

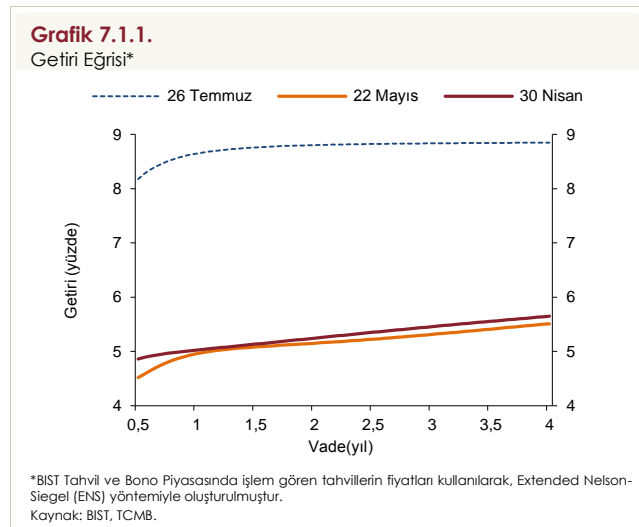
7. Orta Vadeli Öngörüler

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

Mayıs ayında, yapılan faiz indirimleri ve kredi not artırımına bağlı olarak tüm vadelerdeki getirilerde gözlenen aşağı yönlü hareket, küresel belirsizliklerdeki artışla beraber ay sonunda tersine dönmüş ve getiri eğrisi yukarı doğru kaymıştır (Grafik 7.1.1). Bu dönemde TCMB gerek döviz kurundaki oynaklığın artması gerekse kredi büyümesinin yüksek seyretmesi sebebiyle ek parasal sıkılaştırmaya başvurmuş, bunun yanı sıra döviz satım ihaleleri açmıştır. Temmuz ayı PPK toplantısında finansal istikrarı desteklemek ve fiyatlama davranışları üzerindeki yukarı yönlü riskleri sınırlamak amacıyla ölçülü bir parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. Bu doğrultuda, faiz koridorunun üst sınırı 75 baz puan artırılmış ve gerekli görüldüğünde ek parasal sıkılaştırmaya gidileceği vurgulanmıştır. Ayrıca, ek sıkılaştırma dönemlerinde faiz koridoru ve likidite politikasının etkisini güçlendirmek amacıyla bazı ilave düzenlemeler yapılmıştır.



Enflasyon

2013 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 8,3 oranına yükselmiş ve Nisan Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarının yılın ilk çeyreğinin ardından ikinci çeyrekte de öngörülenin üzerinde artması belirleyici olmuştur. Bu dönemde temel mal grubu yıllık enflasyonunda azalış eğilimi sürmüştür, hizmet enflasyonunda ise beklenenden daha yüksek bir artış gözlenmiştir. Hizmet enflasyonundaki bu gelişmenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,1 puan artırıcı yönde olmuştur. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın sınırlı olması enflasyon görünümüne olumlu katkı sunmaya devam etmiş, aynı dönemde maliyet yönlü baskıların da zayıf seyri ile temel enflasyon göstergeleri ılımlı bir görünüm sergilemiştir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarında geçen yıl sonuna kıyasla gözlenen yukarı yönlü hareket devam etmiş, yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel etkilerden arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatları temelde taze meyve ve sebze fiyatlarındaki hareketler sonucu yükselmiştir. Bununla birlikte, işlenmemiş gıda fiyatlarının oynaklığı göz önüne alınarak 2013 yıl sonu için gıda fiyat artış oranına dair varsayım Nisan Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Nisan 2013	Temmuz 2013
Çıktı Açığı	2013 Ç1	-2,0	-2,0
	2013 Ç2	-1,8	-2,0
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2013-2015	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2013	-1,4	-1,3
	2014	-	-1,7
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2013	103	107
	2014	98	102
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2013	1,6	1,2
	2014	2,5	2,4

Talep Koşulları

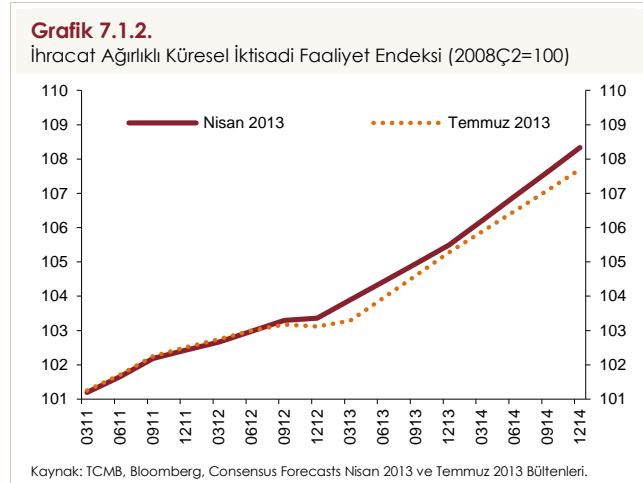
2013 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. İlk çeyrekte dönemlik bazda GSYİH'de gözlenen artışta, nihai yurt içi talep önemli bir rol oynamıştır. Öte yandan, zayıf küresel talebe paralel olarak ihracat yatay seyrederken

ithalat önemli bir artış göstermiştir. Yılın ikinci çeyreğine dair açıklanan veriler ise tüketim talebindeki ılımlı artışın sürdüğüne işaret etmektedir.

Son dönemde küresel likidite koşullarındaki değişime paralel olarak finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, yılın ikinci yarısında iç talebin bir önceki Rapor döneminde öngörülene kıyasla daha zayıf seyretmesine neden olabilecektir. Nitekim, yakın dönemde firmaların iç piyasa sipariş beklentilerinde yılın ikinci çeyreğine göre bir miktar bozulma gözlenmektedir.

2013 yılının ikinci çeyreğinde dış talep zayıf seyrini korumuştur. Bu dönemde Euro Bölgesi iktisadi faaliyetindeki yavaşlama devam ederken küresel büyümeye ilişkin tahminler aşağı çekilmiştir. Bu çerçevede ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi de sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2)

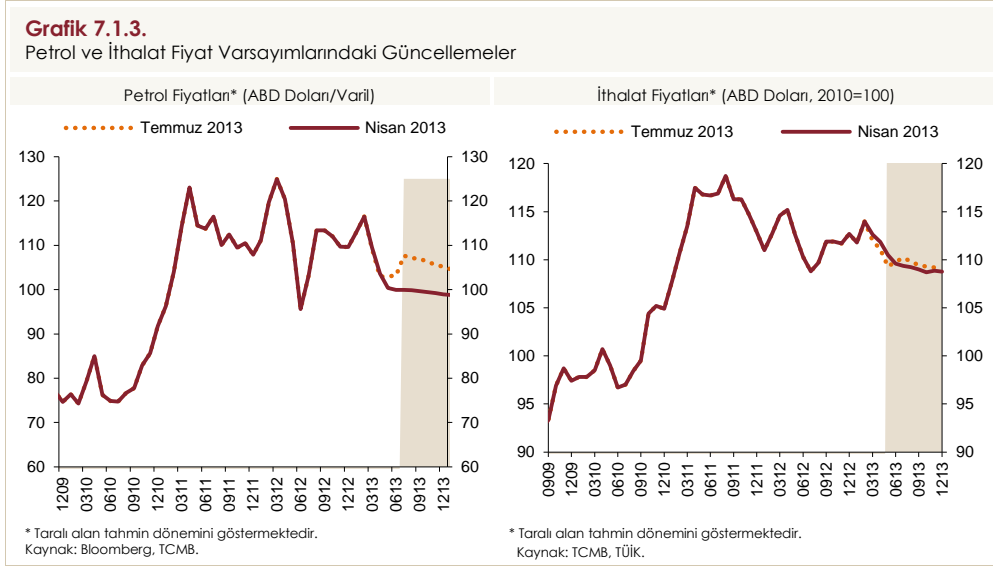
İç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, tahminler üretilirken toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüğe katkısının bir önceki rapor dönemine kıyasla sınırlı ölçüde arttığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu güncelleme iktisadi faaliyetin enflasyon üzerindeki etkilerinin genelde gecikmeli olarak ortaya çıkması nedeniyle 2013 yıl sonu enflasyon tahminlerini etkilemezken 2014 yıl sonu enflasyon öngörülerinde 0,1 puan düşürücü etkide bulunmuştur.



İthalat Fiyatları

Yılın ikinci çeyreğinde ithalat fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlarla uyumlu seyrederken petrol fiyatları öngörülerin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.3). Bu çerçevede, Nisan Enflasyon Raporu'nda 103 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı Temmuz

ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde güncellenerek 107 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1). Bu dönemde, küresel gelişmelere bağlı olarak Türk lirasında gözlenen değer kaybı, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının bir önceki Rapor dönemine göre daha yüksek gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan, 2014 tahminini ise 0,2 puan yukarı yönlü etkilemiştir.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

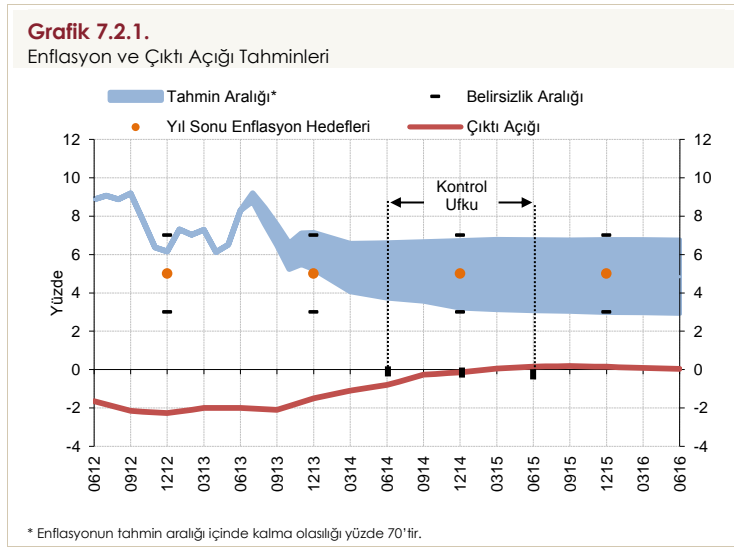
Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik bir fiyat ayarlamasının yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yılın ilk yarısına kıyasla önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken yakın dönemde küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizlik ve zayıflayan sermaye akımları karşısında para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruduğu bir çerçeve esas alınmıştır. Bu doğrultuda likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu, faiz koridorunun

gerektiğinde aktif olarak kullanıldığı ve kredilerin yıllık büyüme oranının 2014 yılının ortalarında yüzde 15 düzeyine indiği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 5,2 ile yüzde 7,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,2), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

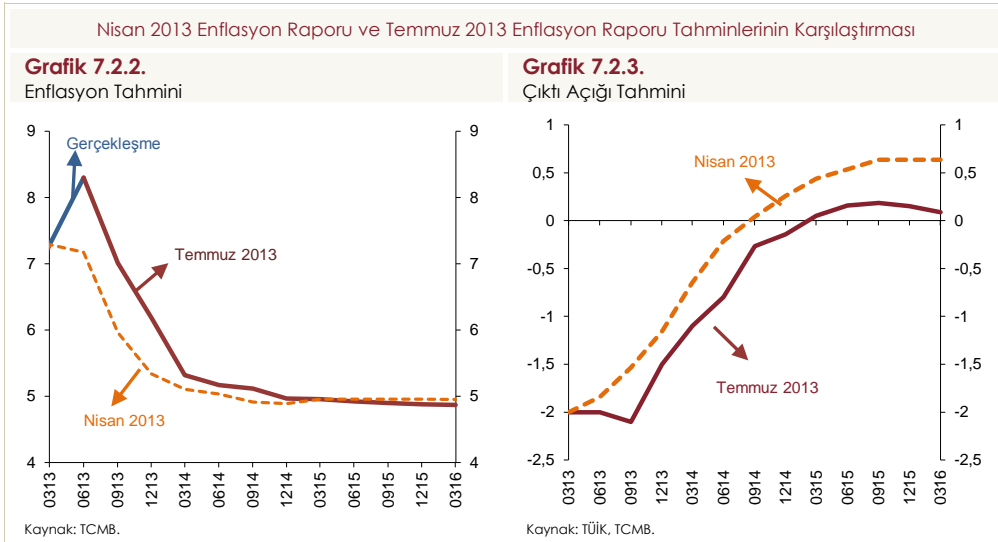


Sonuç olarak, temelde döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak enflasyon tahminleri Nisan Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenmiştir. Maaliyet yönlü bu unsurların 2013 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki yükseltici etkisinin 0,8 puan, 2014 yıl sonu tahminine yansımalarının ise 0,2 puan olması beklenmektedir. Ayrıca hizmet grubu fiyatlarındaki gelişmeler de 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan arttırmıştır (Grafik 7.2.2). Böylece, 2013 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor'a göre 0,9 puan yukarı çekilmiştir. Bu gelişmeler çıktı açığındaki aşağı yönlü güncellemeyle birlikte değerlendirildiğinde, 2014 yıl sonu tahminindeki güncelleme 0,1 puan ile sınırlı kalmıştır.

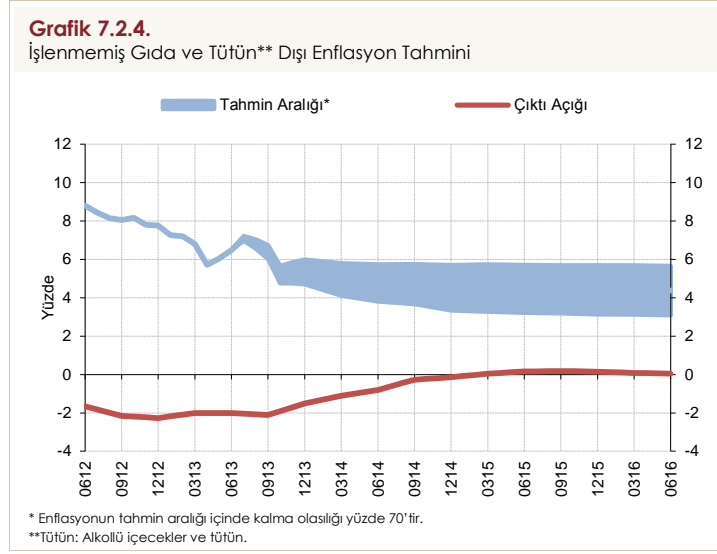
Enflasyonun kısa vadede enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir (Grafik 7.2.1). Bu çerçevede yıllık enflasyonun Temmuz ayında artış gösterdikten sonra Ağustos ayından itibaren aşağı yönlü bir eğilim göstereceği tahmin edilmektedir. Yıl sonunda enflasyonun hedefin üzerinde olması beklense de, enflasyondaki düşüşün 2014 yılı ilk çeyreğinde belirginleşeceği öngörülmektedir. Bu gelişmede Ocak ayında tütün

fiyatlarında gözlenen yüksek artışın yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan kalkması belirleyici olacaktır. Özetle, 2014 yılının başlarında enflasyonun hedefle uyumlu seviyelere geleceği tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.3'de çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. 2013 ilk çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri Nisan Enflasyon Raporuyla uyumlu gerçekleşmiştir. Bu nedenle, 2013 yılı ilk çeyreğine ait çıktı açığı bir önceki Rapor'daki seviyesi korunmuştur (Tablo 7.1.1). Ancak, yakın döneme dair veriler doğrultusunda çıktı açığı tahminleri, yılın ikinci çeyreğinden itibaren aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3).



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 2013 yılı üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde temelde enerji grubundaki baz etkisine bağlı olarak düşüş eğiliminde olacağı tahmin edilmektedir. 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 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 Nisan ayına kıyasla 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 Yılı sonu	6,2	7,2	5,0
12 Ay Sonrası	5,2	6,4	5,0
24 Ay Sonrası	4,9	6,1	5,0

*Temmuz ayı anket verileri.

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

Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Küresel ekonomideki kırılganlığa ve küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizliklere bağlı olarak sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etmesi esnek bir politika çerçevesini gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde küresel likidite koşulları para politikası üzerinde belirgin rol oynayacaktır. TCMB'nin makro finansal riskleri dengelemeye yönelik tasarladığı

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

Mevcut durumda küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler istikrarlı bir görünüm çizmezken, gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin uzun süre devam etmesi halinde önümüzdeki dönemde risk iştahının dalgalı bir seyir izlemesi ve sermaye akımlarındaki zayıf seyrin sürmesi beklenebilir. Bu durum enflasyon ve finansal istikrar görünümü üzerinde risk oluşturabilecektir. TCMB böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde döviz kurundaki aşırı oynaklığı azaltmak amacıyla faiz koridorunu ve diğer para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanacaktır.

Öte yandan, küresel ekonomideki toparlanmanın gecikmesi ve bunun sonucunda gelişmiş ülke merkez bankalarının uzunca bir süre miktarsal genişlemeye devam etmesi de aşağı yönlü bir risk olarak önemini korumaktadır. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları bir süre için tekrar hızlanabilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde TCMB Türk lirası likiditesini bollaştırarak kısa vadeli faiz oranlarını düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması aracılığıyla hızlı sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlayacaktır.

Son dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde sınırlı da olsa bir bozulma dikkat çekmektedir. Enflasyonu artıran birden fazla unsurun aynı dönemde ortaya çıkması enflasyon beklentilerinin yükselmesine neden olmuştur. İşlenmemiş gıda grubundaki fiyat artışları, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve döviz kurunda gözlenen oynaklık kısa vadede enflasyonu olumsuz etkilemeye devam edebilecektir. Her ne kadar bu etkilerin geçici olması beklense de gıda fiyatlarındaki düzeltmenin beklenenden daha geç gerçekleşmesi veya piyasalardaki oynaklığın bir müddet daha sürmesi olasılık dahilindedir. Bu riskler karşısında TCMB, enflasyon görünümü hedeflerle uyumlu olana kadar temkinli duruşunu koruyacak ve fiyatlama davranışlarını yakından izleyerek gerektiğinde para politikasının duruşunu daha da sıkılaştıracaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Raporda baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki

dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülme­yen 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.

