

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

2015 yılının ilk çeyreğinde küresel finans piyasalarında döviz kurları ve sermaye akımlarında önemli ölçüde oynaklık kaydedilmiştir. Fed'in faiz artırım sürecine dair belirsizlikler ve Euro Bölgesi'nde toparlanmaya ilişkin endişelerin devam etmesi, gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarının beklentilerin altında kalması ve bazı jeopolitik gelişmelerden dolayı risk endeksleri dalgalı bir seyir izlemiştir. Fed'in para politikasında beklenen normalleşme süreci, diğer taraftan Euro Bölgesi ve Japonya'da ekonomiyi destekleyecek nicel genişleme politikalarının sürdürülmesi bu dönemde ABD dolarının birçok para birimine karşı belirgin şekilde değer kazanmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, düşük seyreden ham petrol fiyatlarının Türkiye'nin enflasyon ve dış denge görünümüne olumlu katkı sağlaması, yüksek küresel belirsizlik ortamında Türkiye'ye ilişkin risk algılamasının yataya yakın seyretmesine yardımcı olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde yurt içindeki finansal değişkenler de 2015 yılının ilk çeyreğinde oynak bir seyir takip etmiştir.

Enflasyon

Yıllık tüketici enflasyonu, 2015 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,6 puan gerileyerek yüzde 7,61 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonun yılın ilk üç ayındaki gelişmeleri, geçtiğimiz Rapor'da verilen tahminlerin bir miktar üzerinde kalmıştır. Enflasyondaki düşüşte temel mal grubu fiyatlarındaki baz etkisi belirleyici olurken, olumsuz arz koşullarının gıda fiyatlarında süregelen etkisi ve bunun yemek hizmetleri fiyatlarına yansımaları ise enflasyonu olumsuz etkileyen başlıca unsur olmuştur. Uluslararası petrol fiyatlarının Şubat ayından itibaren yukarı yönlü hareket etmesi nedeniyle petrol fiyatlarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisi bir ölçüde sınırlanmıştır. Ayrıca, ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarındaki yavaşlama ve toplam talepteki zayıf görünüm nedeniyle, birinci çeyrekte Türk lirasında kaydedilen değer kaybının enflasyona yansımaları geçmiş dönemlere kıyasla daha sınırlı olmuştur. Temel mal grubu fiyatlarındaki olumlu görünüme karşın, enflasyon beklentileri ve manşet enflasyonda henüz belirgin bir düzeltme gözlenmemesi hizmet enflasyonundaki yavaşlama sürecini geciktirmektedir.

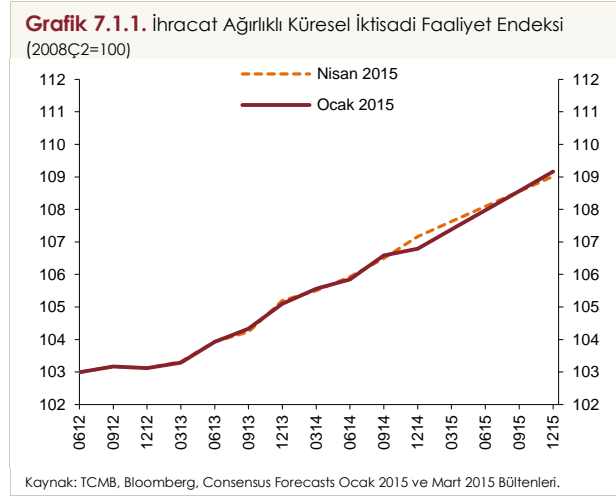
Talep Koşulları

2014 yılı son çeyreğinde GSYİH önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 2,6 oranında artmış, böylelikle yıllık GSYİH büyümesi 2014 yılında yüzde 2,9 olmuştur. Geçmiş dönemlere ait verilerin yukarı yönlü güncellenmesinin de etkisiyle 2014 yılının son iki çeyreğine dair çıktı açığı da yukarı yönlü olarak güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3). Talep tarafından bakıldığında, yılın son çeyreğinde toplam talep kompozisyonunun yurt içi talep lehine değiştiği görülmektedir. Yılın ilk üç çeyreğindeki pozitif

katkının aksine son çeyrekte net ihracat yıllık büyümeye negatif katkı yaparken, nihai yurt içi talebin katkısı özellikle özel tüketim kaynaklı olarak önceki iki çeyreğe kıyasla belirgin şekilde artmıştır.

2015 yılı ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetin zayıf bir görünüm sergilediğini göstermektedir. Nitekim, sanayi üretimi Ocak-Şubat döneminde 2014 yılı son çeyreğine kıyasla değişmezken, anket göstergeleri Mart ayında zayıf bir üretim düzeyine işaret etmektedir. Mevcut göstergeler ilk çeyrekte hem iç talepte hem de dış talepte azalışa işaret ederken dış talepteki azalışın daha kuvvetli olduğu dikkat çekmektedir. Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin daha düşük bir ivmeyle artış kaydettiği bir görünüm öngörülmekte olup, bu döneme ait çıktı açığı varsayımı da bu görünüme uygun şekilde aşağı yönlü olarak güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

Dış talep 2014 yılının ikinci yarısında küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak zayıflamıştır. Altın hariç ihracat 2014 yılının son çeyreğinde sınırlı oranda artmışken, 2015 yılının ilk çeyreğinde belirgin bir düşüş kaydetmiştir. Dış talep açısından jeopolitik gelişmelerden kaynaklanabilecek aşağı yönlü riskler önemini sürdürmekle birlikte, Avrupa'daki toparlanma işaretleri önümüzdeki dönemde dış talebi destekleyecek bir unsur olabilecektir. Nitekim, ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi bir önceki döneme kıyasla sınırlı ölçüde iyileşmiştir (Grafik 7.1.1). Bu gelişmelere bağlı olarak 2015 yılında iç talebin dış talebe kıyasla daha güçlü olacağı bir görünüm beklenmektedir.

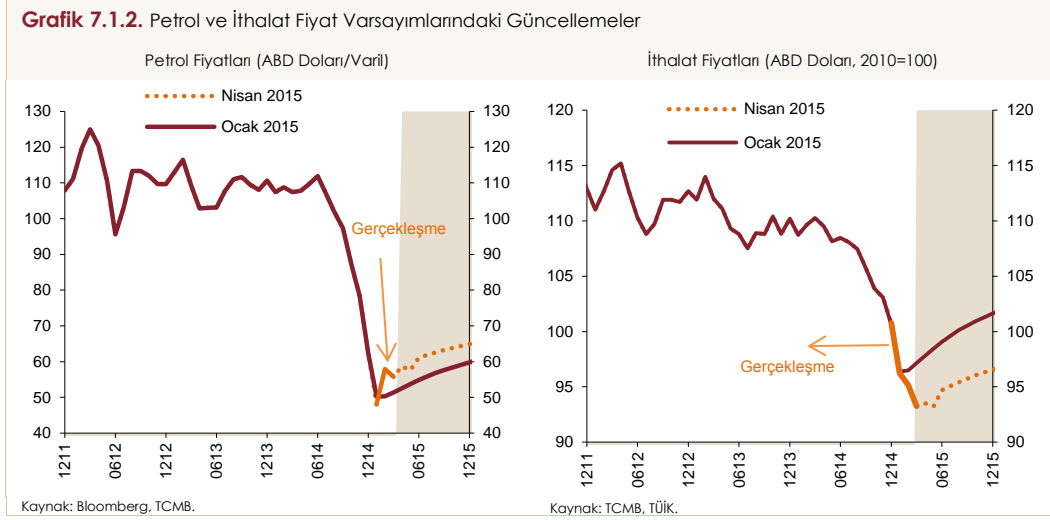


Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın ilk çeyreğinde petrol fiyatları bir önceki Rapor'da öngörülen patikanın üzerinde gerçekleşirken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ise öngörülen patikanın altında gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.2). Bu çerçevede, ortalama petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı geneli için yüzde 9, 2016 yılı için ise yüzde 5'e yakın bir oranda yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1). Diğer taraftan, ithalat fiyatlarına dair varsayımlarda da aşağı yönlü bir güncelleme yapılmıştır.

2015 yılı ilk çeyrek enflasyonunun bir önceki Rapor'da sunulan tahminlerin üzerinde gerçekleşmesinde önemli rol oynayan petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü güncellenmenin, yılın geri kalanında da ithal fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeye göre daha belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Gıda fiyatlarında yılın ikinci yarısında özellikle işlenmemiş gıda kaynaklı bir

düzeltilme olma olasılığı göz önüne alınarak, 2015 yıl sonu enflasyon varsayımı yüzde 9 olarak korunmuştur.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma 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.

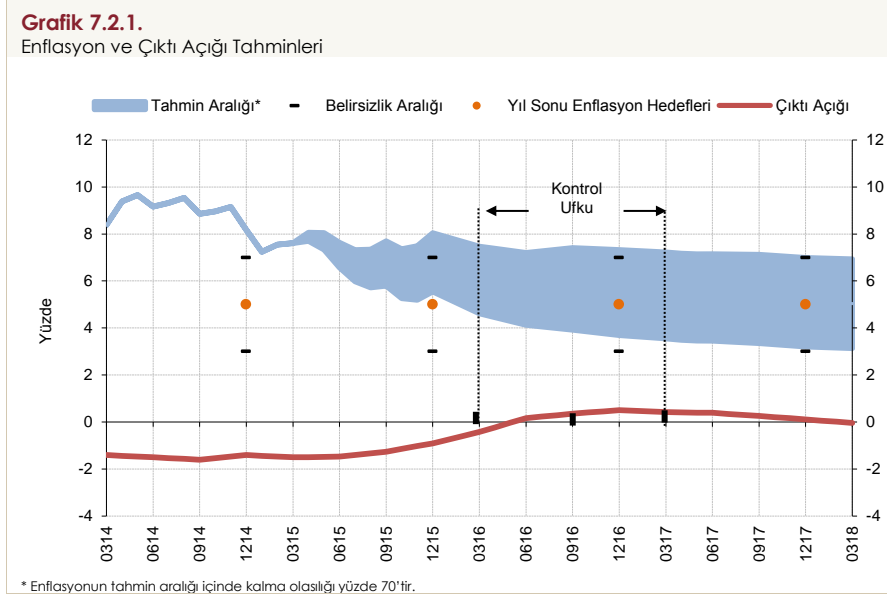
Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ocak 2015	Nisan 2015
Çıktı Açığı	2014 Ç4	-1,55	-1,40
	2015 Ç1	-1,50	-1,70
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2015	9,0	9,0
	2016-17	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	-7,3	-11,1
	2016	4,5	2,7
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2015	55	60
	2016	64	67
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	1,9	2,0
	2015	2,0	1,9

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, alınan makro ihtiyati tedbirlerin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının geldiği makul seviyelerin 2015 yılında devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 5,6 ile yüzde 8,0 aralığında (orta noktası yüzde 6,8), 2016 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,5) gerçekleşeceği

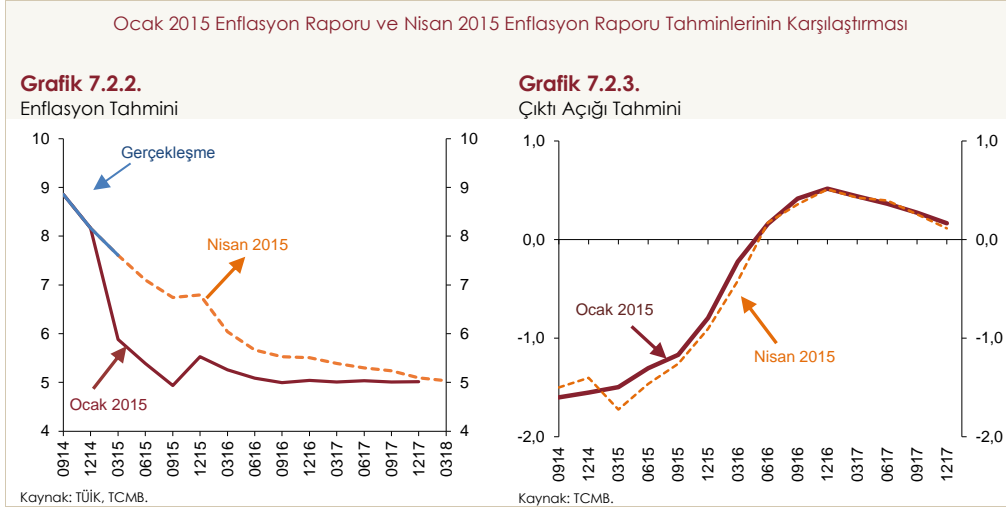
tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



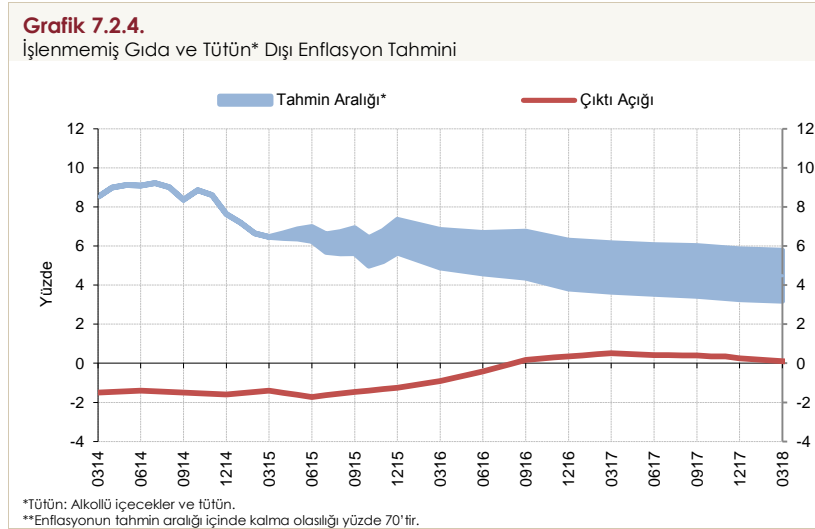
Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 1,3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellemede, petrol fiyatları ile Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülenden yüksek gerçekleşmiş olması belirleyici olmuştur. Bu çerçevede, petrol fiyatlarındaki güncellenmenin ve Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki hareketlerin yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde sırasıyla 0,4 ve 1 puanlık yükseltici etki yapacağı değerlendirilmektedir. İktisadi faaliyette ve çıktı açığında aşağı yönde yapılan güncellenmenin ise 2015 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan düşürücü etkisi olmuştur. Ayrıca, geçtiğimiz Rapor'da yüzde 5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 5,5'e çekilmiştir. Bu değişikliğin 0,3 puanı yakın dönemde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında yaşanan gelişmelerin gecikmeli etkilerine, 0,2 puanı ise 2016 yılı için petrol fiyatlarında yapılan yukarı yönlü güncellemeye atfedilmektedir.

Baz etkileri enflasyonun 2015 yılı kalanındaki seyri üzerinde belirleyici olmaya devam edecektir. Ağustos ayından sonra baz etkilerinin yıllık enflasyonu yükseltici yönde olacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede yıllık enflasyonun yılın üçüncü çeyreğine kadar gerileyeceği, dördüncü çeyrekte ise bir miktar yükselerek yüzde 6,8 civarında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Güncellenen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.3'te sunulmaktadır. 2014 yılının üçüncü ve dördüncü çeyrek milli gelir gerçekleştirmeleri bir önceki Rapor döneminde öngörülenden daha olumlu olduğundan, bu çeyreklere ilişkin çıktı açığı değerleri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2015 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler ve öncü göstergeler yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre iç talebi etkileyen faktörlerin daha zayıf seyrettiğine işaret etmektedir. Bu nedenle, 2015 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri, yılın ilk iki çeyreğinde daha belirgin olmak üzere, Ocak Enflasyon Raporu tahminlerine göre sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir. Yukarıda da belirtildiği gibi, söz konusu güncellenmenin bir önceki Rapor'a göre 2015 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan aşağı çekeceği tahmin edilmektedir.



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeden 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 Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2015 Yıl Sonu	6,8	7,3	5,0
12 Ay Sonrası	5,9	6,9	5,0
24 Ay Sonrası	5,3	6,6	5,0

*Nisan ayı anket verileri.

**2015-2016 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.