

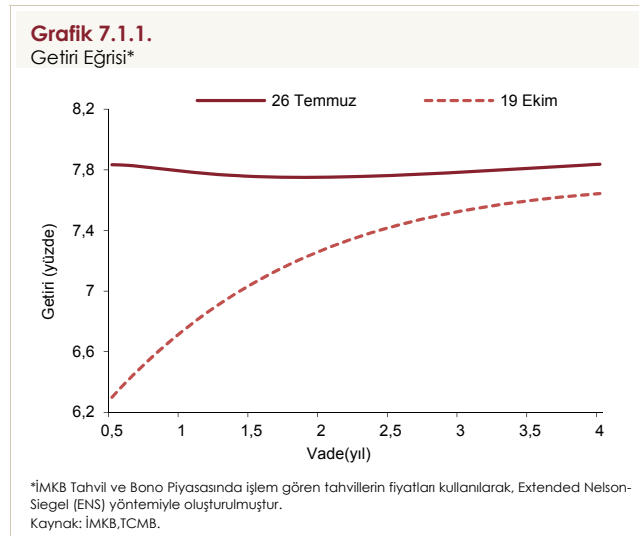
## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

Temmuz Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde TCMB ortalama fonlama faiz oranının düşmesini takiben kısa vadeli para piyasası faizleri aşağı yönlü bir eğilim göstermiş ve getiri eğrisi pozitif eğime dönmüştür (Grafik 7.1.1). Bu gelişmede küresel risk algılamalarındaki olumlu seyir de etkili olmuştur. Son dönemde ise fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki artışların etkisiyle faiz oranları sınırlı bir yükseliş göstermiştir.



#### Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 9,2 oranına yükselerek Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarının mevsim ortalamalarının üzerinde artış kaydetmesi ve uluslararası petrol fiyatlarının öngörülerin üzerinde seyretmesi belirleyici olmuştur. Ayrıca 22 Eylül 2012 tarihinde, bütçe gelişmelerine bağlı olarak alınan ek mali önlem kararlarının

kısmen de olsa üçüncü çeyrek rakamlarına yansımış olması da bu yükselişte etkili olmuştur (Kutu 3.1). Bu dönemde temel mal grubu yıllık enflasyonu yavaşlama eğilimini sürdürürken, hizmet enflasyonunda bir değişim gözlenmemiştir. Yavaşlayan ekonomik faaliyetin de etkisiyle temel enflasyon göstergeleri aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir.

Üçüncü çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatları geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha yüksek oranda artış kaydederek Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyelerin üzerinde gerçekleşmiştir. İşlenmiş gıda ürünleri yıllık enflasyonu ise bu dönemde bir miktar yavaşlamıştır. Böylelikle, gıda grubu yıllık enflasyonu işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak bu çeyrekte yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde ise işlenmemiş gıda fiyatları yıllık artış oranının kayda değer bir oranda gerileyeceği, işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki risklerin ise yukarı yönlü olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, 2012 dönemi için yılsonu gıda fiyat enflasyonu varsayımı temkinli bir yaklaşımla yüzde 7,0 olarak korunmuştur.

**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ekim 2012	Temmuz 2012
Çıktı Açığı	2012 Ç2	-1,65	-1,45
	2012 Ç3	-2,00	-1,63
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2012-2013	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-1,9	-3,9
	2013	0,2	-1,8
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2012	112	110
	2013	107	100
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,2	1,1
	2013	1,7	2,1

### Talep Koşulları

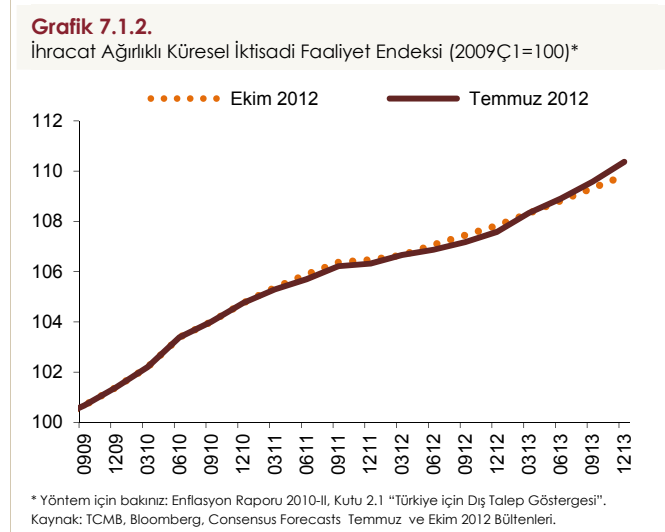
İktisadi faaliyet, 2012 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha zayıf seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep yatırım kaynaklı olarak yavaşlarken, net ihracat da küresel büyüme görünümündeki gelişmelere bağlı olarak öngörülerin altında gerçekleşmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, iktisadi faaliyetin yavaşlamaya devam ettiğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi son dönemde dalgalı bir seyir izlerken,

Üretim bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Ancak yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyetin üçüncü çeyreğe kıyasla daha olumlu seyredeceği, son dönemdeki para politikası kararlarının da büyüme görünümüne olumlu katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri ve finansal piyasalarda süregelen sorunlar dış talep üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olmayı sürdürmektedir. Küresel büyüme görünümünün Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bu yana daha olumsuz bir hal almasıyla, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2). Dolayısıyla dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanma beklenmemekte ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, pazar ve ürün çeşitlendirmesinin katkısıyla, önümüzdeki dönemde ihracatın görece olarak olumlu seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir.

İç ve dış talep göstergelerindeki bu gelişmeler doğrultusunda, çıktı açığı tahminleri geçen Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

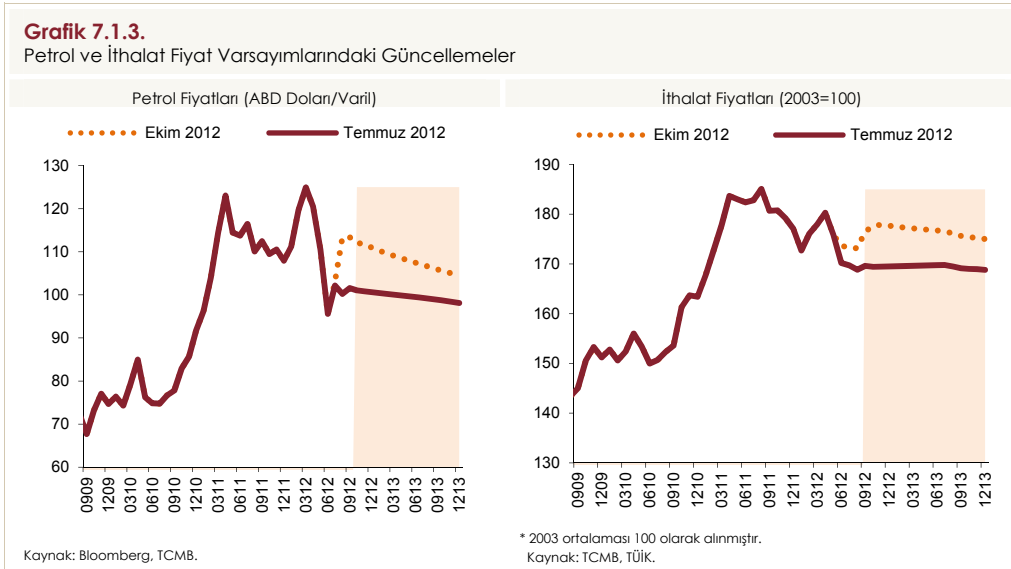


### İthalat Fiyatları

2012 yılının üçüncü çeyreğinde, temelde arz yönlü faktörlerin etkisiyle petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlara kıyasla daha yüksek seviyelerde seyretmiştir. Bu doğrultuda Temmuz Enflasyon Raporu'nda 110 ABD doları olarak belirlenen 2012 yılı ortalama petrol fiyatları varsayımı, yukarı yönlü güncellenerek 112 ABD dolarına çekilmiştir. Yıl geneli için yapılan bu

güncelleme sınırlı görünse de yılın ikinci yarısı için ortalama petrol fiyatları belirgin olarak yükseltilmiştir. Benzer şekilde 2013 yılı için de varsayımlar bir önceki rapora göre yukarı yönlü güncellenmiş, 2013 yılı için ortalama petrol fiyatının 107 ABD doları olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.3).

İthalat fiyatları genelinde de benzer şekilde olumsuz bir seyir gözlenmiştir. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda 2012 yılı için ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.3). Petrol ve ithalat fiyatları genelinde yapılan bu güncellemeler, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda 2012 yılsonu enflasyon tahminini 0,40 puan yükseltici yönde etkilemiştir.



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

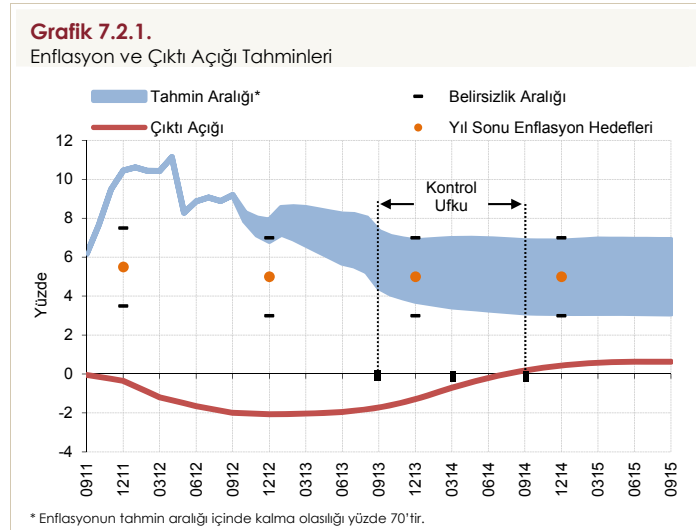
Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüme kıyasla kısa vadeli enflasyon tahminlerinde güncelleme gerektiren en temel gelişme yakın dönemdeki vergi artışları ve enerji fiyat ayarlamaları olmuştur. Söz konusu düzenlemelerin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi 0,9 puan artırıcı yönde olmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken, tütün fiyatlarının 2013 yılının başlarında 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı öngörülmüştür. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için ise Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon tahminleri yapılırken para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise yüzde 14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 6,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 7,4), 2013 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).



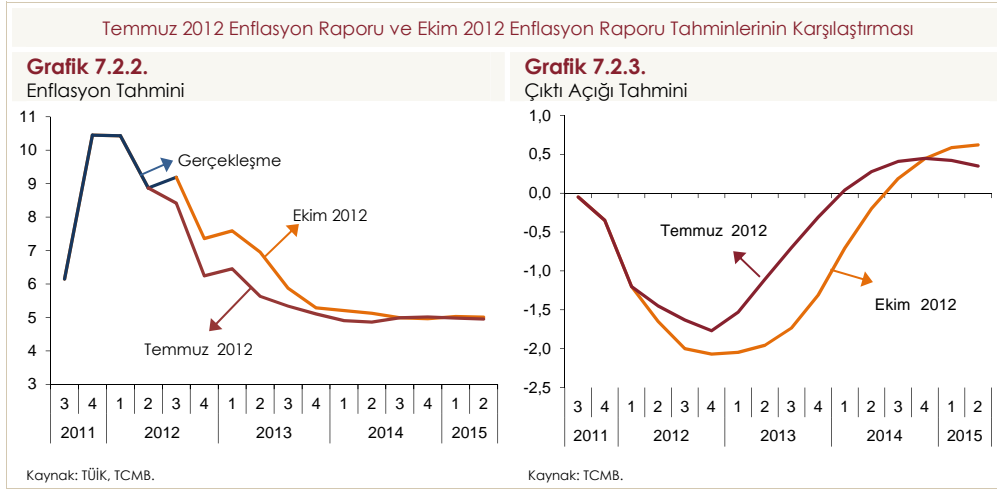
Sonuç olarak 2012 yılsonu tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na kıyasla 1,2 puan yukarı çekilmiştir (Grafik 7.2.2). Söz konusu artışın yaklaşık 0,4 puanı petrol ve ithalat fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme ve döviz kuru gelişmelerini yansıtırken, bir önceki Rapor'da öngörülemeyen kamu zamlarının yılsonu tahminine etkisi 0,9 puan yukarı yönlü olmuştur. İthalat fiyatları ve kamu zamlarından kaynaklanan yükseltici etkinin 0,1 puanının çıktı açığındaki aşağı yönlü güncelleme tarafından telafi edilmesi beklenmektedir (Tablo 7.1.2).

**Tablo 7.2.1**

2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncellemenin Kaynakları

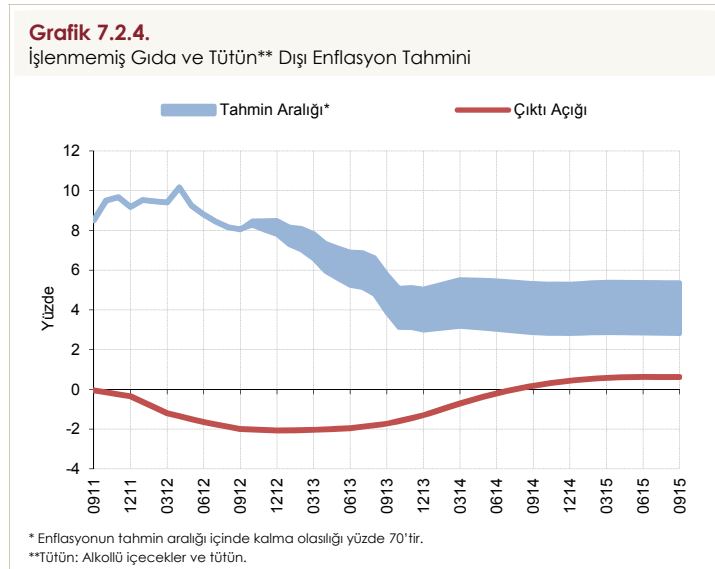
<b>Petrol ve İthalat Fiyatları</b>	<b>+0,4 puan</b>
<b>Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamaları</b>	<b>+0,9 puan</b>
<b>Çıktı Açığı</b>	<b>-0,1 puan</b>
<b>Yıl Sonu Tahminindeki Toplam Güncelleme</b>	<b>+1,2 puan</b>

Eylül ayında enerji ve diğer yönetilen/yönlendirilen ürünlerde yapılan fiyat ayarlamaları ve ithalat fiyat varsayımlarındaki yukarı yönlü güncelleme nedeniyle enflasyonun 2013 yılı boyunca Temmuz Raporu'nda öngörülen seviyelerin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2). 2013 yılı Ekim ayından itibaren kamu fiyat ayarlamalarından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyondaki düşüşün hız kazanacağı ve 2013 yılının sonunda enflasyonun yüzde 5 hedefine yakın gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Çıktı açığı tahminleri, yurt içi talebin ve küresel ekonominin Temmuz Raporu'nda öngörülene göre daha zayıf seyretmesine ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin artmasına bağlı olarak 2012 yılının ikinci çeyreğinden itibaren aşağı doğru revize edilmiştir (Grafik 7.2.3). Talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin bir önceki Rapor'a göre daha güçlü olmasının kamu fiyat ayarlamalarından kaynaklanabilecek ikincil etkileri sınırlayacağı düşünülmektedir.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2012 yılsonu enflasyonunun yüzde 4,5 düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2012 yılının Mayıs ayından bu yana sergilediği düşüş eğiliminin enerji ve diğer yönetilen/yönlendirilen ürünlerde yapılan fiyat ayarlamalarından dolayı yılın son çeyreğinde yavaşlayacağı, 2013 yılının son çeyreğinden itibaren ise yüzde 5 seviyesinin biraz altında istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



#### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları 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 baz senaryodaki tahminlerimizin bir miktar üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1).

**Tablo 7.2.1.**

TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklentisi Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı Sonu	7,36	7,29	5,0
12 Ay Sonrası	5,58	6,70	5,0
24 Ay Sonrası	4,98	6,22	5,0

\*Ekim 2. dönem anketi.  
\*\*2012-2014 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.  
Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması ve son dönemde enerji fiyatlarında gözlenen artışlar, fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. Rapor'daki baz senaryoda ikincil etkilerin sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde farklı bir görünümün ortaya çıkması halinde gerekli tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi ve sermaye akımlarında gözlenen oynaklıklar para politikasında her iki yönde esnekliğin korunmasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde kamu, hane-halkı ve bankaların bilanço düzeltme sürecine dair belirsizlikler sürmektedir. Küresel ekonominin henüz arzu edilen ölçüde toparlanamaması gelişmiş ülkelerdeki parasal genişleme politikalarının devam etmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, çevre ülkelerde yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme görünümünün zayıf seyri küresel risk iştahının her türlü yeni gelişmelere karşı duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir.

2012 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının alınan tedbirler küresel finans piyasalarındaki en kötü olasılıkları azaltmış ve dalgalanmaları sınırlamıştır. Bununla birlikte, politika önlemlerinin uygulamasına dair belirsizlikler önemini korumaktadır. TCMB, bu belirsizlik döneminde gerektiğinde kullanmak üzere elinde yeterince politika aracı bulundurmaktadır.

Küresel büyüme görünümünün uzun süre zayıf seyretmesi durumunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme paketlerini devam ettirme olasılığı bulunmaktadır. Yeni tedbirlerin süresinin uzaması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için makro finansal riskleri besleyebilecektir. Söz konusu durumda kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanabilecek ivmelenme, hızlı kredi



genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısı ekonomimizdeki dengelenme sürecini yavaşlatabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, kısa vadeli faizleri düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati araçlarla sıkılaştırmaya gidebilecektir. Ayrıca, Rezerv Opsiyonu Mekanizması da otomatik dengeleyici özelliği ile finansal istikrarı destekleyecektir.

Küresel parasal genişleme politikaları emtia fiyatları üzerinde de risk oluşturmaktadır. Ancak, söz konusu politikaların daha çok küresel talebin zayıf olduğu zamanlarda uygulanıyor olması emtia fiyatlarının genel enflasyonist baskısını sınırlayabilmektedir. Bununla birlikte TCMB, emtia fiyatlarındaki artışların uzun süreli olması ve bu durumun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gereken sıkılaştırıcı politika tedbirlerini alacaktır.

Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda orta vadeli enflasyon baskıları söz konusu olabileceğinden bütün politika araçları sıkılaştırıcı yönde kullanılabilir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesine yol açabilecektir. Öncü verilerin olumlu seyrine rağmen, tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşım izlenmiş ve bu grupta yılın son çeyreğinde fiyat artışlarının geçtiğimiz yıllara yakın oranlarda gerçekleşeceği varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri 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 öngörülmeyen 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 konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından ihtiyatlı maliye politikaları kritik önem taşımaktadır. Orta

vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal 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 refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.