

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

Küresel finans piyasalarında 2014 yılının sonlarından itibaren gözlenmeye başlayan oynaklık ve artan belirsizlik ortamı 2015 yılının ikinci çeyreğinde de önemini korumuştur. Bu çeyrekte Fed'in faiz artırma sürecine girmesiyle ilgili belirsizlikler öne çıkmış ve ABD ekonomisine dair çeyrek içinde açıklanan verilerin algılanma şekline bağlı olarak çeyrek içinde faiz oranlarında oynaklık gözlenmiştir. Fed'in para politikasındaki oynaklık yaratan belirsizlik unsurları dönem içinde yapılan resmi açıklamalarla bir miktar giderilmiş; ancak, Haziran ayının ikinci yarısından itibaren Yunanistan'ın borçlarının yeniden yapılandırılmasına dair yaşanan süreç küresel piyasalardaki risk algısının bozulmasında etkili olmuştur. Bu gelişmelere ilave olarak bu dönemde, gelişmekte olan ülke büyüme oranlarının beklentilerin altında kalması ve jeopolitik gelişmelerden dolayı küresel risk iştahı düşük düzeylerde kalmış, gelişmekte olan ülkelerin risk primleri dalgalı bir seyir izlemiştir. Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde birçok para birimine karşı belirgin şekilde değer kazanan ABD doları, Fed'in destekleyici politika duruşunu bir süre daha devam ettireceği yönündeki beklentilerin kuvvetlenmesiyle yılın ikinci çeyreğinde daha düşük seviyelerde ancak dalgalı bir seyir izlemiştir.

TCMB, bu dönemde, gecelik borç alma ve borç verme faizleri ile bir hafta vadeli repo faizlerini değiştirmezken, çekirdek enflasyon görünümündeki olası riskleri sınırlamak amacıyla likidite kompozisyonunu değiştirerek ortalama fonlama faizini yükseltmiştir (Grafik 5.1.12). Bu gelişmeler çerçevesinde finansal koşullar önceki çeyreğe kıyasla bir miktar sıklaşmıştır (Grafik 5.2).

Enflasyon

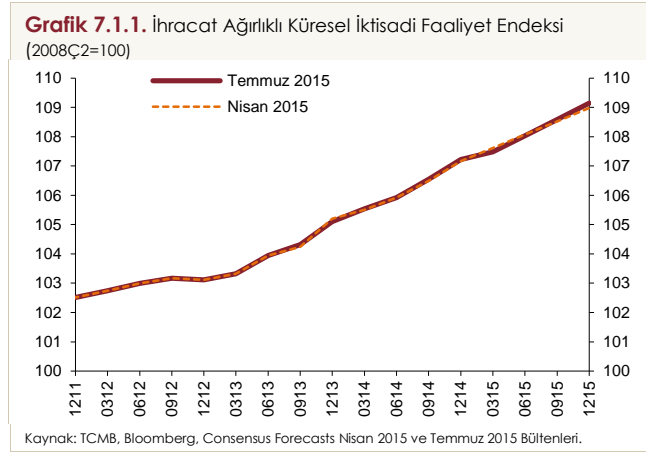
Yıllık tüketici enflasyonundaki düşüş eğilimi 2015 yılının ikinci çeyreğinde de sürmüştü ve önceki çeyrekteki yüzde 7,61 oranından ikinci çeyrekte yüzde 7,20 oranına gerilemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde gerçekleşen enflasyon oranı Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen tahmin aralığının ortasına yakın gerçekleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde enflasyon gıda fiyatları kaynaklı düşüş kaydetmiş olsa da bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybının söz konusu düşüşü sınırlamasıyla enflasyon görünümünde henüz arzu edilen iyileşme gerçekleşmemiştir. Döviz kurundaki değer kayıplarına hassas olan temel mal grubu yıllık enflasyonu Mayıs ve Haziran aylarında yükselmiştir. Enerji dışı ithalat fiyatlarının ılımlı bir seyir izlemesine karşın, son dönemde yaşanan döviz kuru hareketleri çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirmiştir. Ancak, ılımlı seyreden toplam talep koşulları nedeniyle, döviz kurundaki yükselişin enerji dışı enflasyona yansımalarının sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. Hizmet enflasyonu ise yüksek seyreden enflasyon beklentileri ile hızla artan işgücü maliyetlerine paralel olarak ikinci çeyrekte sınırlı bir yükseliş kaydetmiştir.

Talep Koşulları

2015 yılı ilk çeyreğinde GSYİH, bir önceki rapor döneminde öngörülenden daha güçlü bir seyir izleyerek önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 2,3 oranında artmıştır. Bu doğrultuda, 2015 yılının ilk çeyreğine dair çıktı açığı sınırlı bir miktar yukarı yönlü olarak güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3). Talep tarafından bakıldığında, yılın ilk çeyreğinde net ihracatın büyümeye negatif katkısı bir önceki çeyreğe göre artış gösterirken, nihai yurt içi talebin pozitif katkısı ise özellikle özel tüketim kaynaklı olarak önceki iki çeyreğe göre artış kaydetmiştir.

2015 yılının ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan veriler, yurt içi talepteki geçen yılın ikinci çeyreğinde başlayan toparlanma eğiliminin daha çok tüketim kaynaklı olarak sürebileceğine işaret etmektedir. Nisan-Mayıs döneminde tüketim mallarının gerek üretimi gerekse ithalatı artarken, yılın ilk çeyreğinde özel tüketim büyümesini destekleyen otomobil satışlarının ikinci çeyrekte de güçlü seyrettiği görülmektedir. Fakat tüketici güvenindeki zayıf seyir, işgücü piyasasındaki gelişmeler ve yatırıma ilişkin göstergeler iktisadi faaliyet açısından tüketim kadar olumlu bir görünüme işaret etmediğinden, bu döneme ait çıktı açığı varsayımında herhangi bir güncelleme yapılmamıştır (Tablo 7.1.1).

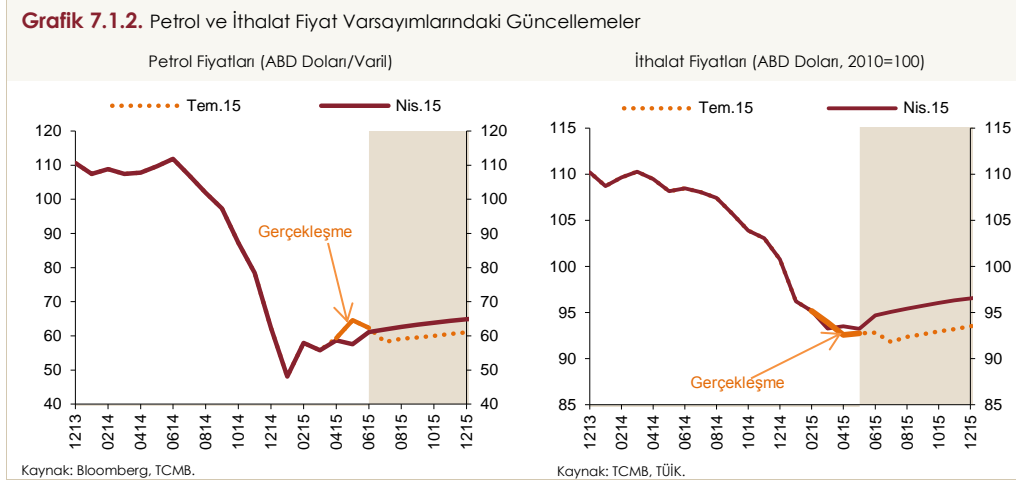
Dış talep 2015 yılının ilk çeyreğinde, 2014 yılının ikinci yarısından itibaren başlayan küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı zayıf seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatında üç dönemin ardından artış gözlenirse de, bu artışın daha çok altın ihracatından kaynaklandığı görülmektedir. 2014 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen altın hariç mal bazında dengelenme sürecindeki bozulma 2015 yılının ilk çeyreğinde de devam ederken, Mayıs ayına ait veriler ihracatta sınırlı bir artışa işaret etmektedir. Nitekim, ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi bir önceki döneme kıyasla belirgin bir farklılık göstermemiştir (Grafik 7.1.1).



Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

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 (Grafik 7.1.2). Yıl bazında ise, ortalama petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı geneli için yüzde 2'ye, 2016 yılı için ise yüzde 6'ya yakın bir oranda düşürülmüştür (Tablo 7.1.1). Bununla uyumlu olarak, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda 2015 yılı için 1,7 puan, 2016 yılı için ise 1,4 puan aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır.

İşlenmemiş gıda fiyatlarında 2015 yılının ikinci çeyreğinde belirgin bir düzeltme yaşanmıştır. Söz konusu düzeltmenin devam edeceği ve yetkili kurumlar tarafından alınmakta olan önlemlerin etkilerinin ortaya çıkacağı öngörülleri ile 2015 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı yüzde 9'dan yüzde 8'e güncellenmiştir.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken 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 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.

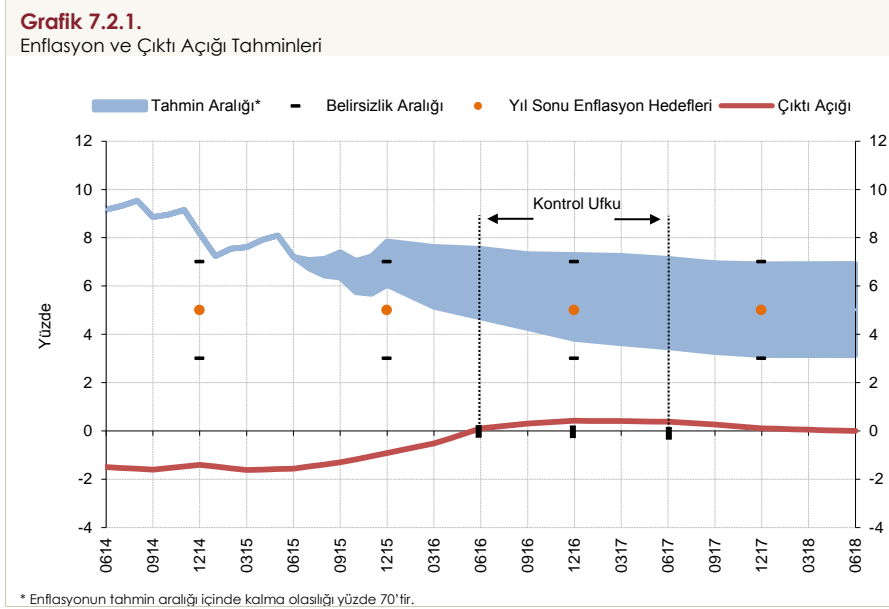
Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

		Nisan 2015	Temmuz 2015
Çıktı Açığı	2015 Ç1	-1,70	-1,60
	2015 Ç2	-1,50	-1,60
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2015	9,0	8,0
	2016-17	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	-11,1	-12,8
	2016	2,7	1,3
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2015	60	59
	2016	67	63
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	1,9	1,9
	2016	-	2,4

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki temkinli duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, sıkı makroihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının makul seviyelerde seyretmeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 6,0 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2016 yılı

sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



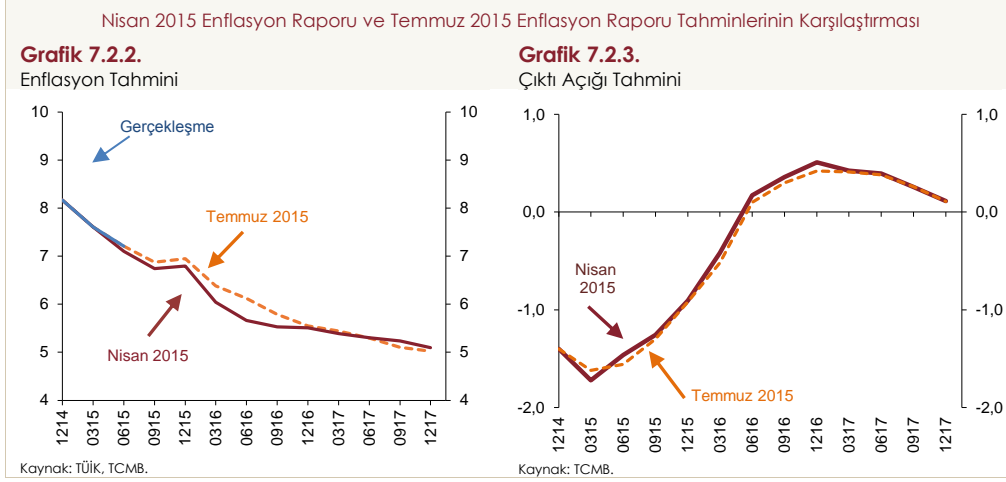
2015 yılı ikinci çeyreğinde döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirmesi yıl sonu enflasyon tahminini 0,5 puan yukarı yönlü etkilemiştir. Öte yandan, ithalat ve gıda fiyatları görünümünde bir önceki Raporla kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine sırasıyla 0,1 puan ve 0,3 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur. Sonuç olarak, yılın ikinci yarısında ithalat ve gıda fiyatlarındaki görünümün ikinci çeyrek çekirdek enflasyon gelişmelerinin olumsuz etkisini büyük ölçüde telafi edeceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,8 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 0,1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir.

Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini ise değiştirilmemiştir. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki aşağı yönlü güncellenmenin 2016 yıl sonu enflasyonunu yaklaşık 0,1 puan aşağı çekeceği; ancak 2015 yılsonu enflasyon tahminindeki yükselişten dolayı bu etkinin telafi edileceği değerlendirilerek 2016 yıl sonu enflasyon tahmini değiştirilmemiştir.

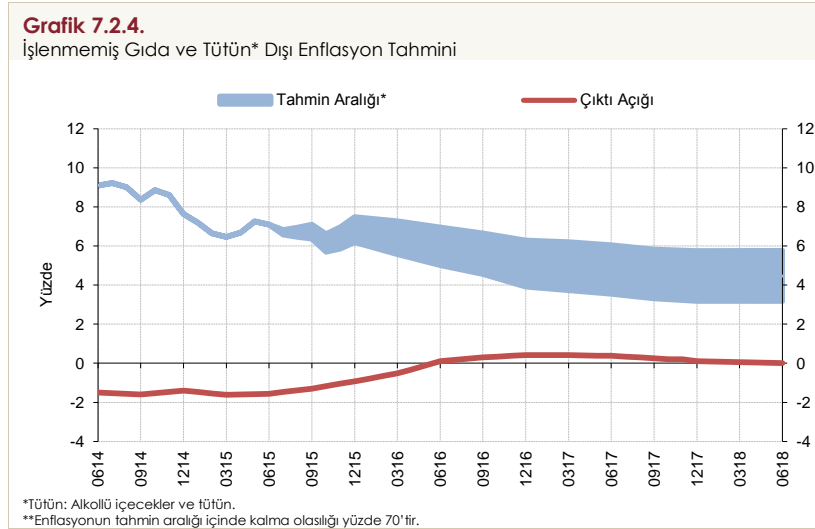
2015 yılının kalan döneminde de baz etkileri enflasyonun seyrinde belirleyici olacaktır. Enflasyonun Eylül ayına kadar düşüş eğiliminde olacağı; ancak baz etkileri kaynaklı olarak Eylül ayında bir miktar yükseldikten sonra dalgalı bir seyir izleyerek yıl sonunda yüzde 6,9'a ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Güncellenen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.3'te sunulmaktadır. 2015 yılının ilk çeyrek milli gelir gerçekleştirmeleri bir önceki Rapor döneminde öngörülenden daha olumlu olduğundan, bu çeyreğe ilişkin çıktı açığı değeri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2015 yılının ikinci çeyreğine ilişkin veriler ve öncü göstergeler ışığında 2015 yılı milli gelir tahminlerinde bir önceki Rapor'a göre önemli bir değişiklik yapılmamıştır. Bu doğrultuda, 2015 yılının ikinci çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahmini bir önceki Rapor döneminde öngörülene göre bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu güncellemeler

çerçevesinde, çıktı açığının bir önceki Rapor'a göre 2015 yıl sonu enflasyonu üzerinde değişikliğe yol açmayacağı değerlendirilmektedir.



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 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 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 sınırlı bir miktar yükselmiş olması beklentilerin ve fiyatlama davranışının yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenfi Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2015 Yıl Sonu	6,9	7,7	5,0
12 Ay Sonrası	6,0	7,1	5,0
24 Ay Sonrası	5,2	6,7	5,0

*Temmuz ayı anket verileri.
**2015-2016 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.