

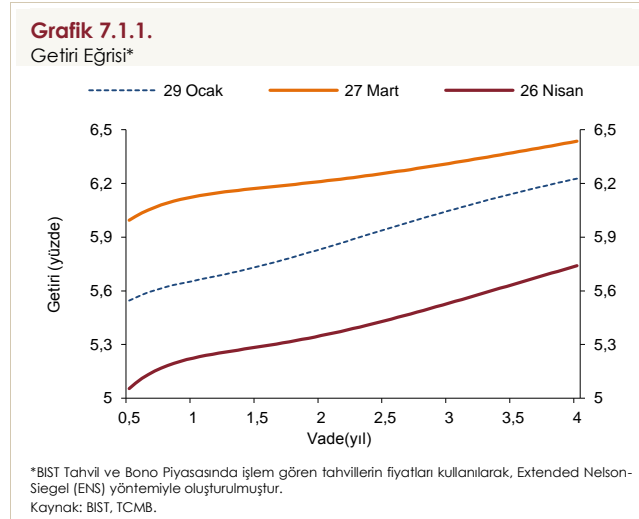
## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

Risk iştahındaki oynaklığa paralel olarak yılın ilk çeyreğinde piyasa faizleri de dalgalı bir seyir izlemiştir. Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemi takiben Euro Bölgesi'ndeki belirsizliklerin risk iştahında bozulmaya yol açması getiri eğrisinin yukarı kaymasına neden olmuştur. Yakın dönemde ise Japonya Merkez Bankasının açıkladığı miktarsal genişleme paketi sonrasında sermaye girişleri tekrar hızlanmıştır. Bunun yanı sıra TCMB'nin kısa vadeli faizleri düşürmesi ve Türkiye'ye yönelik risk algılamalarına dair olumlu gelişmeler de faizlerdeki aşağı yönlü hareketi desteklemiştir. Bu gelişmeler sonucunda getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla her vadede sınırlı miktarda aşağı kaydığı gözlenmiştir (Grafik 7.1.1).



#### Enflasyon

2013 yılının ilk çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 7,29 oranına yükselmiş ve Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarının mevsimsel ortalamalarının üzerinde

seyretmesi ve tütün ürünlerindeki fiyat artışları etkili olmuştur. Bu dönemde döviz kurundaki gelişmelerin yıllık enflasyona aşağı yönlü katkısının azalması ve iç talepteki kısmi canlanma sonucu temel malların fiyat artış hızındaki gerileme yavaşlamıştır. Hizmet fiyatlarının ana eğiliminde ise sınırlı bir yükseliş gözlenmiştir. Temel enflasyon göstergelerinin beklenenden daha yüksek gerçekleşmesi nedeniyle enflasyon tahminlerinin başlangıç noktası sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellenmenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,2 puan artırıcı yönde olmuştur.

2013 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede 2012 yılı son çeyreğinde belirgin olarak düşen mevsimsellikten arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatlarının yılın ilk çeyreğinde öngörülenin üzerinde artması etkili olmuştur. Yılın ilk üç ayında taze sebze tüketici fiyatları endeks tarihinin en yüksek ilk çeyrek artışını göstermiştir (yüzde 42). Bununla birlikte, işlenmemiş gıda fiyatlarının oynaklığı göz önüne alınarak bu aşamada 2013 yıl sonu için gıda fiyat artış oranına dair varsayım Ocak Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur.

**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

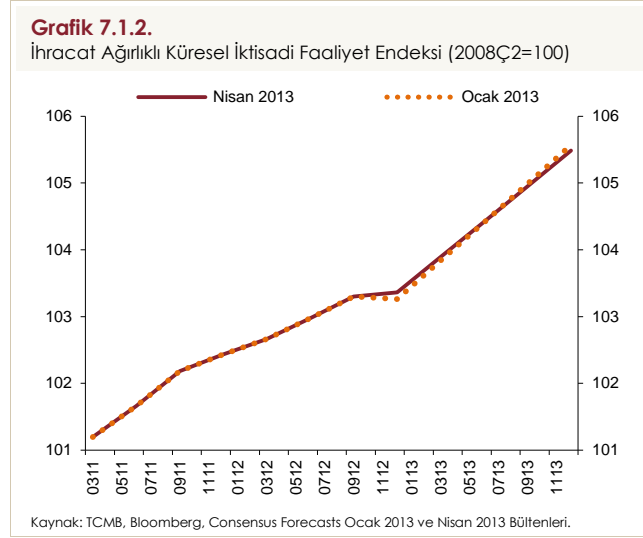
		Nisan 2013	Ocak 2013
Çıktı Açığı	2012 Ç4	-2,27	-2,17
	2013 Ç1	-2,00	-1,96
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2013-2015	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2013	-1,4	-0,2
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2013	103	108
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2013	1,6	1,7

### Talep Koşulları

2012 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümden bir miktar daha olumsuz gerçekleşmiştir. Bu gelişmede özel kesim yatırım ve tüketim talebindeki daralma etkili olmuştur. Net ihracatın olumlu bir seyir izlemesi büyümeyi destekleyen temel faktör olmuştur.

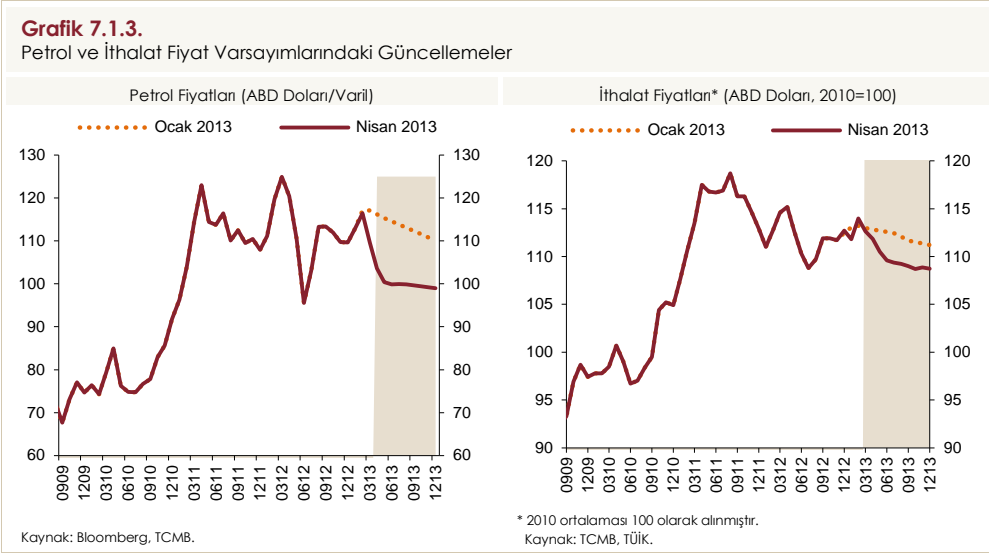
2013 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler, ekonominin toparlanma eğilimine girdiği yönündedir. Ocak ve Şubat tüketim ve yatırım malları üretimi ve ithalatındaki artış, toplam kredilerin 2012 yılındaki seviyesinin üzerinde seyretmesi iç talepte canlanmanın başladığına işaret etmektedir. Ancak, küresel

büyümenin zayıf seyrini koruması beklenmektedir. Küresel ekonomik belirsizliklerin azalmakla birlikte devam etmesi toparlanmayı sınırlayabilecek bir unsur olarak önemini korumaktadır. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2012 yılı son çeyreği için çıktı açığı sınırlı derecede aşağı yönlü güncellenirken 2013 yılı genelinde önemli bir değişiklik yapılmamıştır.



### İthalat Fiyatları

Yılın ilk çeyreğinde uluslararası petrol fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlarla uyumlu seyretmiştir (Grafik 7.1.3a). Ancak Nisan ayında, ABD ekonomisi işgücü verilerinin kalıcı bir toparlanmaya işaret etmemesi, Euro Bölgesi'ndeki daralmanın 2013 yılında da devam edeceğine dair beklentiler, ABD ham petrol stoklarının yüksek seyredecek olması ve OPEC ülkelerinin cari üretim seviyelerini koruyacağı beklentisi, petrol fiyatlarında düşüşe neden olmuştur. Bu çerçevede, Ocak Enflasyon Raporu'nda 108 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı Nisan ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde aşağı yönlü güncellenerek 103 ABD dolarına düşürülmüştür (Grafik 7.1.1). Bu güncellemeler 2013 yılı enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı yönde etkilemiştir.



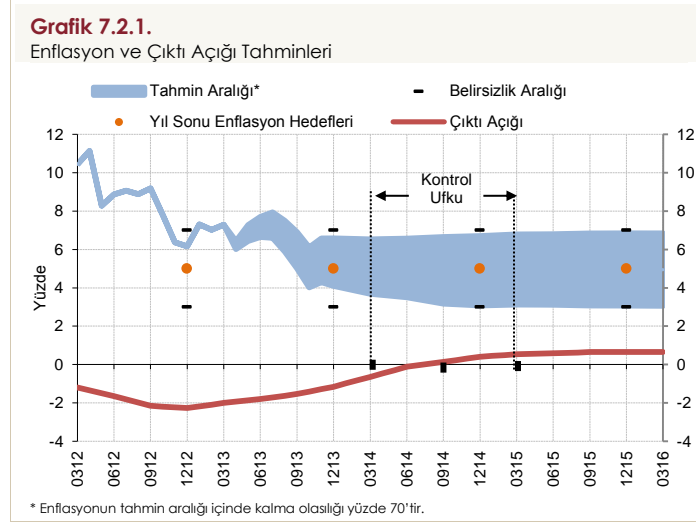
### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik ek vergi ayarlaması yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranında önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir değişiklik yapılmamıştır.

### 7.2. Orta Vadeli Görünüm

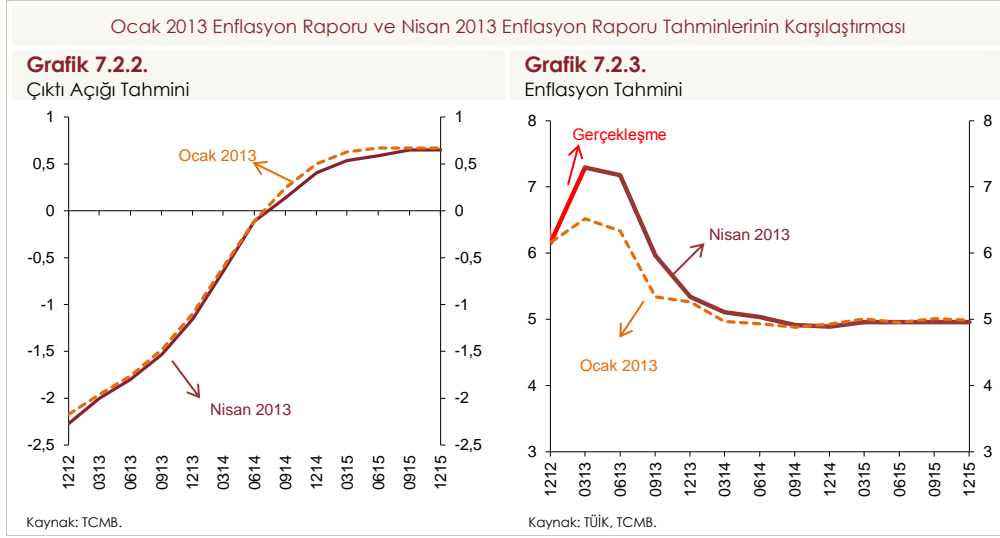
Orta vadeli tahminler oluşturulurken yakın dönemde hızlanan sermaye akımlarından kaynaklanabilecek risklerin dengelendiği bir görünüm çizilmiştir. Diğer bir ifadeyle, faiz oranları düşük tutulurken makro ihtiyati tedbirlerin devam ettiği bir politika duruşu esas alınmıştır. Bu doğrultuda, kredilerin yüzde 15 civarında büyüyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,5 aralığında (orta noktası yüzde 5,3), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 4,9) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



Enflasyonun Nisan ayında, bir önceki yılın aynı döneminde enerji fiyatlarındaki yüksek artışların yarattığı baz etkisi sonucu düşmesi; sonraki üç ay boyunca ise yine enerji fiyatlarındaki baz etkisinden dolayı yükselmesi beklenmektedir. Bu yükselişin geçici olacağı, Ağustos ayından itibaren enflasyonun aşağı yönlü eğilim göstererek yıl sonunda yüzde 5,3 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

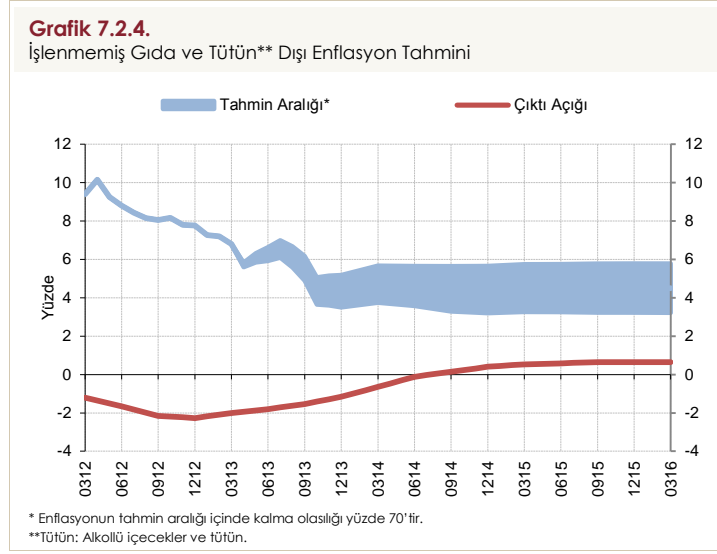
Grafik 7.2.2'de çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. 2012 yılı son çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verilerinin öngörülenden olumsuz gerçekleşmesi nedeniyle bu döneme dair çıktı açığı bir önceki Rapor'a kıyasla sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Ancak, yakın döneme dair veriler yılın ilk çeyreğinde ılımlı bir toparlanmaya işaret etmektedir. Bu doğrultuda yılın geri kalanı için çıktı açığı tahminlerinde önemli bir değişiklik yapılmamıştır (Grafik 7.2.2).

Yılın ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artıştan dolayı enflasyon, Ocak tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda fiyatlarına dair yıl sonu varsayımı değiştirilirse de yıl içinde bu fiyatların kısa vadede bir önceki Rapor'a göre bir miktar yukardan gideceği beklentisi, enflasyon tahmin patikasının kısa vadede yukarı yönlü güncellenmesini gerektirmiştir (Grafik 7.2.3). Buna karşın küresel talepteki yavaşlama ve emtia fiyatlarının görünümü enflasyona ilişkin yukarı yönlü riskleri azaltmaktadır. Bu doğrultuda Ocak Enflasyon Raporu'nda belirtilen yüzde 5,3'lük yıl sonu enflasyonu öngörüsü değiştirilmemiştir.



Kredilerdeki mevcut güçlü seyir makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesini gerektirmektedir. İç talep ve kredilerdeki artışların fiyatlama davranışları üzerindeki etkileri dikkate alındığında, kredilerin TCMB tarafından referans alınan değerlere yakın büyümesi, enflasyonun 2013 sonunda tahminlerde öngörüldüğü gibi hedefe yakın gerçekleşmesi için de önem taşımaktadır. Bu doğrultuda tahminler; bir yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edildiği diğer yandan hızlanma eğilimi gösteren sermaye girişleri karşısında faiz oranlarının düşük tutulduğu bir politika duruşunu esas almaktadır.

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. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2013 yılının ikinci çeyreğindeki baz etkisi kaynaklı yükseliş haricinde, yıl genelinde düşüş eğiliminde olacağı tahmin edilmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren düşüş eğiliminin hızlanacağı, orta vadede işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyonun yüzde 4,5 civarında 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 TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin bir miktar üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Ayrıca yıl sonu enflasyon beklentisinin Ocak ayına kıyasla 0,3 puan yükselmiş olması beklentilerin yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

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

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2013 Yıl sonu	5,3	6,6	5,0
12 Ay Sonrası	5,1	6,1	5,0
24 Ay Sonrası	5,0	5,9	5,0

\*Nisan ayı anket verileri.

\*\*2013-2015 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Yılın ilk çeyreğinde yaşanan gelişmeler küresel ekonomideki kırılganlığın sürdüğüne işaret etmektedir. Bu dönemde küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler istikrarlı bir görünüm çizmezken, gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. TCMB'nin makro finansal

riskleri dengelemeye yönelik tasarladığı çerçeve ve bu kapsamda geliştirdiği araçlar, küresel ekonomideki kırılganlıklardan kaynaklanabilecek şokların yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik esnek bir çerçeve sunmaktadır.

Yakın dönemde sermaye girişleri tekrar hızlanma eğilimi göstermiştir. Gerek Türkiye'ye yönelik olumlu beklentiler, gerekse Japonya Merkez Bankasının açıkladığı parasal genişleme paketi önümüzdeki dönemde portföy hareketlerinin gücünü koruyabileceğine işaret etmektedir. Sermaye akımlarındaki hızlı seyrin zayıf küresel büyüme görünümü ile birlikte bir süre daha devam etmesi olasılığı, dış dengeyi bozarak makro finansal riskleri artırma potansiyeli taşımaktadır. Önümüzdeki dönemde bu senaryonun gerçekleşmesi halinde TCMB son dönemde yaptığı gibi kısa vadeli faiz oranlarını düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar ve ROM aracılığıyla sıkılaştırmaya devam edebilecektir.

Öte yandan, özellikle Euro Bölgesi'ne dair belirsizliklerin sürmesi risk iştahının dalgalı bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerin uyguladığı miktarsal genişleme paketleri göz önüne alındığında risk iştahındaki dalgalanmaların sermaye akımları üzerindeki etkisinin artarak sürmesi olasılık dahilindedir. Her ne kadar ROM olası şoklara karşı dengeleyici bir rol oynasa da, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin ve sermaye akımlarındaki oynaklığın sürmesi nedeniyle para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunması gerekmektedir. Bu doğrultuda, son dönemde alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri dikkatle takip edilecek, Türk lirası fonlama miktarı gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacaktır.

Ayrıca, önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde, gelişmiş ülkelerde para politikasının normalleşme sürecine girmesi de olasılık dahilindedir. Böyle bir senaryoda toplam talep ve ithalat fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış gözlenebileceğinden bütün politika araçlarının sıkılaştırıcı yönde kullanılması gerekebilecektir.

Rapor'da ana senaryoda yer alan tahminler, 2013 yılında enflasyonun hedefe yakın gerçekleşirken dış dengenin bozulmaması için iç talebin ılımlı bir artış sergilemesi ve kredilerin makul oranlarda büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde iç talep ve kredilerin



öngörülenden daha güçlü seyretme olasılığı bulunmaktadır. Son dönemde finansal koşulların giderek daha destekleyici bir konuma geçmesi kredilere dair yukarı yönlü risklere işaret etmektedir. TCMB önümüzdeki dönemde iç talep ve kredilerdeki artışları dikkatle izleyecek ve fiyatlama davranışlarında bozulma riskinin ortaya çıkması halinde elinde bulundurduğu araçlarla gerekli tedbirleri alacaktır.

Rapor'da yer alan tahminlerde gıda fiyatlarına dair varsayım değiştirilmemiştir. Ancak, işlenmemiş gıda fiyatlarının oynak seyri enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. TCMB gıda fiyatlarından kaynaklanan oynaklıklara tepki vermeyecek; uzun süreli bir artış olması ve bunun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde ise gerekli sıkılaştırmayı yapacaktır. Öte yandan son dönemde küresel talepte gözlenen yavaşlama ve emtia fiyatlarına dair gelişmeler gıda fiyatlarından kaynaklanabilecek yukarı yönlü riskleri telafi edebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından 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 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.

Küresel dengesizlikler 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, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

