

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

2011 yılının ikinci çeyreğine ilişkin olarak açıklanan GSYİH verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümden daha olumlu gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde yurt içi talep beklenenden daha sınırlı bir yavaşlama kaydetmiş ve büyümenin temel belirleyicisi olmuştur. Bunun yanında, dış talep zayıf seyrini korumuştur. Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ihracat yatay bir seyir izlerken ithalat bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Böylece, yılın ikinci çeyreğinde net ihracatın katkısı dönemlik bazda pozitif olmuştur.

2011 yılının üçüncü çeyreğinde Türk lirasında yaşanan değer kaybı enflasyona etki eden başlıca unsur olmuştur. Bunun yanında, altın fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar da tüketici enflasyonunu yükseltici etki yapmıştır. Döviz kurlarında yaşanan gelişmeler özellikle temel mal fiyatları üzerinde etkili olmuş, hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur. Öte yandan gıda grubu enflasyonunda baz etkisiyle belirgin bir azalış gözlenmiştir. Sonuç olarak, enflasyon yataya yakın bir seyir izlemiştir.

2011 yılının üçüncü çeyreğinde ithal girdi maliyetleri artmaya devam etmiştir. Bu dönemde, uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarında bir önceki çeyreğe göre gözlenen gerilemeye karşın Türk lirasının değer kaybetmesi yurt içi akaryakıt, katı yakıt ve tüp gaz fiyatlarında artışa yol açmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde söz konusu etkilerin temel mal fiyatları üzerine yansımaları da devam etmiştir. Temel mal fiyatlarındaki gelişmelere paralel olarak, söz konusu dönemde, H ve I temel fiyat göstergelerinin yıllık artış oranındaki yukarı yönlü eğilim sürmüştür (Grafik 3.1.15). TCMB bünyesinde takip edilen alternatif temel enflasyon göstergelerinde de bir önceki çeyreğe kıyasla daha yüksek bir ana eğilim görülmektedir (Grafik 3.1.18).

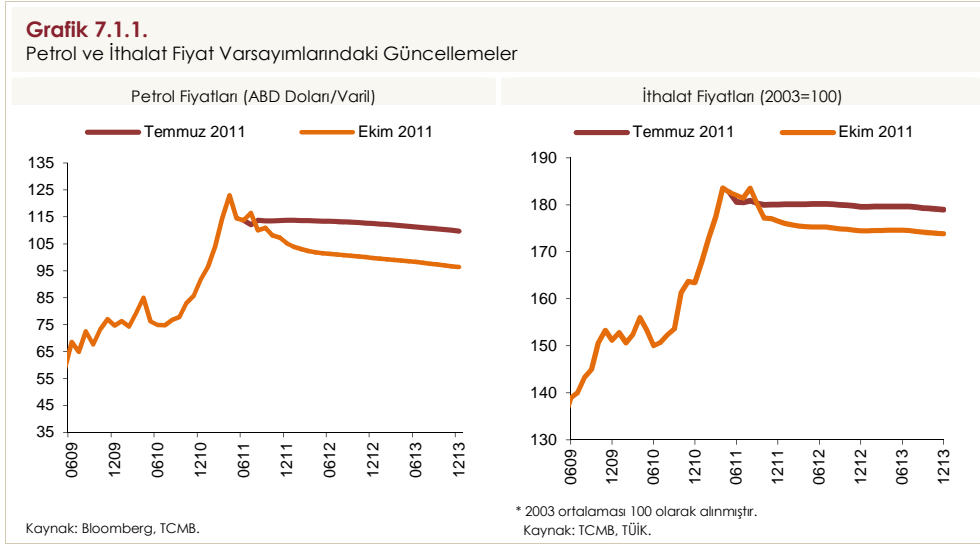
Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Temmuz 2011	Ekim 2011
Çıktı Açığı	2011 Ç2	-1,1	-0,4
	2011 Ç3	-0,8	-0,7
	2012 Ortalama	-0,01	-1,08
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2011-2013	7,5	7,5
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	15,4	15,2
	2012	0,6	-1,9
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	2011	115	110
	2012	115	100
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	2,51	2,45
	2012	2,88	2,26

Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2011 ve sonrası için vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak petrol varil fiyatının 115 ABD doları olacağı varsayılmıştı. Yılın üçüncü çeyreğinde ham petrol fiyatlarının daha düşük bir seviyede seyrettiği göz önüne alınarak ham petrol varil fiyatı varsayımı 2011 yılı için 110 ABD doları olarak güncellenmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nda ithalat fiyatlarının 2011 yılında bir önceki yıla göre ortalama yüzde 15,4 oranında artacağı öngörülmüştü. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2011 yılında ithalat fiyatlarının ortalama yüzde 15,2 oranında artacağı varsayılmıştır (Grafik 7.1.1). Gıda enflasyonu varsayımımız ise 2011 ve sonrasına ilişkin yüzde 7,5 düzeyinde korunmuştur (Tablo 7.1.1).

Temmuz Enflasyon Raporu'nda tütün ürünleri fiyatlarının enflasyon hedefi ile uyumlu olarak yüzde 5,5 oranında artacağı ve enflasyona katkısının 0,3 puan civarında olacağı varsayılmıştı. Ancak, tütün ürünleri zammının varsayılanın oldukça üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle enflasyonu yaklaşık 0,9 puanlık yukarı yönlü etkileyeceği tahmin edilmektedir. Bu gelişme kısa dönemli enflasyon tahminlerine 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur (Tablo 1.3.1).

Daha önceki raporlarda doğalgaz ve elektrik fiyatlarında 2011 yılının ikinci yarısında artış görülebileceği belirtilmişti. Nitekim, 1 Ekim 2011 tarihinden itibaren doğalgaz ve elektrik tarifelerinde artışa gidilmiştir. Bu bağlamda, enerji grubu enflasyonunun Ekim ayında büyük oranda artış kaydedeceği ve bu artışın yıllık enflasyona yaklaşık 0,5 puan katkı yapacağı öngörülmektedir. Ancak, bu artış otomatik fiyatlama mekanizması dahilinde enflasyon tahminlerine daha önceden büyük ölçüde yansıtılmış olduğu için yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde önemli bir değişikliğe neden olmamıştır.

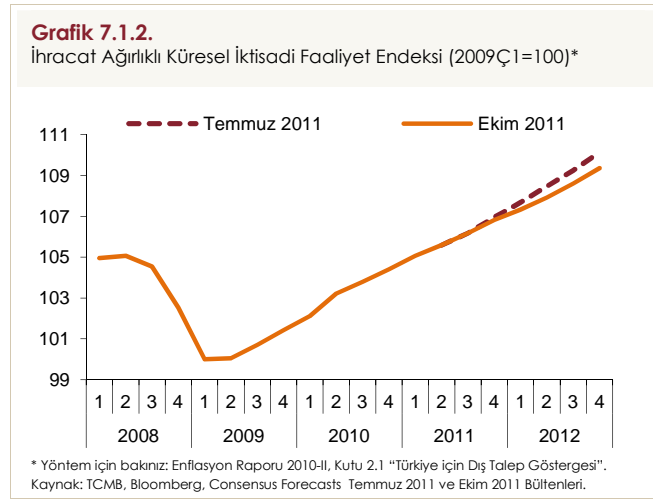


Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan veriler nihai yurt içi talepte ikinci çeyrekte başlayan yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketim malları üretimi yatay bir seyir izlerken tüketim malları ithalatı gerilemiştir. Ayrıca, tüketici güven endeksi gelişmeleri de yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamaya işaret etmektedir.

Öncü göstergeler üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın kalıcı bir eğilime dönüşmeyeceğine ve iktisadi faaliyetin ılımlı bir büyüme sürecine gireceğine işaret etmektedir. Gerek İYA sipariş göstergeleri gerekse PMI sipariş ve üretim göstergeleri önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyette ek bir daralma olmaksızın ılımlı artış eğiliminin devam edeceğine dair sinyaller içermektedir. İktisadi faaliyete ilişkin seçilmiş öncü göstergeler toplulaştırılarak oluşturulan endeksler de üçüncü çeyrekteki daralmanın kalıcı olmayacağına işaret etmektedir (Grafik 4.1.10).

2011 yılının ikinci çeyreğine ilişkin olarak açıklanan dış talep gelişmeleri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümden daha olumsuz gerçekleşmiştir. ABD ekonomisine ilişkin öncü göstergeler, 2011 yılı ikinci çeyreğinde gözlenen ılımlı büyüme eğiliminin üçüncü çeyrekte de devam ettiğine işaret etmektedir. Buna karşın, yılın üçüncü çeyreğinde Euro Bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler daha da yoğunlaşmış ve söz konusu sorunların bankacılık sektörüne de yansımaları güven kaybına yol açmıştır. Euro Bölgesine ilişkin öncü göstergeler, yılın ikinci çeyreğinde büyümede gözlenen yavaşlama eğiliminin üçüncü çeyrekte belirginleşeceğine işaret etmektedir. Söz konusu durum, küresel risk iştahının

gerilemesine neden olmuş ve görece kısıtlı olmakla beraber, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiler gözlenmeye başlamıştır. Dolayısıyla, son üç aylık dönemde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı önemli ölçüde yavaşlamış ve 2011-2012 yıllarına ilişkin küresel büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Dolayısıyla, baz senaryo tahminleri üretilirken dış talebin bir önceki rapor dönemine göre daha yavaş toparlanacağı öngörüsü çerçevesinde, dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2).



Özetle, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden daha olumlu gerçekleşmesi nedeniyle, çıktı açığı kısa vadede yukarı yönlü, sonraki dönemler için ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 2011 yılsonu enflasyon tahmininde kayda değer bir değişikliğe yol açmazken, 2012 yılsonu tahmini üzerinde 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur.

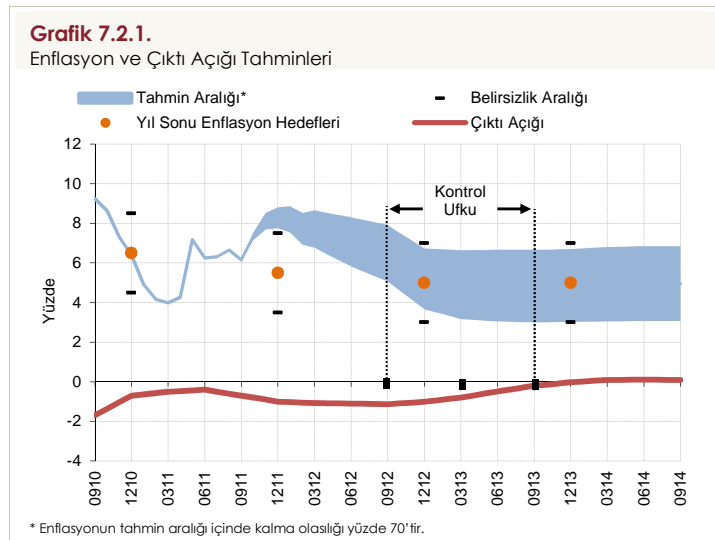
TCMB enflasyon hedeflemesi dahilinde orta vadeli enflasyon öngörülerini oluştururken yalnızca politika faiz oranlarını değil, aynı zamanda zorunlu karşılık oranlarını ve likidite yönetimi araçlarını da içeren bir politika bileşimini kullanmaktadır. Bu süreçte politika bileşiminin parasal ve finansal koşullar üzerindeki etkisi temelde krediler aracılığıyla gözlenmektedir. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri sunulurken kredi büyümesine ilişkin de belirli varsayımlar yapılmaktadır. Bu bağlamda, gerek TCMB'nin almış olduğu kararlar gerekse BDDK'nın çeşitli kredi türlerine yönelik yaptığı düzenlemeler, kredi büyümesinde yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen yavaşlamada belirleyici olmuştur. Dolayısıyla, üçüncü çeyrekte yıllık kredi büyüme hızı makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere yakınsamıştır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler üretilirken,

gerek süregelen para ve maliye politikalarının sıkılaştırıcı etkileriyle, gerekse BDDK'nın tüketici kredilerine ilişkin almış olduğu tedbirlerin yansımalarıyla, döviz kuru etkisinden arındırılmış olarak yıllık kredi artış hızının öngörüldüğü gibi yıl sonunda yüzde 25 seviyesine yaklaşacağı varsayılmıştır.

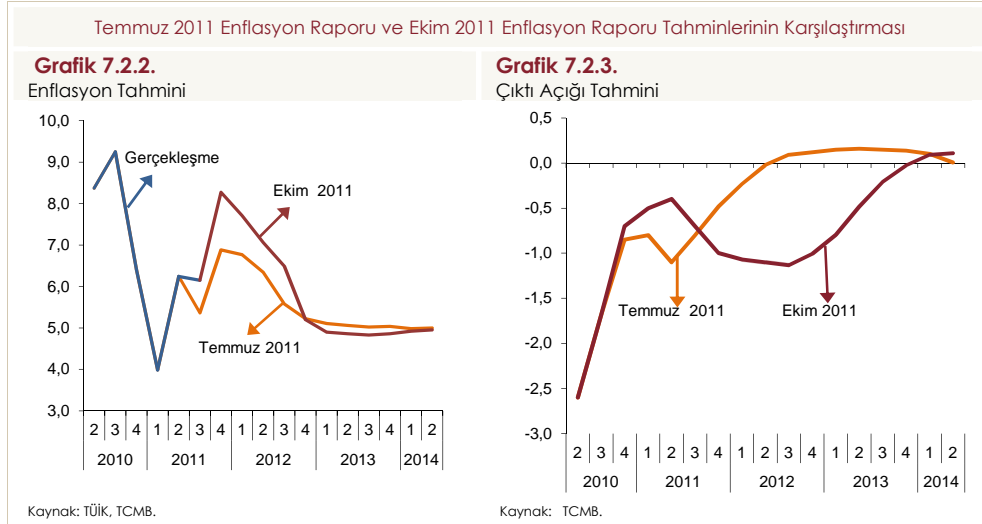
Son olarak, kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesiminin toplam talep üzerinde enflasyonist bir baskı yapmayacağı öngörülmektedir. Bunun yanında, tahminler üretilirken, risk priminde de önemli bir değişim olmayacağı varsayımı korunmuştur. Ayrıca, tahminler yapılırken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

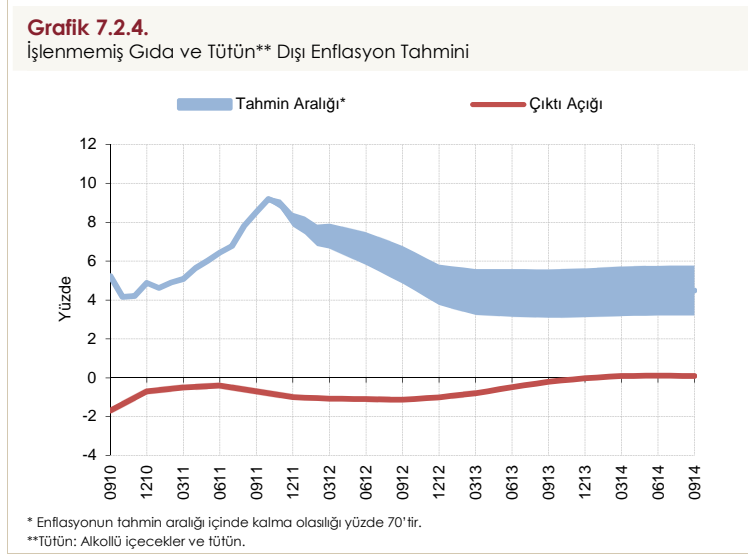
Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, tüketici kredilerinin yıllık büyüme hızının kademeli olarak yavaşlamaya devam ettiği ve Ekim ayında alınan politika tedbirleri çerçevesinde yılın son çeyreğinde parasal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma yapıldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 8,3), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



Özetle, 2011 yılsonu tahmini Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla belirgin olarak yukarı çekilirken (Grafik 7.2.2), bu güncelleme temelde döviz kuru ile yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanmıştır (Tablo 1.3.1). Söz konusu etkilerin, kalıcı bir enflasyon artışından ziyade enflasyonu geçici süre etkileyecek bir görece fiyat hareketini yansıttığı vurgulanmalıdır. Zira, TCMB'nin son dönemde verdiği güçlü politika tepkisi dahilinde yılın son çeyreği için varsayılan parasal sıkılaştırma, ikincil etkilerin ortaya çıkmasını engelleyecektir. Bunun yanı sıra, küresel ekonominin zayıf görünümü dikkate alındığında emtia fiyatlarının genel seyrinin de enflasyondaki düşüşü destekleyeceği öngörülmektedir. Bu görünüm altında, enflasyonun 2012 yılının başından itibaren kademeli olarak düşüşe geçeceği ve 2012 yılının sonunda hedefe yakın gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).



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. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2011 yıl sonu enflasyonunun yüzde 6 düzeyinde, tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise 2011 yıl sonu için, son dönemdeki vergi ayarlamaları ile birlikte, yüzde 15,3 olacağı 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 2011 yılının son çeyreğinden itibaren kademeli bir düşüş eğilimi göstererek 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 üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

Tablo 7.3.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yılı sonu	8,3	8,01	5,5
12 Ay Sonrası	6,1	6,84	5,1
24 Ay Sonrası	4,9	6,28	5,0

*Ekim 2. dönem anketi.

**2011-2013 dönemi yılsonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun kısa vadede hedefin üzerinde seyredecek olması enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. TCMB, Ekim ayı itibarıyla bu riskleri bertaraf etmeye yönelik bir politika duruşuna geçmiştir. Önümüzdeki dönemde de söz konusu riskler dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün bozulmaması için gerekli tedbirler alınacaktır.

Raporda orta vadeli görünüm sunulurken küresel iktisadi faaliyetin uzunca bir müddet zayıf seyredeceği ancak mevcut duruma kıyasla ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, küresel ekonomiye dair belirsizlikler önemini korumaya devam etmektedir. Özellikle Euro Bölgesi ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar küresel ekonomiye dair riskleri canlı tutmaktadır. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne Euro Bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler daha da artmış ve sorunların bölge bankacılık sektörüne sirayet edeceği yönündeki algılamalar güçlenmiştir. Euro Bölgesi bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi ve bu durumun bir yayılma etkisiyle birlikte küresel sorunları daha da derinleşmesi önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek 4 Ağustos 2011 tarihli ara toplantıda belirlenen strateji çerçevesinde, yurt içi piyasalardaki istikrarı sağlamak için gerekli politika tedbirlerini gecikmeksizin almaya devam edecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almakta, dolayısıyla mali disiplinin devamını öngörmektedir. 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.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya ve finansal istikrarı gözetmeye devam edecektir. Bu süreçte TCMB ve diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Mali disiplinin devamı aynı zamanda

para politikasının hareket alanını genişletecek ve faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, yeni açıklanan OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

