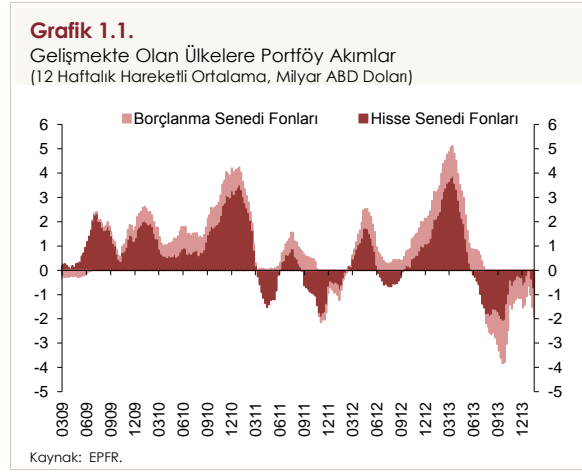


1. Genel Değerlendirme

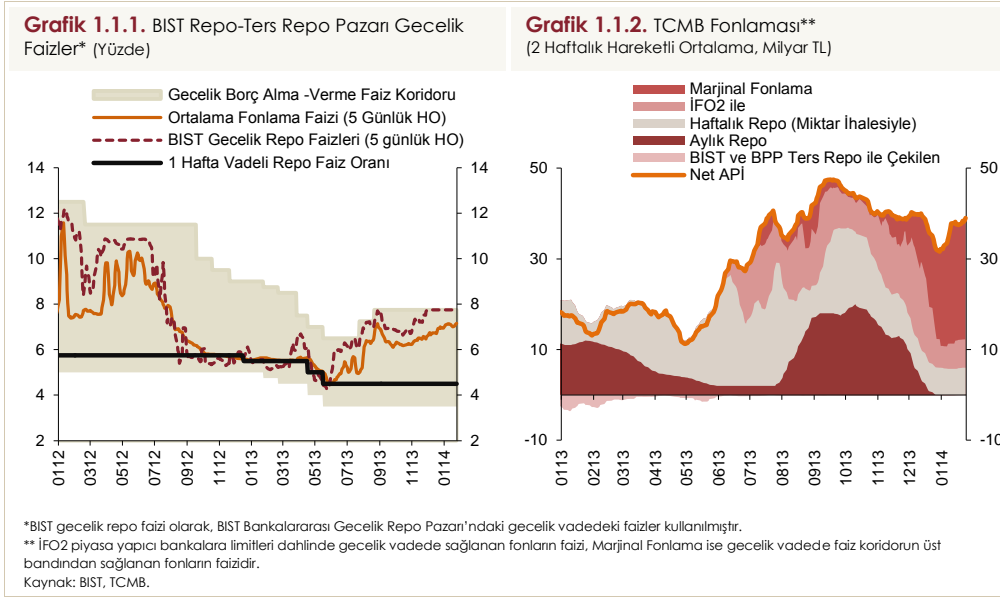
2013 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki zayıflık devam etmiştir. Bu gelişmede Fed'in nicel genişleme politikasından çıkış stratejisini uygulamaya devam edeceği açıklaması etkili olmuş ve özellikle portföy akımlarındaki çıkış eğilimi sürmüştür (Grafik 1.1). Nicel genişlemeden çıkış stratejisinin açıklandığı ilk dönemde finansal varlıklardaki yeniden fiyatlamaların büyük kısmının yaşanmış olması nedeniyle çıkış uygulamasında daha sınırlı fiyatlama hareketleri gözlenmiştir. Bu gelişme küresel para politikalarına dair belirsizlik algılamalarının kısmen hafiflediğini gösterse de önümüzdeki dönemde küresel ekonominin toparlanma hızına dair risklerin sürmesi nicel genişlemeden çıkış süreci ile para politikasının sözle yönlendirme gibi diğer bileşenlerine dair belirsizlikleri canlı tutmaktadır.



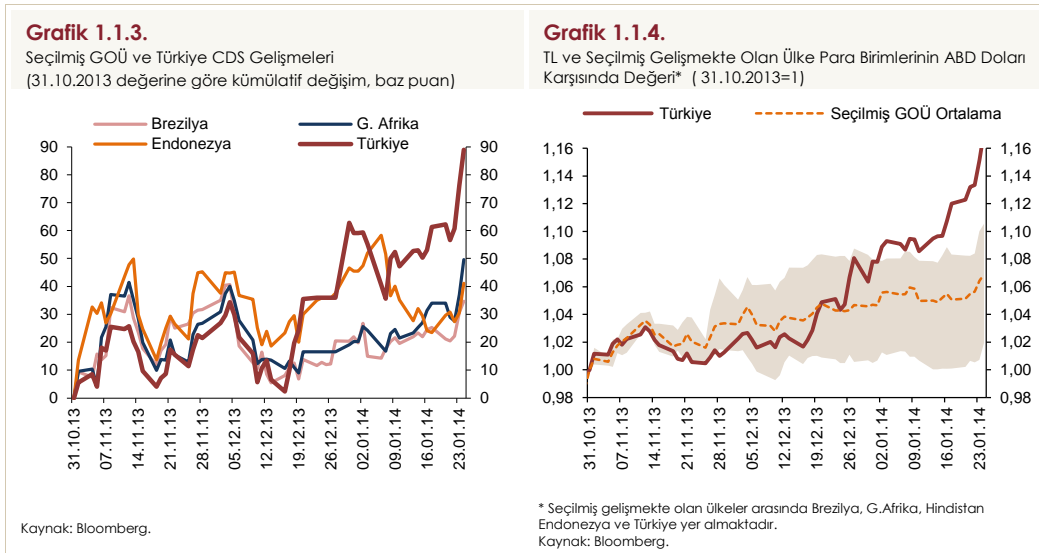
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

2013 yılının son çeyreğinde, ağırlıklı olarak gıda enflasyonunun beklenenden yüksek seyretmesi ve döviz kurundaki oynaklığa bağlı olarak enflasyon Ekim ayında sunulan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu seyrin fiyatlama davranışlarını bozmaması amacı ile para politikasındaki temkinli duruş güçlendirilmiştir. Bu kapsamda, 1 ay vadeli repo ihalelerine son verilmiş, ortalama fonlama faizinin yüzde 6,75 seviyesinin üzerinde seyretmesi sağlanmış, BIST bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranları yüzde 7,75 düzeyine yakın oluşacak şekilde bir likidite politikası izlenmiştir (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).

Son Enflasyon Raporu'ndan bu yana, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Yapılan döviz satım ihalelerinin sterilize edilmemesi finansal sistemin likidite ihtiyacını arttırmaktadır. Bunun yanında, TCMB tarafından sağlanan fonlamanın ortalama vadesi de kısalmıştır. Bu gelişmeler sonucunda TCMB ortalama fonlama faizi ile BIST bankalararası gecelik repo faizleri artış göstermiştir (Grafik 1.1.1).



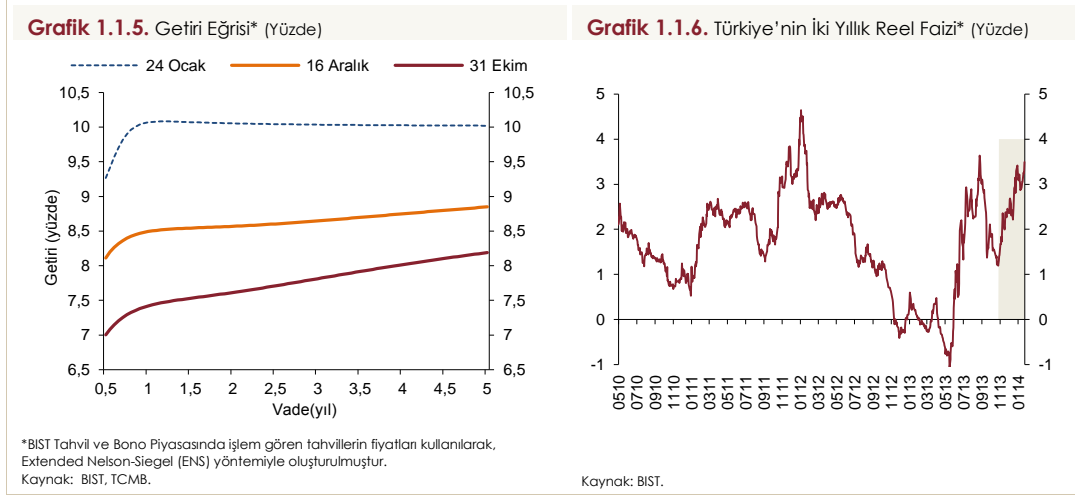
Yılın son döneminden bu yana gerçekleşen iç gelişmeler sonrasında Türkiye benzer diğer ülkelerden bir miktar ayrılmıştır. Bahsi geçen dönemde, benzer ekonomik koşullardaki ülkelere kıyasla Türkiye'nin hem döviz kuru ABD doları karşısında daha çok değer kaybetmiş hem de göreceli riskliliği artmıştır (Grafik 1.1.3 ve 1.1.4). İç belirsizliğin uzun süre yüksek seyretmesi durumunda döviz kurundaki değer kayıplarının önümüzdeki dönem enflasyonu üzerinde ek baskı oluşturması beklenirken, risklerin ve piyasa faizlerinin artması ile toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü bir etki yapması da beklenebilecektir. Dolayısı ile iç belirsizliklerin önümüzdeki dönem nasıl bir seyir izleyeceği ve bu seyrin enflasyon görünümü üzerindeki etkisi para politikası durumu için de önem arz etmektedir.



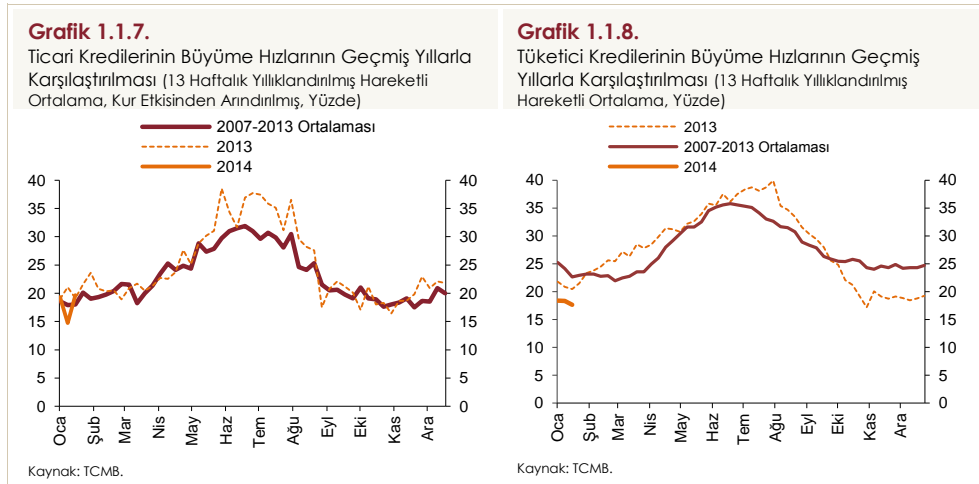
Bu şartlar altında TCMB gerekli gördüğünde devreye sokulabilecek esnek bir mekanizmanın tasarlanmasının daha uygun olacağını değerlendirmiştir. Bu doğrultuda, ek parasal sıkılaştırma uygulanması gerekli görülen günlerde, bankalararası piyasadaki faizlerin yüzde 7,75 (marjinal fonlama oranı) yerine yüzde 9

civarında oluşmasının sağlanması kararlaştırılmıştır. Bu karar sayesinde, önceki döneme göre daha esnek bir politika çerçevesi tasarlanmış olup, olası risklerdeki gerçekleştirmelere daha hızlı tepki verme imkânı sağlanmıştır.

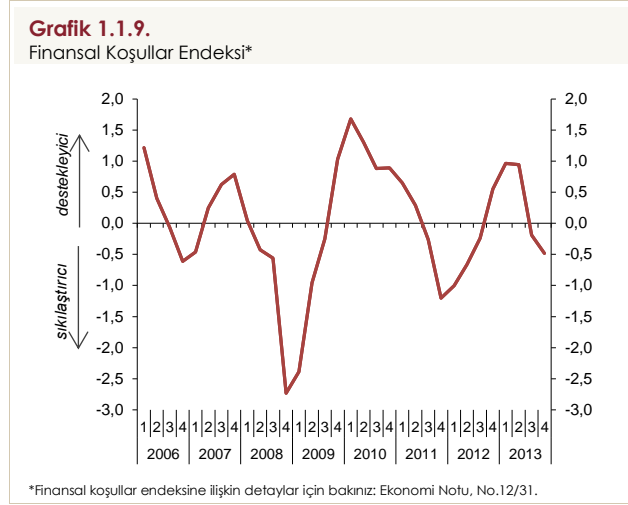
Son 3 aylık dönemde, para politikasının temkinli duruşu, Fed'in nicel genişleme hızını azaltması ve iç belirsizliklerin de etkisi ile faiz oranları tüm vadelerde artış göstermiştir (Grafik 1.1.5). Bunun yanında, nominal faiz oranlarının enflasyon beklentilerine nispeten daha fazla artması sonucunda 2 yıllık reel faiz oranlarında da artış gözlemlenmiştir (Grafik 1.1.6).



Yükselen piyasa faizi oranlarına paralel olarak bankacılığın fonlama maliyetleri artmış, bu artış tüketici ve ticari kredi faizi oranlarına yansımıştır. Kredi faizlerinin ve ekonomide risklerin artması hem kredi talebi hem de kredi arzı üzerinde baskı oluşturmuş özellikle tüketici kredilerinin büyüme oranında son çeyrekte azalmalar gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.7 ve 1.1.8).



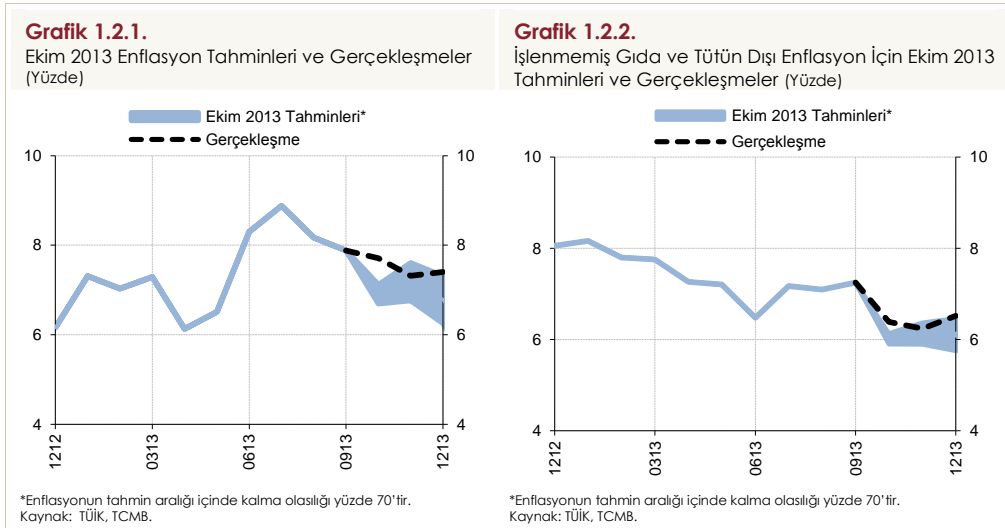
Önümüzdeki dönemde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın aldığı makro ihtiyati kararlar sonrasında tüketici kredilerinin ve kredi kartı borçlanmalarının büyüme hızlarındaki yavaşlamanın devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, TCMB finansal sistemin fonlama ihtiyacını artırması ve fonlama vadesini kısaltması da tüketici kredilerinde yavaşlatıcı etki yapacaktır. Nitekim yılın son çeyreği itibarıyla finansal koşullarda kayda değer bir sıkılaşma gözlemlenmiştir (Grafik 1.1.9).



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2013 yılında tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 1,2 puan yükselerek yüzde 7,4 oranı ile hedef etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yılın başında tütün ürünlerindeki vergi ayarlamalarının da etkisiyle yükselen enflasyon, sonraki dönemde işlenmemiş gıda ve enerji grubu fiyat gelişmelerine bağlı olarak dalgalı seyretmiştir. Yılın ikinci yarısında ise Türk lirasındaki değer kaybı özellikle temel mal grubu kanalıyla çekirdek enflasyon göstergelerinin yükselmesine neden olmuştur. Bunun yanında gıda fiyatlarında varsayılanın ötesinde gerçekleşen yıllık artış da enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Yıl genelinde enflasyondaki yükselişi sınırlayan ana unsurlar ise ABD doları bazlı ithalat fiyatlarındaki görece yatay seyir ve yönetilen enerji fiyatlarının ılımlı seyri olmuştur.



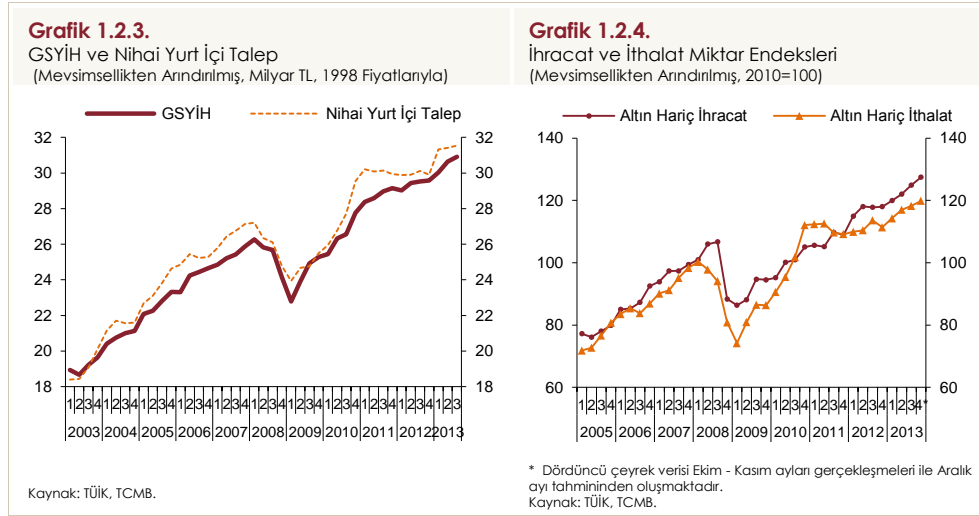
2013 yılında alt gruplar bazında enflasyona katkı incelendiğinde gıda ve enerjinin toplam katkısının önceki yıla kıyasla değişmediği; enflasyonda kaydedilen yükselişin ise çekirdek enflasyon göstergeleri ve vergi ayarlamalarından kaynaklandığı görülmektedir. Bu dönemde hizmet ve temel mal gruplarının enflasyona katkısı 0,8 puan, alkol-tütün grubunun enflasyona katkısı ise 0,4 puan yükselmiştir. Temel mallarda gözlenen

yükseliş büyük ölçüde döviz kuru kaynaklı olurken, hizmet enflasyonuna ilişkin görünümde tanımsal farklılıklar ve geçici hareketler dışında bir önceki yıl sonuna kıyasla belirgin bir değişiklik olmamıştır.

Temel enflasyon göstergelerinin 2014 yılı görünümü, vergi artışlarının nihai fiyatlara yansıtılma oranının yanı sıra döviz kuru ve iktisadi faaliyetin seyrine göre değişebilecektir. Ocak ayına ilişkin göstergeler ışığında, özellikle temel mal grubu yıllık enflasyonunda vergi ve döviz kuru etkileri belirgin bir şekilde izlenmektedir. Arz ve maliyet yönlü unsurlardaki gelişmelere paralel olarak enflasyon beklentilerinin hızla bozulması görünümü olumsuz etkileyen bir diğer kanal olmuştur. Buna karşılık, toplam talebin önümüzdeki dönemde enflasyon baskılarını ne ölçüde sınırlayacağı, mevcut dalgalanmanın süresine bağlı olacaktır.

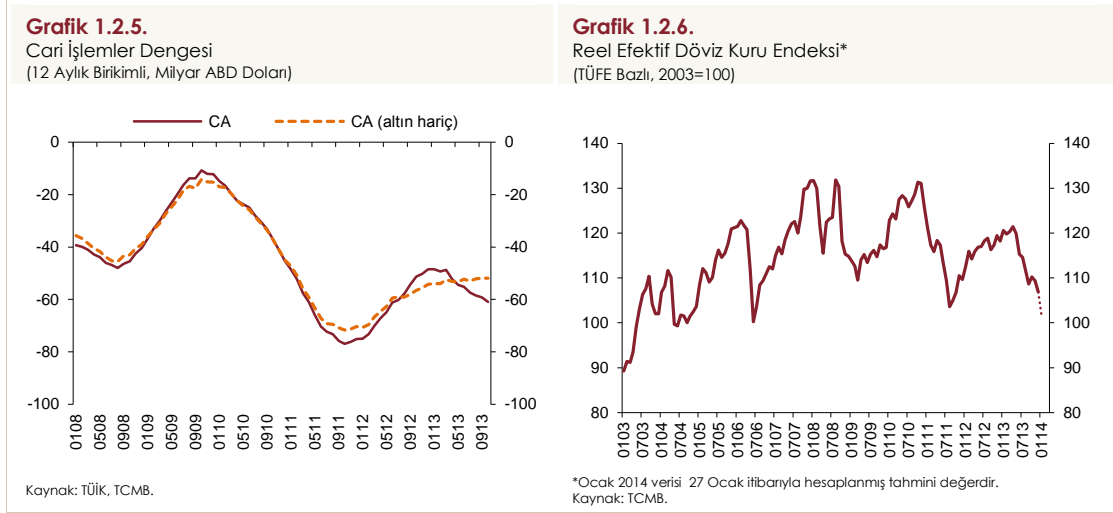
Arz ve Talep

2013 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Nihai yurt içi talep ise üçüncü çeyrekte ılımlı bir artış kaydetmiştir (Grafik 1.2.3). Nihai yurt içi talebin bileşenleri incelendiğinde, özel kesim talebinin istikrarlı artış eğilimini sürdürdüğü, ilk çeyrekte oldukça güçlü bir artış kaydeden kamu kesimi talebinin ise ikinci çeyrekte olduğu gibi üçüncü çeyrekte de gerilediği görülmektedir. Bu dönemde net ihracat dönemlik büyümeye olumlu katkı yapmıştır.



2013 yılının son çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde artmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretim endeksi Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiş ve dönemlik bazdaki istikrarlı artış eğilimini devam ettirmiştir. Harcama tarafından incelendiğinde de, gerek tüketim gerekse yatırım mallarına ilişkin üretim, ithalat ve anket verileri özel kesim talebinin istikrarlı artış eğilimini son çeyrekte koruduğunu göstermektedir. Diğer yandan, altın hariç mal ticareti olarak değerlendirildiğinde dengelenme süreci yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 1.2.4). Söz konusu dönemde cari dengeye ilişkin veriler beklentilerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmiştir. Son dönemde altın ticaretindeki geçici oynak seyir dışlandığında, cari dengede ana eğilimi yansıtan 12 ay birikimli altın hariç açık iyileşme eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.5). Reel döviz kuru ise 2013 Mayıs sonrası

dönemde değer kaybetmiştir (Grafik 1.2.6). Gözlenen reel değer kaybının cari dengedeki iyileşmeyi destekleyen bir unsur olması beklenmektedir.



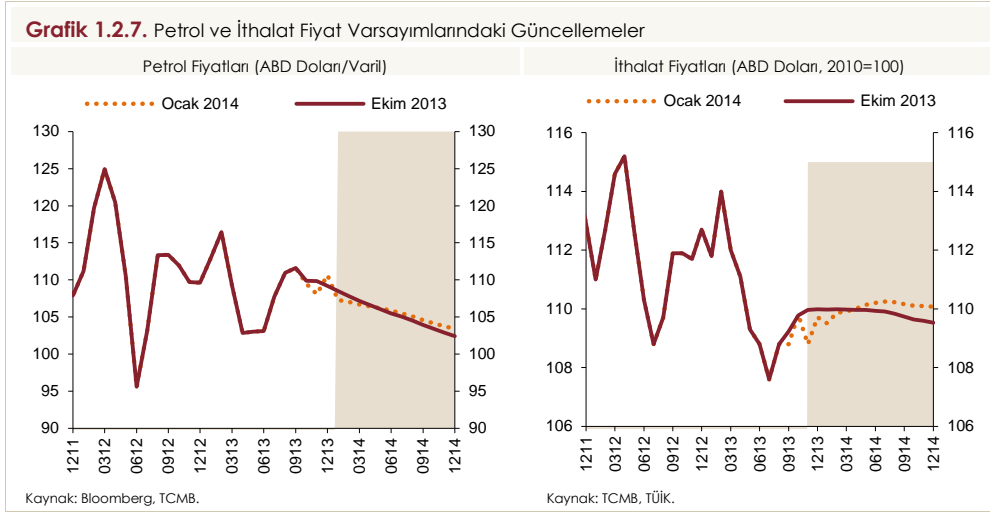
Yakın dönemde Türk lirası değer kaybederken, kredi faizlerinde artış, tüketici güveninde ise düşüş görülmektedir. Bu çerçevede döviz kuru, finansman ve güven koşullarına duyarlı olan dayanıklı tüketim ve yatırım harcamalarındaki düşüş ile birlikte ilk çeyrekte özel kesim talebinin gerileyeceği öngörülmektedir. Takip eden dönemde ise özel kesim talebinin seyri, döviz kuru ve faizler ile tüketici ve yatırımcı güveninin ne kadar sürede ve hangi seviyede dengeye geleceğine bağlı olacaktır.

Yakın dönemde iç belirsizlikler artışı sonucunda gözlenen döviz kuru, faiz ve güven hareketlerinin geçici olduğu varsayımı altında, özel kesim talebinin ilk çeyrekteki zayıf seyrin ardından 2014 yılının ikinci çeyreğinden itibaren toparlanmaya devam edeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, temkinli para politikası duruşunun, alınan makro ihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle nihai yurt içi talepteki artışın, aşağı yönlü riskler daha belirgin olmak üzere, ılımlı kalması beklenmektedir. Bu görünüm altında, yurt içi talep gelişmelerinin yakın dönemde gözlenen maliyet yönlü fiyat baskılarını kısmen sınırlandırması beklenmektedir. Ayrıca, iç talepte beklenen yavaşlamanın cari açıkta ve dengelenme sürecinde son dönemde gözlenen iyileşmeye katkı vermesi beklenmektedir. Avrupa ülkeleri talebindeki toparlanmanın da desteği ile ihracatın artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Böylece, önümüzdeki dönemde ekonominin ılımlı şekilde büyümeye devam ederken talep bileşenlerinin olumlu yönde dengelenmesi beklenmektedir.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın son çeyreğinde ABD doları bazlı ithalat fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'ndaki varsayımların bir miktar altında seyrederken, petrol fiyatları öngörülerle uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.7). 2014 yılı ortalama ABD doları bazlı ithalat fiyat artışı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı için Ekim Enflasyon Raporu'ndaki seviyeler korunmuştur. Diğer bir ifadeyle, 2014 yılında enflasyon üzerinde ABD doları bazlı ithalat fiyatları kaynaklı önemli bir baskı olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden itibaren yurt dışı gelişmelere

bağlı olarak gözlenen döviz kuru hareketlerinin 2014 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki ilave etkisinin 0,5 puan olacağı varsayılmıştır.



Yakın dönemde gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz fiyat hareketleri ve tarihsel ortalamalar dikkate alınarak 2014 yıl sonu gıda fiyat artış oranına dair varsayım yüzde 8 düzeyine çekilmiştir. Bu güncellemenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü olmuştur.

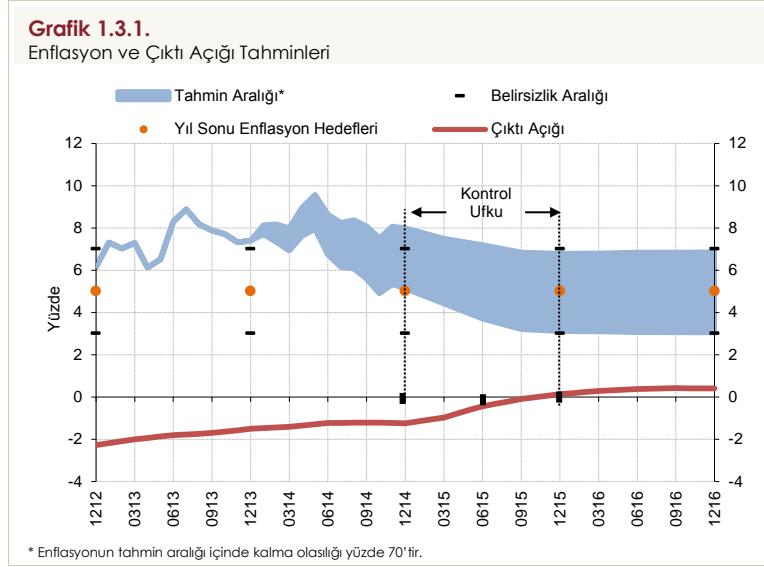
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Ocak ayı başında otomobil ve tütün fiyatlarında yapılan vergi ayarlamalarının 2014 yıl sonu enflasyonunu yaklaşık 0,5 puan artıncı yönde etkileyeceği öngörülmektedir. Bu fiyatlarda yılın geri kalanında ek bir düzenleme olmayacağı, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında ise enflasyon hedefiyle uyumlu artışlar olacağı varsayılmaktadır.

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2014-2016 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, temkinli mali duruşun devam edeceği ve faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulacağı varsayılmıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki temkinli duruşun korunarak 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 varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 5,2 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 6,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, Ekim Enflasyon Raporu'na göre 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 1,3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 0,3 puanı yıl sonu gıda enflasyon varsayımının yukarı yönlü güncellenmesinden gelmiştir. Ocak ayında yapılan vergi ayarlamaları ise yıl sonu enflasyon üzerinde 0,5 puan civarında yukarı yönlü bir katkı yapacaktır. Ayrıca, döviz kurunda Ekim Enflasyon Raporu sonrasındaki dönemde yurt dışı gelişmelere bağlı olarak meydana gelen değişimin de etkisiyle döviz kurlarının 2014 yıl sonu enflasyonuna 0,5 puan civarında yükseltici etki yapması beklenmektedir.

Enflasyonun yapılan vergi ayarlamalarına ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak bir süre daha dalgalı bir seyir izleyeceği ve yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde seyredeceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonun düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 6,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Mayıs 2013 tarihinden itibaren küresel para politikalarına dair bir belirsizlik artışı olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda yılın ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları yavaşlamış ve finansal varlıklarda yeniden bir fiyatlamaya yaşanmıştır. Aynı dönemde Türkiye'de reel ve bankacılık sektörlerinin yurt dışından sağladıkları fonlama devam ederken portföy akımları zayıf seyretmiştir. Finansal varlıklardaki yeniden fiyatlamaya ile birlikte de Türk lirasında değer kayıpları yaşanmıştır. Bu dönemde yurt içi talepteki ılımlı büyüme ve kredilerdeki artış eğilimi ise devam etmiştir. Yurt dışı kaynaklı belirsizlik artışı temelde kredilerden ziyade döviz kurları üzerinde etkili olmuştur. Döviz kurundaki bu gelişmeler ve gıda fiyatlarının yüksek seyri nedeniyle yıl sonu enflasyonu hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler ayrıca enflasyon beklentilerinde de bozulmaya yol açmıştır. Bu dönemde TCMB enflasyona ilişkin riskleri sınırlamak ve orta vadeli enflasyon görünümünü hedefle uyumlu hale getirmek için para politikasındaki temkinli duruşunu güçlendirmiş ve likidite politikası daha sıkı hale getirilmiştir.

TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarını yakından takip etmektedir. Önümüzdeki dönemde iç talepteki yavaşlamanın maliyet şoklarının enflasyon üzerindeki etkisini bir miktar sınırlaması beklenmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz seyri nedeniyle enflasyonun uzun bir müddet hedefin üzerinde seyredecek olması beklentilerin katılaşmasına ve enflasyon ataletinin güçlenmesine sebep olabilecektir. Para Politikası Kurulu (Kurul), böyle bir durumun ortaya çıkması ve fiyatlama davranışlarının bozulma eğilimine girmesi halinde para politikası durumunda gereken sıkılaştırmayı yapacaktır.

2014 yılında gerek Avrupa ülkelerindeki talebin toparlanma beklentisi gerekse reel kur gelişmelerinin sonucunda ihracatın özel kesim talebinde öngörülen düşüşün bir kısmını telafi etmesi beklenmektedir. Diğer yandan, kamu kesimi talebi 2013 yılı ilk çeyreğindeki kuvvetli artışın ardından belirgin bir düzeltme hareketi sergilemiştir. Bu çerçevede, ilk çeyrekte özel kesim talebi daralsa ve yılın geri kalanında zayıf seyrete dahi, diğer talep bileşenlerinin daha olumlu bir görünüm sergileyebileceği ve büyüme üzerinde özel kesim talebinden kaynaklanan riskleri dengeleyici bir rol oynayabileceği not edilmelidir.

Öte yandan, yaşanan belirsizliklerin ve risk primindeki artışın uzun süreli olması durumunda ekonomide güven ve bilanço kanalı üzerinden ciddi bir yavaşlama gözlenme olasılığı bulunmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi halinde, TCMB elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak dengeleyici bir politika izleyecektir.

Kurul, maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken maliye politikası ile ilgili olarak Orta Vadeli Program'da belirlenen çerçeve esas alınmaktadır. 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.

Mevcut belirsizlikler 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, Orta Vadeli Program'ın gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

