

## 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

Küresel finans piyasalarında 2015 yılı boyunca gözlenen belirsizlik ortamı 2015 yılının üçüncü çeyreğinde de piyasaların dalgali bir seyir izlemesine neden olmuştur. Çin ekonomisindeki olumsuz görünümün de etkisiyle özellikle gelişmekte olan ekonomilerde meydana gelen yavaşlama sinyalleri ve önümüzdeki dönemde Fed'in uygulayacağı para politikasına dair belirsizlik algılamaları finansal piyasalardaki dalgalanmanın başlıca nedenleri olmuştur. Üçüncü çeyreğin ilk yarısında Fed'in faiz artışına gideceğine dair finansal piyasa beklentileri ağırlıktayken, Eylül ayındaki Fed toplantısı sonrasında Fed'in faiz artışının 2016 yılının bahar aylarında başlayabileceği beklentileri ağırlık kazanmıştır. Bu gelişmeler neticesinde ve Çin Merkez Bankası'nın Ağustos ayı sonunda faiz indirimine gitmesinin de etkisiyle üçüncü çeyrekte küresel risk iştahında gözlenen hızlı gerileme eğilimi çeyreğin sonlarına doğru ters çevrilmiştir. Azalan küresel risk iştahı ve artan ülke risk primlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülke para birimleri Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana ABD doları karşısında değer kaybetmiş, ancak son dönemde toparlanan küresel risk iştahı sayesinde bu kayıpların bir kısmı geri alınmıştır.

Üçüncü çeyrekte yurt dışı gelişmelerin yanı sıra iç belirsizlikler ve jeopolitik gelişmeler Türkiye'deki finansal piyasalara dair göstergelerin de olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. Bu dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine paralel şekilde değer kaybederken, özellikle bir yıldan uzun vadeli piyasa faizlerinde yükseliş kaydedilmiştir. Kredi standartları ve kredi faizlerindeki gelişmelerin de etkisiyle Finansal Koşullar Endeksi üçüncü çeyrekte kayda değer ölçüde sıkılaştırmıştır. TCMB yılın üçüncü çeyreğinde de para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. Üçüncü çeyrekte TCMB fonlaması içinde marjinal fonlamanın payı giderek artırılarak, ortalama fonlama faizinin önceki Rapor dönemine göre daha yüksek seviyelerde oluşması sağlanmıştır. Diğer taraftan, TCMB'nin Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faiz Eylül ayından itibaren artırılarak bankacılık sektörünün kredi-mevduat oranlarını iyileştirme yönünde bir adım atılmıştır.

#### Enflasyon

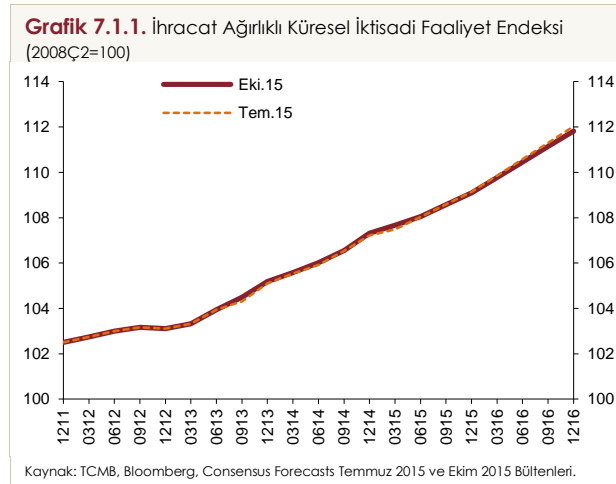
Tüketici fiyatları enflasyonu, gıda ve temel mal gruplarındaki gelişmelerin etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğe kıyasla yaklaşık 0,75 puan artarak yüzde 7,95 oranına yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen tahmin aralığının üstünde kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatları, yılın ikinci çeyreğinde kaydedilen iyileşmeye karşın, üçüncü çeyrekte yeniden hızlanarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının ima ettiği düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirasındaki değer kaybının sürmesi bir yandan temel mallar grubu enflasyonunun katkısını yükseltirken, diğer yandan da uluslararası petrol fiyatlarındaki ve genel olarak ithalat fiyatlarındaki düşüşün yurt içi fiyatlara olumlu şekilde yansımaları sınırlandırmıştır. Ancak, toplam talep koşullarındaki ılımlı görünümünden ötürü,

Türk lirasındaki değer kaybının enerji dışında kalan gruplara geçmişe kıyasla daha sınırlı şekilde yansıdığı değerlendirilmektedir. Hizmetler grubunda enflasyon büyük ölçüde baz etkisi kaynaklı olarak bir miktar düşüş kaydetmiş, ancak gıda fiyatları ve döviz kuruna duyarlı alt gruplarda enflasyon yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, temel enflasyon göstergelerinin ana eğilimlerinde önceki çeyreğe kıyasla bir miktar iyileşme kaydedilmiş olmasına karşın, enflasyonun ana eğilimi enflasyon hedefi ile uyumlu düzeylerin üzerinde gerçekleşmiştir.

#### Talep Koşulları

2015 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlemiştir. İkinci çeyrekte GSYİH önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,8 artış kaydetmiştir. İkinci çeyrekteki GSYİH büyümesinde gözlenen hızlanma büyük ölçüde sanayi katma değerinden kaynaklanmıştır. Bu doğrultuda, 2015 yılının ikinci çeyreğine dair çıktı açığı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3). Harcamalar tarafından bakıldığında, dönemlik büyümeyi hızlandıran katkının ağırlıklı olarak özel yatırımlardan kaynaklandığı, tüketim talebinin de ılımlı seyrettiği görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde net ihracatın büyümeye katkısı ise negatif olmuştur.

Üçüncü çeyreğe ilişkin açıklanan veriler, nihai yurt içi talebin büyümeye katkısının azalabileceğini göstermektedir. Nitekim, tüketici güvenindeki zayıflama ve finansal koşullardaki sıkışmanın da etkisiyle tüketim malları üretim ve ithalatı Temmuz-Ağustos döneminde gerilemiş, otomobil satışları ise üçüncü çeyrekte azalmıştır. Yatırımcı güveni ise düşük düzeylerini korumakla birlikte üçüncü çeyrekte bir miktar iyileşmiştir. Bunun bir yansıması olarak makine-teçhizat üretimi Temmuz-Ağustos döneminde önceki çeyreğe kıyasla artarken makine-teçhizat ithalatı ise gerilemiştir. Bu çerçevede, çıktı açığının üçüncü çeyrekte enflasyonu düşürücü yönde etki yaptığı değerlendirilmektedir.

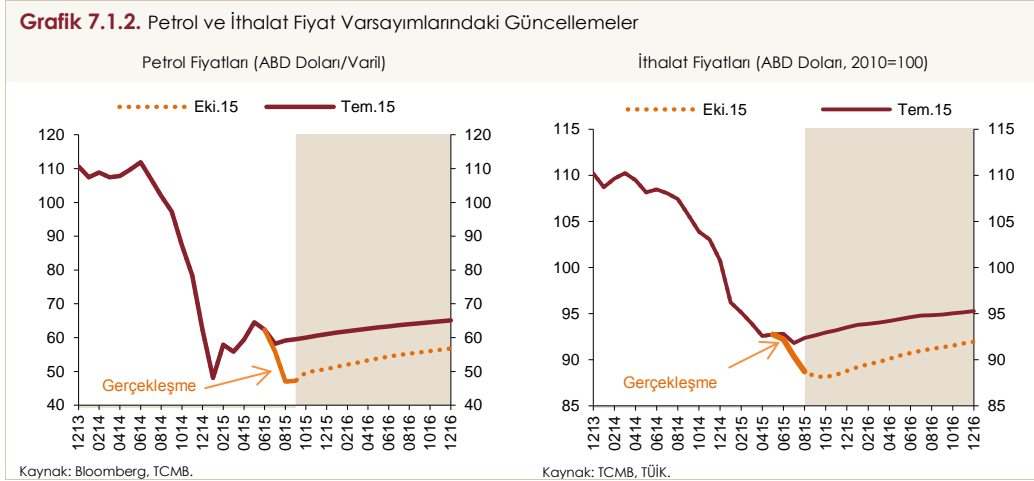


Küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak mal ve hizmet ihracatı ikinci çeyrekte gerilemiştir. Jeopolitik gelişmeler ve gelişmiş ekonomilerdeki para politikasına dair belirsizliklerden ötürü dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskler üçüncü çeyrekte de belirgin rol oynamıştır. Nitekim, Eylül ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre çok sınırlı ölçüde gerilemiştir (Grafik 7.1.1). Öte

yandan, dış ticarete dair eğilimleri daha sağlıklı yansıtan altın hariç miktar endeksleri değerlendirildiğinde, yılın ikinci çeyreğinde ve Ağustos ayı itibarıyla altın hariç ihracat miktar endeksinin artmış olduğu görülmektedir. Ayrıca, AB ülkelerinin talebindeki artış ihracatımızı olumlu etkilemektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişeceği öngörülmektedir.

### Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Başta enerji fiyatları olmak üzere, uluslararası piyasalardaki emtia fiyatlarında gözlenen düşüş eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Büyük ölçüde Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki talep yetersizliğinden kaynaklanan bu eğilim Türkiye ekonomisinde de ithalat fiyatlarının ABD doları bazında gerilemesine neden olmuştur. Dolayısıyla, ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına dair varsayımlarda aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır (Tablo 7.1.1). Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2015 yılı için 59 dolardan 54 dolara, 2016 yılı için ise 63 dolardan 54 dolara düşürülmüştür. Ayrıca, ortalama ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimine dair varsayımlarda da 2015 ve 2016 yılları için 1,9'ar puan aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarına dair varsayımlarda ikinci çeyreğe kıyasla bir güncelleme yapılmamıştır.



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, gelirler ve harcamalar kalemlerinde milli gelire oranla 2015 yılında bir miktar artış ve sonraki yıllarda ise daha sınırlı bir azalış öngörülmektedir. Bu görünüme bağlı olarak, enflasyondaki iyileşmenin kademeli bir şekilde gerçekleşeceği ve enflasyonun yüzde 5 hedefine orta vadede ulaşacağı değerlendirilmektedir.

**Tablo 7.1.1.** Varsayımlardaki Güncellemeler

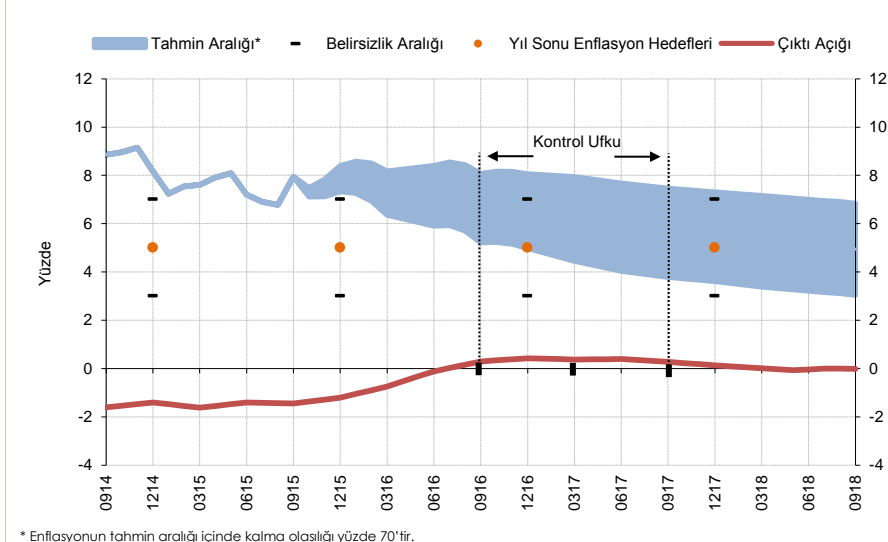
		Temmuz 2015	Ekim 2015
Çıktı Açığı	2015 Ç2	-1,60	-1,40
	2015 Ç3	-1,30	-1,45
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2015	8,0	8,0
	2016-17	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	-12,8	-14,7
	2016	1,3	-0,6
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2015	59	54
	2016	63	54
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2015	1,9	1,9
	2016	2,4	2,3

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, sıkı makroihtiyati çerçevenin de katkısıyla yıllık kredi büyüme oranının makul seviyelerde seyretmeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2015 yılı sonunda yüzde 7,4 ile yüzde 8,4 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 2016 yılı sonunda ise yüzde 5,0 ile yüzde 8,0 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2017 yılında yüzde 5'e yaklaşacağı ve orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

**Grafik 7.2.1.**

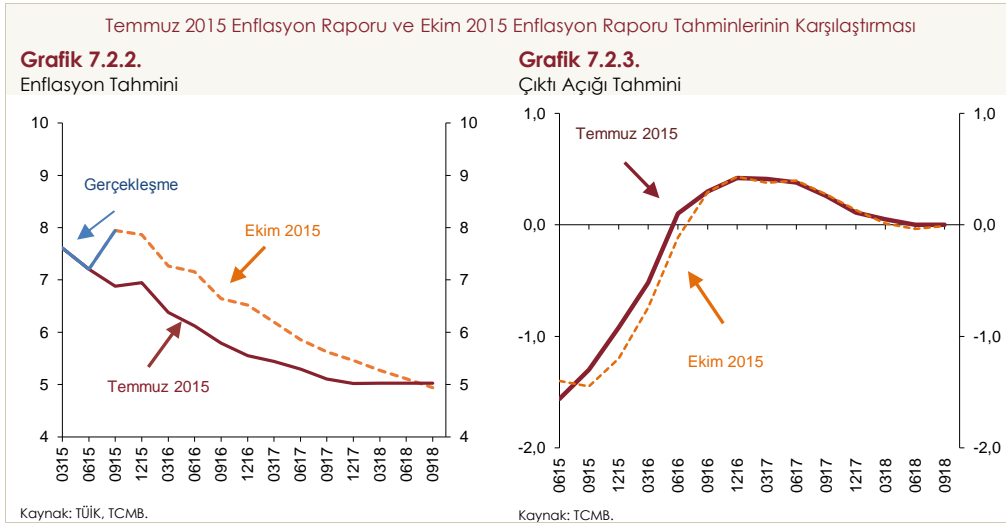
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



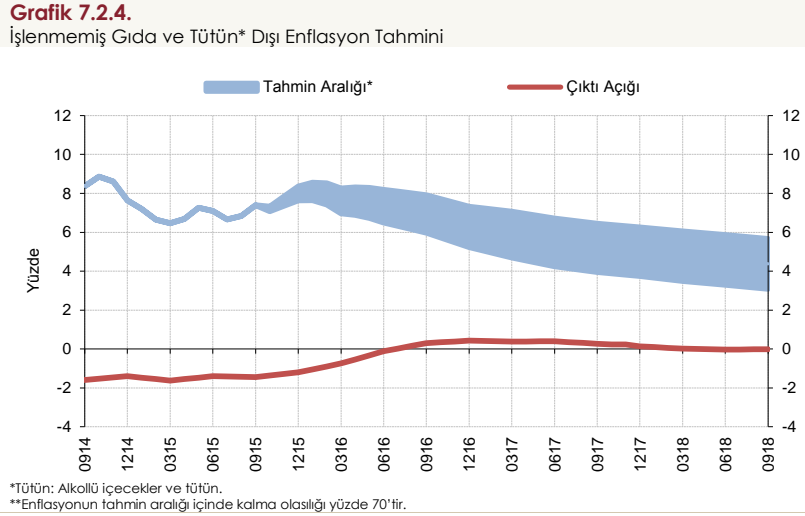
2015 yıl sonu enflasyon tahmininde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yapılan yukarı yönlü güncellemenin 1,2 puanı üçüncü çeyrekteki döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimi üzerindeki yükseltici etkisinden kaynaklanmıştır. Öte yandan, ithalat fiyatları görünümünde bir önceki Rapora kıyasla gözlenen iyileşme yıl sonu enflasyon tahminine 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,9 olarak verilen 2015 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2).

Benzer şekilde, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak verilen 2016 yıl sonu enflasyon tahmini de 1 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 6,5 olarak öngörülmüştür. 2015 yıl sonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncellenmenin ve döviz kurunda yaşanan gelişmelerin gecikmeli etkilerinin 2016 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde sırasıyla 0,6 puan ve 0,8 puan yükseltici etki yapması beklenmektedir. 2016 yılı ortalama ithalat fiyatı varsayımındaki gerileme ve 2016 yılı için öngörülen çıktı açığındaki sınırlı miktarda aşağı yönlü güncelleme ise 2016 yıl sonu tahminini geçen Rapor'a göre sırasıyla 0,3 puan ve 0,1 puan aşağı yönde etkilemiştir.

Güncellenen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.3'te sunulmaktadır. 2015 yılının ikinci çeyrek milli gelir gerçekleştirmeleri bir önceki Rapor döneminde öngörülenden daha olumlu olduğundan, söz konusu çeyreğe ilişkin çıktı açığı değeri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2015 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahmini bir önceki Rapor döneminde öngörülene göre bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, çıktı açığının 2015 yıl sonu enflasyonu üzerinde bir önceki Rapor'a göre farklı bir etkiye yol açmayacağı değerlendirilmektedir.



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 yıl sonu beklentileri ile 12 ve 24 ay sonrası ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Ayrıca, enflasyon beklentilerinin bir önceki Rapor dönemine göre 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	7,9	8,3	5,0
12 Ay Sonrası	6,7	7,3	5,0
24 Ay Sonrası	5,6	6,9	5,0

\*Ekim ayı anket verileri.

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

Kaynak: TCMB.