



TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI

**2015 EKİM ENFLASYON RAPORU
BİLGİLENDİRME TOPLANTISI**

Erdem BAŞÇI

28 Ekim 2015, İstanbul

Değerli Konuklar,

2015 Ekim Enflasyon Raporu'nun ana mesajlarını sizlerle paylaşacağımız bilgilendirme toplantısına hoş geldiniz.

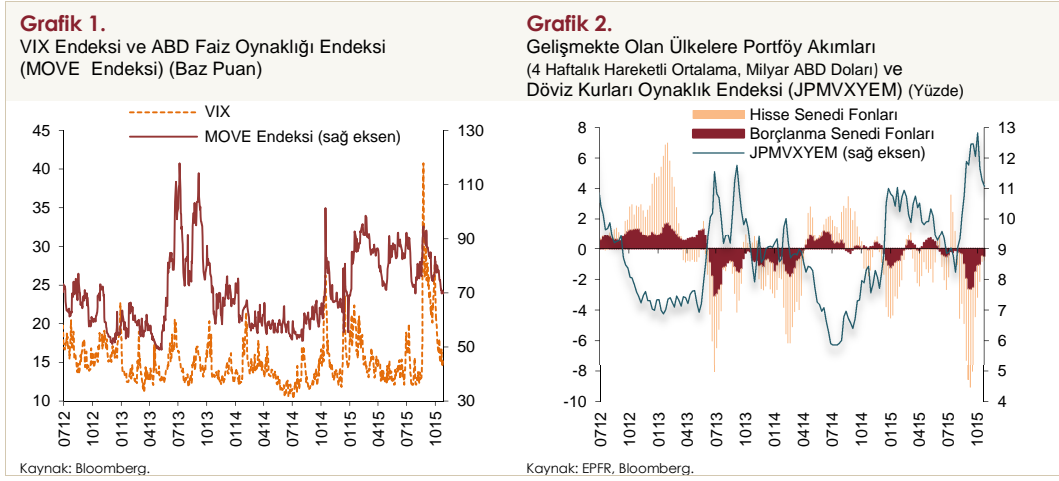
Rapor'da, her zaman olduğu gibi, para politikası kararlarına temel oluşturan iktisadi görünüm ile makroekonomik gelişmelere ilişkin değerlendirmelerimizi paylaşıyor ve son üç aydaki gelişmeler doğrultusunda güncellenen orta vadeli enflasyon tahminlerimiz ile para politikası duruşumuzu sunuyoruz. Ayrıca Rapor'da ana bölümlere ilave olarak çeşitli konularda yedi adet kutuya yer verdik. Bu kutularda güncel ve ilgi çekici konulara ilişkin analizler yer alıyor. Rapor'da tüketici güven endeksinin belirleyicilerine bakan, ihracatımızın gelir ve fiyat esnekliklerini inceleyen, işsizlik oranı tahmini için öncü göstergeler analizi yapan ve işgücüne katılım oranı öngörülerini sunan kutular var. Ayrıca, krediler ile özel tasarruflar arasındaki ilişkiyi inceleyen, Türkiye'de ve diğer ülkelerde tüketici ve ticari kredilerin cari açıkla ilişkisine dair bulgular sunan ve Türkiye'nin kamu borç stoku ve bütçe gerçekleştirmelerini uluslararası bir karşılaştırma ile analiz eden kutular mevcut. Kutuların başlıklarını yansıda görüyorsunuz. Her biri Türkiye ekonomisi ile ilgili önemli konulara ışık tutuyor. Birazdan Enflasyon Raporu dahilinde internet sayfamızda yayımlanacak olan bu çalışmalarını okumanızı tavsiye ederim.

Saygıdeğer Konuklar,

Konuşmama politikalarımız üzerinde önemli rol oynamaya devam eden küresel iktisadi görünüme değinerek başlayacağım. 2015 yılının üçüncü çeyreği küresel finans piyasalarındaki oynaklıkların devam ettiği bir dönem oldu. Küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yanı sıra küresel büyümeye dair endişeler bu dönemde ön plana çıktı. Çizdiğim bu çerçevede, gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin oynaklığı yüksek seviyelerini korurken belirsizlik göstergelerinde de artış gördük (Grafik 1). Üçüncü çeyrek sonu ve dördüncü çeyrek başlarında ise ABD Merkez Bankası'nın ilk faiz artışı kararını öteleyeceğine dair algıların güçlenmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın parasal genişlemeye devam edebileceğini açıklaması ve Çin Merkez Bankası'nın ekonomiyi destekleyici yönde aldığı kararlar sonrasında, finansal piyasalardaki oynaklıklar bir miktar azaldı.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal varlık fiyatları da bahsettiğim bu dalgalanmalardan önemli oranda etkilendi (Grafik 2). Küresel iktisadi faaliyette 2014 yılından beri yaşanan yavaşlama eğilimi 2015 yılı ikinci çeyreğinde de sürdü.

Bu gelişmede, Çin ve diğer bazı gelişmekte olan ülkelerdeki yavaşlama etkili oldu. Küresel iktisadi faaliyetteki zayıf seyir nedeniyle emtia fiyatlarında üçüncü çeyrekte düşüşler yaşandı.

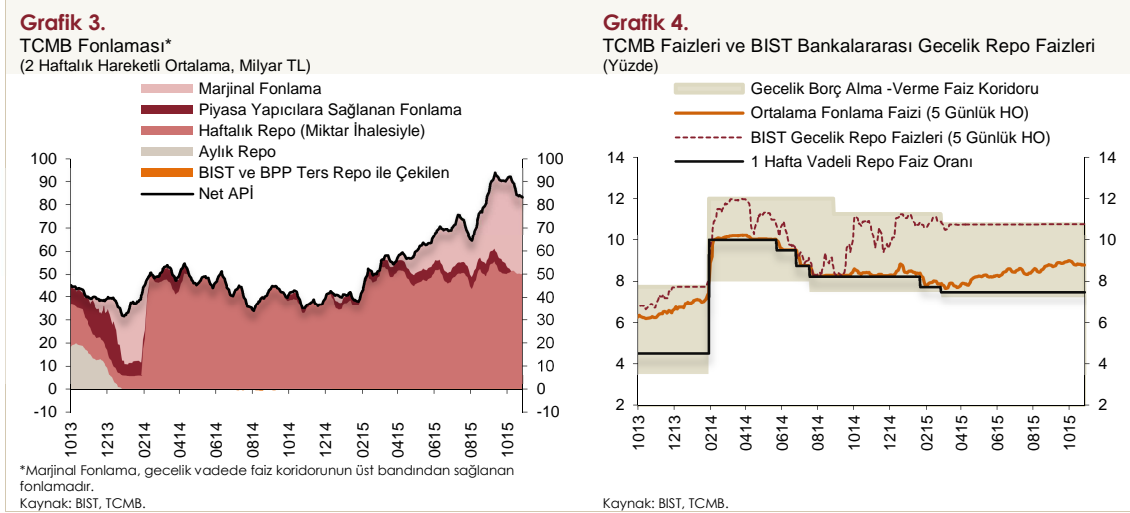


Bu dönemde, küresel piyasalarda yaşanan oynaklığın etkileri Türkiye ekonomisinde de gözlendi ve iç belirsizlikler ile birlikte finansal göstergelerde dalgalanmalar yaşandı. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası olarak enflasyon görünümünü dikkate alarak sürdürdüğümüz sıkı para politikası duruşumuzun yanında, Ağustos ayında açıkladığımız yol haritası kapsamında finansal istikrarı destekleyici ve döviz likiditesini dengeleyici yönde adımlar attık.

1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

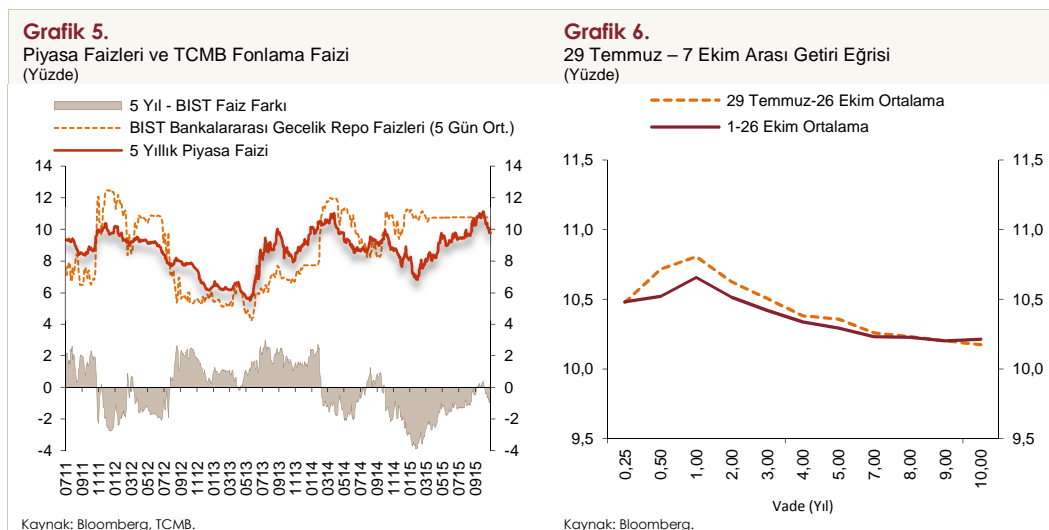
Saygıdeğer Konuklar,

Hepinizin bildiği gibi, 18 Ağustos 2015 tarihinde küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulayabileceğimiz politikalara ilişkin bir yol haritası yayınladık. Bu metinde, faiz koridorunun daraltılacağını ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceğini belirttik. Aynı duyuruda Türk lirası likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik normalleşme öncesinde ve sırasında uygulayacağımız politikalara da yer verdik. Bu doğrultuda, Türk lirası likiditesiyle ilgili olarak, 23 Eylül 2015 tarihinden itibaren piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı uygulamasını kaldırdık ve Türk lirası işlemlerin teminat koşullarını sadeleştirdik. İlave olarak, Türk lirası işlemleri için teminata döviz depo getirilmesi imkanını hatırlattık ve bu imkanın kullanımıyla ilgili basitleştirici yeni kuralları sizlerle paylaştık. 28 Eylül 2015 tarihinden itibaren yürürlüğe giren söz konusu değişikliklerle bankalarımızın likidite yönetimini etkinleştirmeyi amaçlıyoruz.



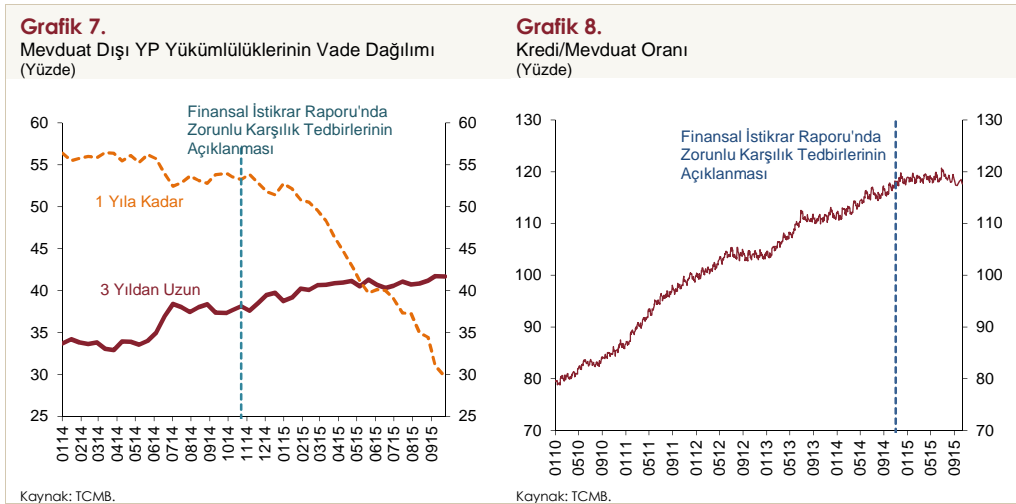
Sene başından itibaren gözlediğimiz birikimli döviz kuru hareketleri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkların enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla sıkı para politikası duruşumuzu 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de sürdürdük. Bu dönemde uyguladığımız sıkı likidite politikası sonucu ortalama fonlama faizini kademeli olarak yükselttik (Grafik 3 ve 4). Önümüzdeki dönemde alacağımız para politikası kararlarının enflasyon görünümüne bağlı olacağını vurgulamak isterim. Merkez Bankası olarak, enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeleri dikkate alarak para politikasındaki sıkı duruşumuzu gerekli görülen süre boyunca sürdüreceğiz.

Yıl genelinde negatif seyreden 5 yıllık piyasa faizi ile bankalararası gecelik repo faizi arasındaki fark, 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla sifıra yakın seviyelere geldi (Grafik 5). Getiri eğrisi bu dönemde de yataya yakın konumunu sürdürdü (Grafik 6).



Değerli Konuklar,

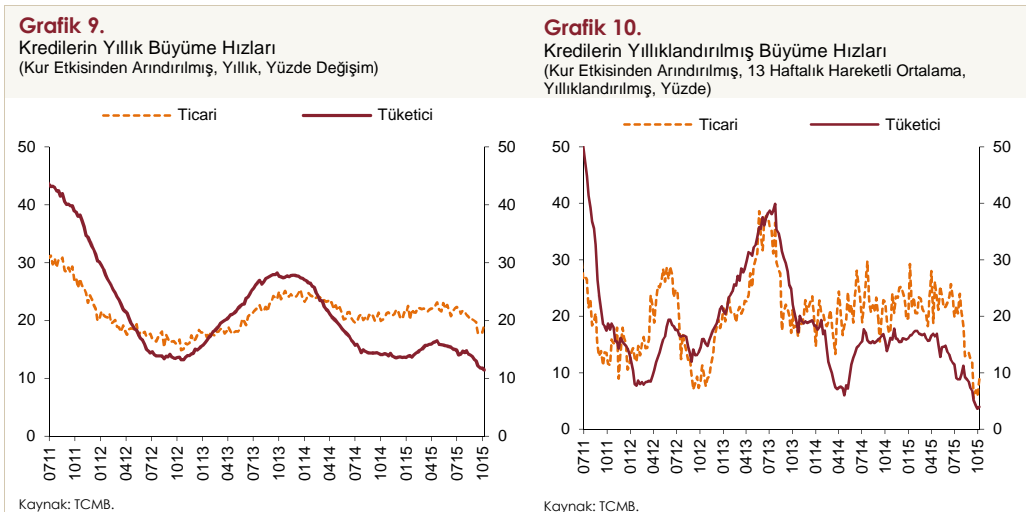
Ağustos ayında paylaştığımız yol haritası çerçevesinde finansal istikrarı destekleyici önlemler aldık. Bu önlemler 2014 yılı Kasım ayından bu yana çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesinde gözlenen uzama eğilimini desteklemeye başladı. Özellikle üç yıldan uzun vadelerde gözlenen istikrarlı artış eğiliminin finansal istikrar açısından oldukça önemli olduğunu düşünüyoruz (Grafik 7). 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığımız bir diğer duyuruda Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediğimiz faizi Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50'şer baz puan artıracığımızı belirttik. Bu düzenleme bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltmakta ve çekirdek yükümlülüklerle ilave bir destek sağlamaktadır. Nitekim, yansıda da gördüğümüz gibi, bu düzenlemelerin ilk ilan edildiği Kasım 2014'ten itibaren Kredi/Mevduat oranındaki yükseliş yerini yatay bir seyre bıraktı (Grafik 8).



Küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapacaklarımıza ilişkin yayınladığımız yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere de yer verdik. Bu doğrultuda, bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitlerini 1 Eylül 2015 tarihinden itibaren yaklaşık yüzde 130 oranında arttırarak 50 milyar ABD dolarına yükselttik. Böylelikle, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile ROM kapsamında TCMB'de bulundurulan altın ve döviz varlıklarının toplamını bankaların gelecek bir yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye getirdik. Ayrıca, küresel finansal piyasalarda artan oynaklık nedeniyle 19 Ağustos 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarını bir gün önce ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD

doları fazlasına kadar artırılabiliriz duyurduk. Bu çerçevede, Merkez Bankası olarak döviz likiditesinde dengeleyici durumumuzu sürdürüyoruz.

Sıkı para politikası durumumuzun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle yıllık kredi büyüme hızları makul düzeylerde seyrediyor. Yakın zamanda artan yurt içi ve küresel belirsizliklerin etkisiyle kredilerin büyüme hızında ilave bir yavaşlama gözlemledik. Toplam kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyüme hızı üçüncü çeyrek sonu itibarıyla yüzde 15,3 oranına geriledi. Bu dönemde, hem tüketici kredilerinin hem de ticari kredilerin büyüme hızında belirgin bir yavaşlama gerçekleşti. Tüketici kredileri yıllık büyüme oranı anılan dönem sonunda yüzde 12,2'ye, ticari kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyüme oranı ise yüzde 17,8'e geriledi (Grafik 9). Kredi büyümesindeki ve kompozisyonundaki bu gelişmeler hem dengelenme sürecine hem de finansal istikrara katkı sağlıyor (Grafik 10).



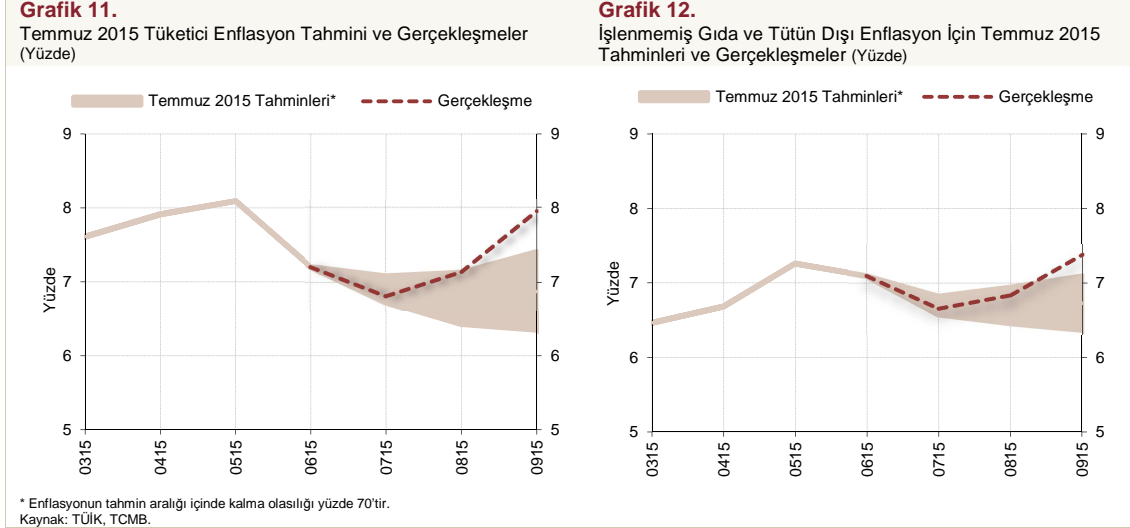
2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Saygıdeğer Konuklar,

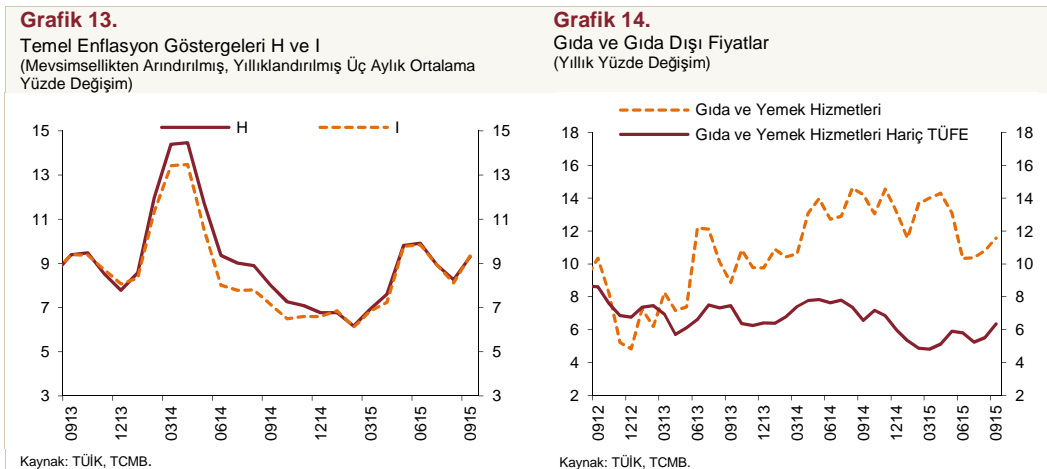
Şimdi tahminlerimize temel oluşturan makroekonomik görünüme ve varsayımlarımıza değineceğim. Öncelikle yakın dönem enflasyon gelişmelerini özetlemek istiyorum. Ardından da tahminlerimizi üretirken baz senaryoda temel aldığımız yurt içi ve yurt dışı talep görünümünden bahsedeceğim.

2015 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,75 puan artarak yüzde 7,95 oranına yükseldi ve Temmuz Enflasyon Raporu öngörüsünün üzerinde gerçekleşti (Grafik 11 ve 12). Yıllık enflasyondaki yükselişte gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri belirleyici oldu. Döviz kuru

gelişmelerinin enerji fiyatlarına yansımaları petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle diğer mal gruplarına kıyasla daha sınırlı kaldı.



Bu dönemde, çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğilimi, önceki çeyreğe kıyasla bir miktar gerilemiş olsa da, yüksek seviyesini devam ettirdi (Grafik 13). Bununla birlikte, para politikasındaki sıkı duruşumuz ve yurt içi talepteki ılımlı seyir sonucunda, döviz kuru artışlarının fiyatlara geçişinin geçmiş yıllardaki benzer dönemlere kıyasla daha sınırlı olduğunu değerlendiriyoruz. Bu dönemde, gıda fiyatlarındaki yüksek seyir ve bunun yemek hizmetleri fiyatlarına yansımaları sürerken, gıda ve yemek hizmetleri haricindeki kalemlerin enflasyonu önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık yarım puan artarak yüzde 6,36 oranına yükseldi (Grafik 14).



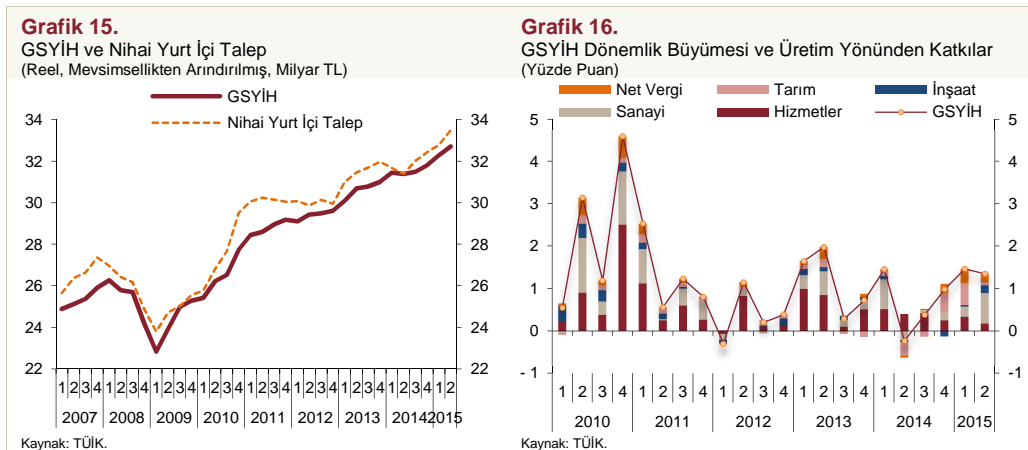
Bu çerçevede, enflasyonun bir süre daha mevcut düzeylere yakın seyredeceğini sonrasında ise azalma eğilimine gireceğini tahmin ediyoruz. Kamu maliyesinin

görünümüne bağlı olarak enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağını değerlendiriyoruz.

Değerli Konuklar,

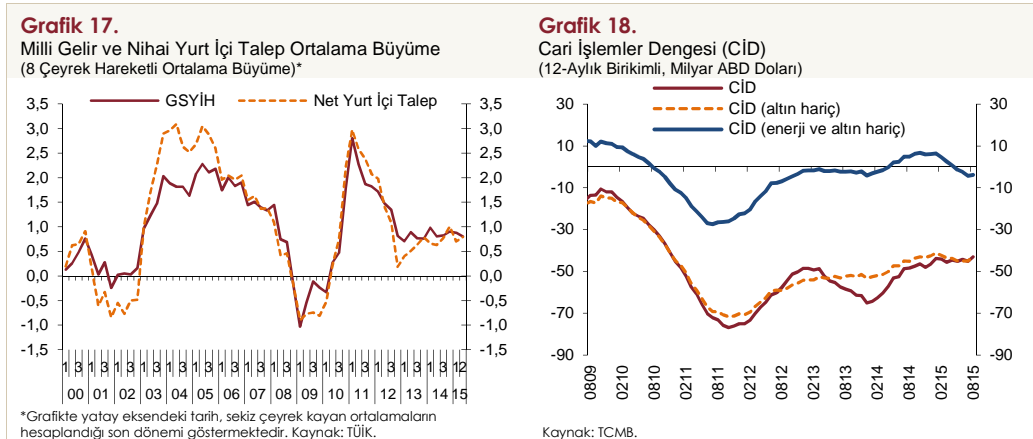
2015 yılı ikinci çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izledi ve milli gelir dönemlik bazda yüzde 1,3, yıllık bazda ise yüzde 3,8 oranında arttı (Grafik 15). Mevsimsellikten arındırılmış milli gelir bileşenlerini üretim yönünden incelediğimizde, sanayi katma değerinin milli gelir büyümesine en yüksek katkıyı sağladığını, diğer kalemlerin de büyümeye pozitif yönde katkıda bulunduğunu görüyoruz (Grafik 16).

2015 yılının ilk yarısında yurt içi talebin büyümeye katkısı dış talepten yüksek oldu. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı seyre işaret ederken, yılın ikinci yarısında büyüme kompozisyonundaki değişimin net ihracat lehine olabileceği yönünde sinyaller içeriyor. Sanayi üretimi ve iç talebe ilişkin satış, üretim ve ithalat göstergeleri nihai yurt içi talebin büyümeye katkısının ılımlı seyredeceğini ima ediyor. Ayrıca, AB ülkelerinin talebindeki artışın önümüzdeki dönemde ihracatımızı olumlu etkilemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, iç talebin seyrine bağlı olarak ithalat talebinde gözlenebilecek yavaşlama ile beraber değerlendirdiğimizde, dış talebin yılın ikinci yarısında büyümeye katkısının artacağını öngörüyoruz.



2011 yılından itibaren uygulanan makroihtiyati politika çerçevesi ile birlikte milli gelir ılımlı bir büyüme eğilimi sergilerken, nihai yurt içi talep yaşanan dengelenme sürecinin ardından bir toparlanma sürecine girdi (Grafik 17). İç ve dış gelişmeler nedeniyle finansal koşullarda gördüğümüz sıkılaşmanın iç talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğunu, ancak yurt içi belirsizliklerin azalması durumunda söz konusu sıkılaşmanın geçici olabileceğini değerlendiriyoruz. Ayrıca, küresel kriz

sonrası gözlenen güçlü istihdam performansının gelir kanalından yurt içi talebi destekleyeceğini düşünüyoruz. Bunun yanı sıra, cari açıkta öngörülen düşüş ve güçlü kamu maliyesi de olası şoklara karşı ekonomi politikalarının dengeleyici yönde hareket edebilmesi açısından alan oluşturuyor. Dış ticaret ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın ihracatımızı desteklemesini beklerken, Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi ile Rusya ve Irak'a yapılan ihracata ilişkin belirsizlikler aşağı yönlü risk unsurları olarak ortaya çıkmakta. Fed faiz kararlarının ve Çin ekonomisindeki yavaşlamanın dünya ekonomisine etkileri ile Avrupa'daki toparlanmanın kalıcılığı konusundaki belirsizlikler de dış talebe ilişkin aşağı yönlü risklere işaret ediyor. Özetle 2016 yılında iç talebin ılımlı seyretmesi, dış talebin ise toparlanma eğilimi sergilemesi ve bu sayede büyüme kompozisyonundaki dengelenmenin sürmesini bekliyoruz. Yurt içi talepteki ılımlı seyrin, tüketici kredilerinde gözlenen yavaşlamanın ve dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin katkısı ile cari açıkta gözlenen iyileşme eğiliminin devam etmesini bekliyoruz (Grafik 18).

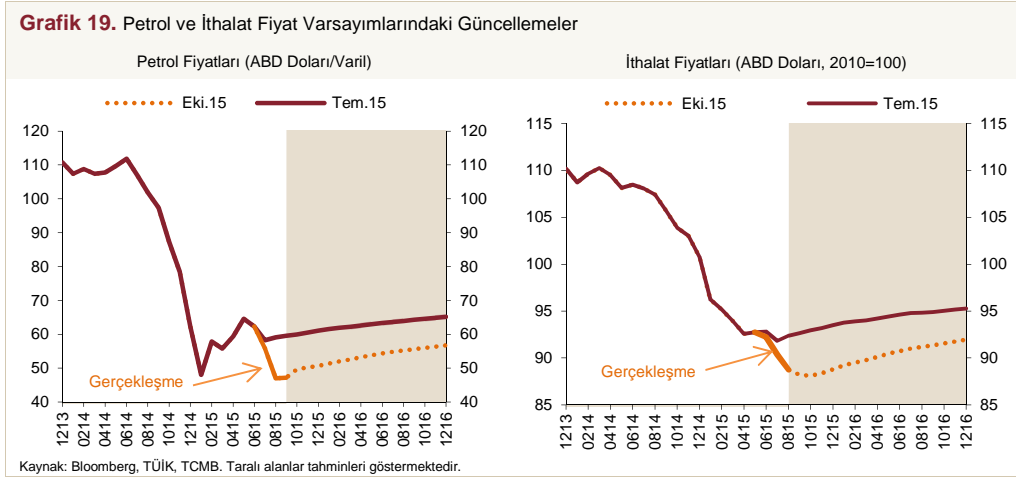


Saygıdeğer Konuklar,

Bildiğiniz gibi, enflasyon tahminlerinde gıda, enerji ve ithalat fiyatları da önemli rol oynuyor. Dolayısıyla, tahminlere geçmeden önce kısaca söz konusu değişkenlere dair varsayımlarımızı aktaracağım.

Başta enerji fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gördüğümüz düşüş eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde de sürdü. Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki yavaşlamanın katkı verdiği bu eğilim Türkiye ekonomisinde de ithalat fiyatlarının ABD doları bazında gerilemesine neden oldu. Dolayısıyla, ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına dair varsayımlarımızda aşağı yönlü güncellemeler yaptık (Grafik 19). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımımızı 2015 yılı için 59 dolardan 54 dolara,

2016 yılı için ise 63 dolardan 54 dolara düşürdük. Gıda fiyatlarına dair yıl sonu varsayımlarında ise güncelleme yapmadık ve 2015 ve 2016 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımımızı yüzde 8 olarak koruduk.



Maliye politikasının orta vadeli duruşu için ise 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonlarını temel aldık. Bir önceki Program'la karşılaştırıldığında, yeni projeksiyonlara göre gelirler ve harcamalar kalemlerinde milli gelire oranla 2015 yılında bir miktar artış ve sonraki yıllarda ise daha sınırlı bir azalış öngörülüyor. Bu görünüme bağlı olarak, enflasyondaki iyileşmenin kademeli bir şekilde gerçekleşeceğini ve enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağını değerlendiriyoruz.

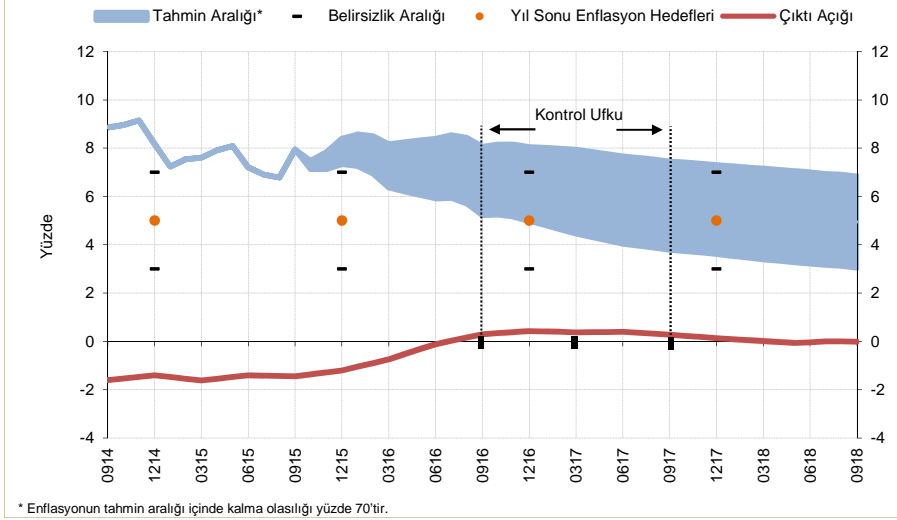
3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Saygıdeğer Konuklar,

Şimdi sizlere, çizmiş olduğum çerçeve dahilinde ürettiğimiz enflasyon ve çıktı açığı tahminlerimizi sunacağım.

Orta vadeli tahminlerimizi oluştururken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşumuzu sürdürdüğümüz bir çerçeveyi esas aldık. Ayrıca, sıkı makroihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının geldiği makul seviyelerin devam edeceğini değerlendiriyoruz. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 7,4 ile yüzde 8,4 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2016 yılı sonunda ise yüzde 5,0 ile yüzde 8,0 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyonun 2017 yılında yüzde 5'e yaklaşıp, orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağını öngörüyoruz (Grafik 20).

Grafik 20.
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



2015 yıl sonu enflasyon tahminimizde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yapılan yukarı yönlü güncellemenin 1,2 puanı üçüncü çeyrekteki döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimi üzerindeki yükseltici etkisinden kaynaklanıyor. Öte yandan, ithalat fiyatları görünümünde bir önceki Rapora kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulundu. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,9 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahminini 1 puan yukarı yönlü güncelledik (Grafik 20).

Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahminini ise 1 puan yukarı yönlü güncelleyerek yüzde 6,5'e yükselttik. 2015 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncellemenin ve döviz kurunda yaşanan gelişmelerin gecikmeli etkilerinin 2016 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde sırasıyla 0,6 puan ve 0,8 puan yükseltici etki yapacağını tahmin ediyoruz. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki gerileme ve 2016 yılı için öngörülen çıktı açığındaki sınırlı miktarda aşağı yönlü güncelleme ise 2016 yıl sonu tahminini önceki Rapor'a göre sırasıyla 0,3 puan ve 0,1 puan aşağı yönde etkiledi.

Değerli Konuklar,

Bahsetmiş olduğum bu tahminlere ek olarak Enflasyon Raporu'nun Riskler bölümünde enflasyon görünümüne ve küresel ekonomiye dair alternatif senaryolara değiniyoruz. Detaylar için Rapor'u inceleyebilirsiniz.

Konuşmama burada son verirken, başta Para Politikası Kurulu üyeleri ve Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğümüz çalışanları olmak üzere, Rapor'un hazırlanmasında emeği geçen tüm çalışma arkadaşlarıma ve katılımcılara teşekkürlerimi sunuyorum.