2).

**Grafik 1. a:** 2015 Yılı Boyunca Çıktı Açığı Tahminindeki Güncellemeler**Grafik 1. b:** 2015 Yılı Boyunca Enflasyon Tahminindeki Güncellemeler

Özetle, 2015 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler arasında farklılaşmasında döviz kuru ile ithalat fiyatlarındaki hareketler temel belirleyici olurken, Ekim ayındaki yıl sonu tahmini ile Aralık ayındaki yıl sonu gerçekleşmesi arasındaki farkta gıda fiyatlarının öngörülenden yüksek gerçekleşmiş olması etkili olmuştur. TCMB enflasyon raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir (Tablo 2, Grafik 1.a ve 1.b).

