

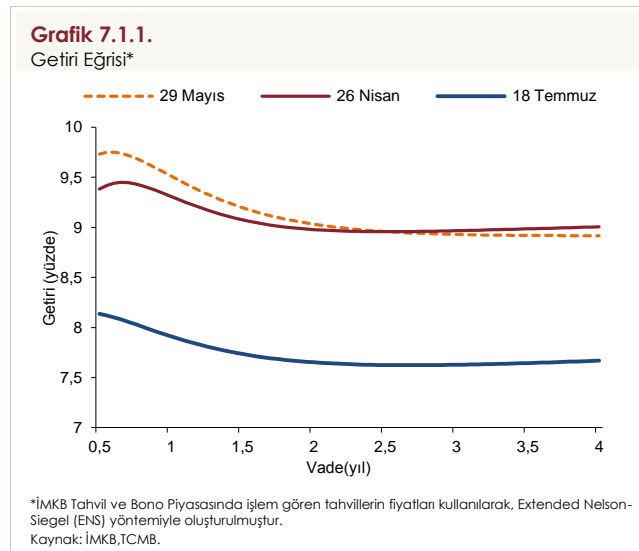
7. Orta Vadeli Öngörüler

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

Para Politikası ve Parasal Koşullar

Nisan Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde para politikasındaki sıkı duruş devam etmiştir. Enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesinin fiyatlama davranışı üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri engellemek amacıyla Nisan ayı Para Politikası Kurulu kararları çerçevesinde ek parasal sıkılaştırma daha sık uygulanmıştır. Bu doğrultuda Mayıs ayında ve Haziran ayının başında TCMB tarafından piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.12). Haziran ayından itibaren ise enflasyon ve iç-dış talep dengelenmesiyle ilgili olumlu gelişmelere bağlı olarak TCMB'nin sağladığı fonların ortalama maliyeti azaltılmıştır. Aynı dönemde İMKB'de oluşan gecelik repo faizleri de aşağı yönlü bir hareket göstermiştir (Grafik 5.1.13).



Mayıs ayında yükselen kısa vadeli piyasa faizleri, Haziran ayından itibaren belirgin bir gerileme kaydetmiştir. Bu gelişmede ek parasal sıkılaştırmaya ara verilmesinin yanı sıra, küresel risk iştahındaki iyileşme ve makroekonomik

görünümün beklenenden olumlu seyretmesine bağlı olarak iyileşen ülke riskliliğinin de etkisi olmuştur. Temmuz ayının ilk yarısı itibarıyla getiri eğrisinde Nisan Enflasyon Raporu'na göre tüm vadelerde düşüş görülmektedir (Grafik 7.1.1).

19 Temmuz 2012 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında ise enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyredecek olmasının fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturması nedeniyle temkinli duruşun devam edeceği belirtilmiştir. Bu çerçevede Kurul, küresel ekonomiye dair belirsizlikleri de göz önüne alarak, para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir. Alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin dikkatle takip edileceği, Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı tekrar vurgulanmıştır.

Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 8,87 olarak gerçekleşerek Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin altında kalmıştır (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede, işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarının öngörülenin ötesinde azalması belirleyici olmuştur. Bu dönemde temel mal grubunda yıllık enflasyon yavaşlama eğilimini sürdürürken, hizmet enflasyonunda sınırlı bir oranda artış gözlenmiştir. Temel enflasyon göstergeleri ise talep ve maliyet yönlü baskıların hafiflemesi ile aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarının ilk çeyrekteki olumlu seyri ikinci çeyrekte de güçlenerek devam etmiştir. Böylelikle bu grubun yılın ikinci çeyreğinde enflasyona yaptığı katkı Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeyin altında kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki bu olumlu görünüme karşılık işlenmiş gıda fiyatları öngörülere kıyasla daha yüksek bir oranda artış kaydetmiştir. Ancak, toplamda gıda fiyatlarının enflasyona yaptığı katkı bir önceki rapor dönemine göre düşük kalmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2012 dönemi için yılsonu gıda fiyat enflasyonu varsayımı yüzde 7,5'den yüzde 7,0'ye düşürülmüştür (Tablo 7.1.1). Gıda varsayımındaki bu güncellemenin 2012 yılsonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,15 puan düşürücü yöndedir. Ayrıca, küresel ekonomideki yavaşlamanın orta vadede tarımsal emtia fiyatlarındaki artışları da sınırlayacağı öngörülerek 2013 yılı için de gıda fiyatı varsayımı 0,5 puan aşağı yönlü güncellenmiştir.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

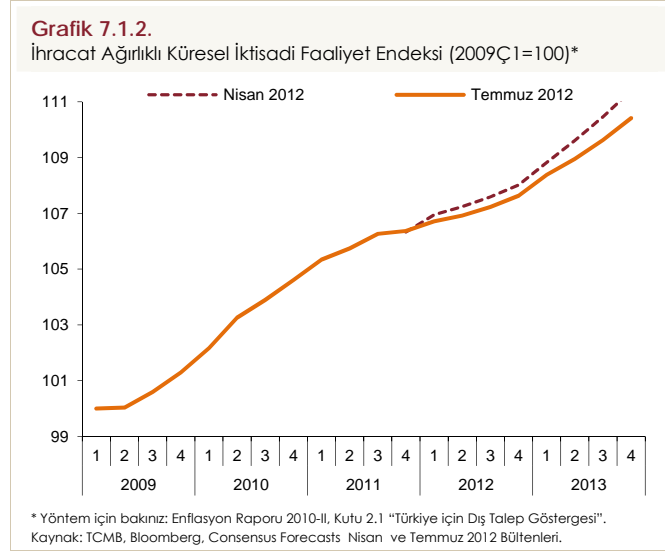
		Nisan 2012	Temmuz 2012
Çıktı Açığı	2012 Ç1	-1,20	-1,20
	2012 Ç2	-1,45	-1,45
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılısonu Yüzde Değişim)	2012-2013	7,5	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-0,7	-3,9
	2013	-0,7	-1,8
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	2012	120	110
	2013	115	100
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,4	1,1
	2013	2,4	2,1

Talep Koşulları

İktisadi faaliyet 2012 yılının ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep sınırlı ölçüde artarken, net dış talep yıllık büyümeye olumlu katkı vermiş; böylece iç ve dış talep arasındaki dengelenme güçlenerek devam etmiştir. Yılın ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, 2011 yılı ilk çeyreğinden itibaren gözlenen ivme kaybının devam ettiğine işaret etse de; ikinci çeyreğe ilişkin göstergeler, bu olumsuz seyrin kalıcı olmayacağını göstermektedir. Nitekim sanayi üretimi Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyreğe göre güçlü bir artış kaydetmiştir. Bu güçlü toparlanmada zayıf geçen ilk çeyreğin telafisinin de etkili olduğu, bu nedenle iktisadi faaliyetteki ana eğilimin ılımlı seyrettiği düşünülmektedir.

Küresel büyüme görünümünün Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu yana daha olumsuz bir hal almasıyla, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2). Ancak, gerek dengelenmeye yönelik politikaların birikimli etkileri gerekse dış piyasalardaki pazar çeşitlendirmesi, küresel büyümedeki yavaşlamanın ihracat üzerindeki etkisini sınırlamıştır.

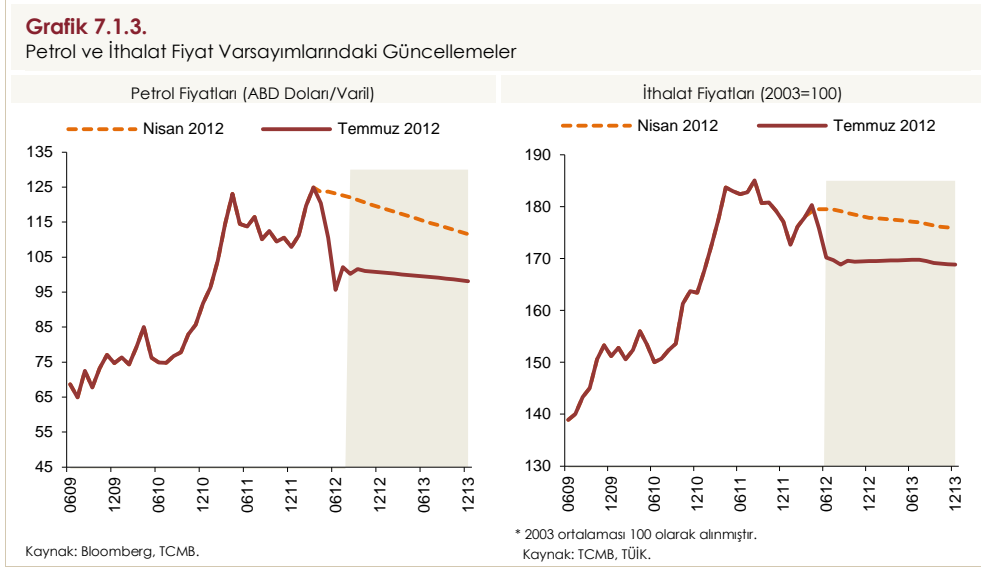
Bu gelişmeler doğrultusunda, 2012 yılı ilk iki çeyreği için çıktı açığı tahminleri geçen Rapor dönemine göre değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.1).



İthalat Fiyatları

2012 yılının ikinci çeyreğinde temelde küresel büyüme görünümündeki bozulma ve talep yönlü gelişmeler kaynaklı olarak petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlara kıyasla daha düşük seviyelerde seyretmiştir. Bu doğrultuda, Nisan Enflasyon Raporu'nda 2012 yılı için 120 ABD doları olarak varsayılan yıllık ortalama petrol fiyatları 110 ABD dolarına çekilmiştir. Bu güncelleme temelde, yılın ilk yarısında 114 ABD doları olarak gerçekleşen ortalama petrol fiyatına ilişkin ikinci yarı tahmininin 105 ABD doları civarına gerilemesinden kaynaklanmıştır. 2013 yılı için ise ortalama petrol fiyatının 100 ABD doları olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.3).

İthalat fiyatları genelinde de petrol fiyatlarındakine benzer olumlu bir seyir gözlenmiştir. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2012 yılında ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının 2011 yılına göre ortalama yüzde 3,9 oranında düşeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2012 yılı için yaptığımız ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.3). Bu güncelleme, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda ithalat fiyatlarının yurt içine yansımaları 2012 yılsonu tahminini 0,15 puan düşürücü yönde etkilemiştir.

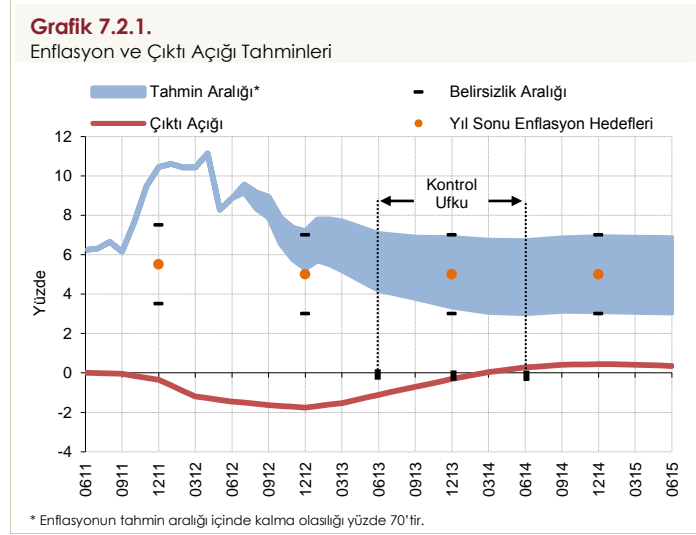


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

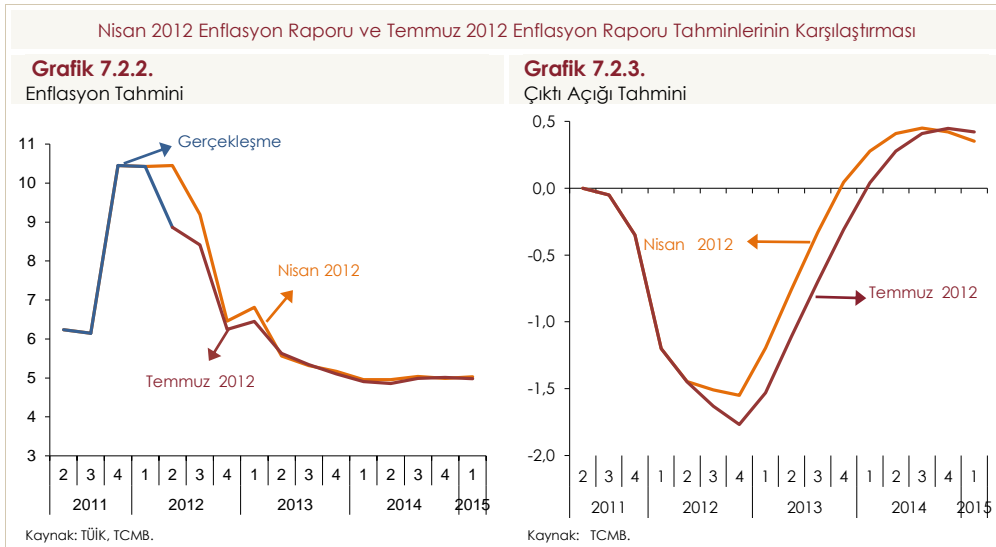
Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için OVP projeksiyonları esas alınmıştır. Bu çerçevede, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yılın ikinci yarısında önemli bir değişim göstermediği bir çerçeve temel alınmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde tütün ürünlerinden alınan vergilere ilişkin yapılan düzenlemeler çerçevesinde, tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit tutulacağı, 2013 yılının ilk ayında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon tahminleri üretilirken, para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise geçtiğimiz raporda olduğu gibi yılsonunda yüzde 14 civarında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,1 aralığında (orta noktası yüzde 6,2), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

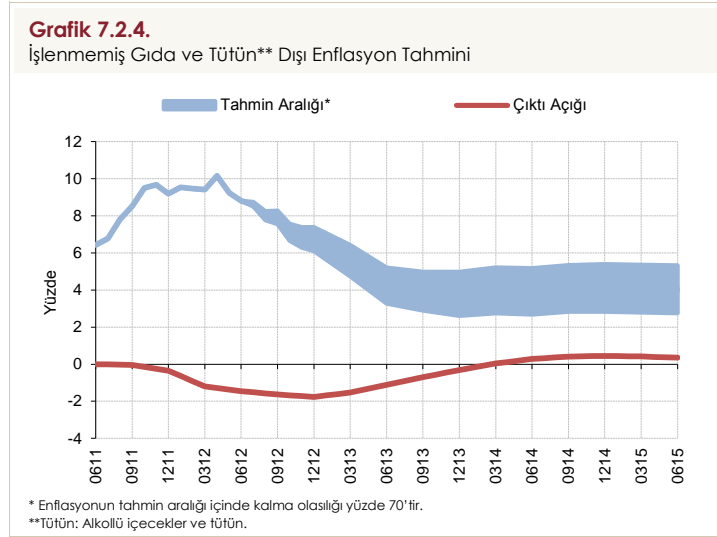


Sonuç olarak enflasyonu etkileyen unsurlardaki olumlu gelişmelere bağlı olarak 2012 yılsonu enflasyon tahmini bir önceki rapora kıyasla 0,3 puan aşağı çekilmiştir (Grafik 7.2.2). Güncellenen tahminler, enflasyonun Temmuz ayında sınırlı bir miktar yükseldikten sonra düşüşe geçeceğine işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği ve 2012 yıl sonunda enflasyonun yüzde 6,2 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Son dönemde açıklanan verilerin Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük ölçüde uyumlu seyretmesi nedeniyle 2012 yılının ilk yarısına dair çıktı açığı tahminlerinde değişiklik yapılmamıştır. Öte yandan, küresel ekonomideki zayıf seyre bağlı olarak, 2012 yılı ikinci yarısından itibaren talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin bir önceki rapora kıyasla sınırlı ölçüde arttığı bir çerçeve esas alınmıştır (Grafik 7.2.3).

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemeyen 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 6,0 düzeyinde gerçekleşeceği, tütün ve alkollü içecekler grup fiyatlarının ise 2012 yılı boyunca sabit kalacağı 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 eğilimine devam edeceği, orta vadede yüzde 5 seviyesine yakın düzeylerde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



Açıklanacak her türlü yeni verinin 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.

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 sınırlı miktarda üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1).

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı sonu	6,25	6,98	5,0
12 Ay Sonrası	5,53	6,78	5,0
24 Ay Sonrası	4,90	6,33	5,0

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

7.3. Riskler ve Para Politikası

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının uzun bir müddet düşük seviyelerde kalacağı beklentisi alternatif getiri arayışını canlı tutmaktadır. Öte yandan, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme görünümündeki zayıflama küresel risk iştahının yeni haberlere duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir. Böyle bir konjunktürde, para politikasının her iki yönde de esnekliğini koruması önem taşımaktadır.

Küresel büyüme görünümünün daha da zayıflaması durumunda gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitme olasılığı bulunmaktadır. Böyle bir gelişme 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 aracılığı ile sıkılaştırmaya

gidebilecek ve zorunlu karşılıklara ilişkin oluşturduğu mekanizmayı aktif olarak kullanarak Türk lirası zorunlu karşılıklar için döviz tutma imkânını daha yüksek katsayılarla uygulayabilecektir.

Euro Bölgesi'nde bankacılık, hane halkı ve kamu kesiminde aynı anda devam eden bilanço düzeltme süreci ve çözüme yönelik kurumsal mekanizmaların yeterince hızlı işlememe riski, bölgedeki sorunların daha da derinleşmesi olasılığını canlı tutmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi ve küresel finans piyasalarında yeni bir çalkantının ortaya çıkması durumunda, ilk planda sermaye hareketlerini dengelemek amacıyla faiz koridoru aracılığıyla etkin bir likidite yönetimi uygulanabilecek; izleyen aşamalarda ise zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçları kullanılarak bankacılık sistemini rahatlatıcı tedbirler alınabilecektir.

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.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru emtia fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, jeopolitik ve arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, son dönemde tarımsal emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar işlenmiş gıda fiyatlarına dair risk oluşturmaktadır. Emtia fiyatlarından kaynaklanan risklerin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerine tepki vermeyecek, ancak beklentilerin ve fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

İşlenmemiş gıda fiyatları ise Nisan Enflasyon Raporu'nda da vurgulandığı gibi 2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Tahminler üretilirken, temkinli bir yaklaşımla, bu grupta yılın ilk yarısında gözlenen olumlu fiyat hareketlerinin ikinci yarıda büyük ölçüde geri alınacağı varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması fiyatlama davranışlarına dair temkinli bir duruş gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve toplam talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde fiyatlama davranışları dikkatle izlenecektir.

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 bütçe dengesinde yılın ikinci yarısında ek bir bozulma olmayacağı 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.

Son yıllarda uygulanan ihtiyatlı maliye politikalarının önümüzdeki dönemde de devam etmesi küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından 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.