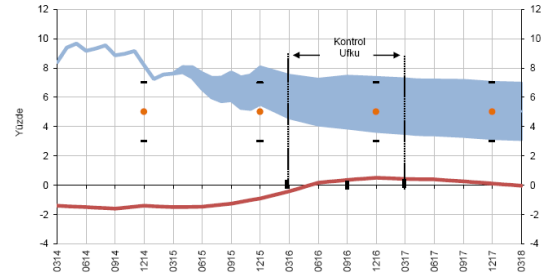


## Merkez Bankası, enflasyon tahminini %6.8'le piyasa öngörüsüne önemli ölçüde yaklaştırırken, YP zorunlu karşılıklara da faiz ödeneceğini açıkladı...

Ocak enflasyon raporunda 2015 için tahmin aralığını %4.1-%6.9 olarak açıklayan ve enflasyon öngörüsünü Ekim'e göre başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki seyrin katkısıyla düşürerek %5.5'e çeken MB yılın ikinci enflasyon raporunda beklentisini %6.8'e revize ederken, tahmin aralığını ise %5.6-8.0% olarak belirledi. Bu yıl için enflasyon öngörüsünü önemli ölçüde piyasa beklentisine yaklaştıran bu değişiklikte, 2015 ortalama petrol fiyatlarının yukarı yönlü bir güncellemeyle 55 dolardan 60 dolara çekilmesi ve son dönemde TL'deki değer kaybının da etkisiyle TL cinsinden ithalat fiyatlarında yapılan güncelleme belirleyici oldu. Öte yandan, 2016 için ortalama petrol fiyatlarının 67 dolar civarında olacağını (önceki 64 dolar) öngören ve TL'deki zayıflığın ithalat fiyatlarına gecikmeli etkilerini de dikkate alan MB enflasyon tahminini %5'ten %5.5'e yükseltirken, tahmin aralığını ise %3.7-%7.3 olarak açıkladı. Ayrıca MB, orta vadede enflasyonun %5 düzeyinde istikrar kazanacağı görüşünü tekrarladı.

Ek olarak MB, olumsuz hava koşullarının da katkısıyla yılın ilk üç ayında beklenmedik ölçüde hızlı yükselen ve yıllık bazda %14'ü aşan gıda enflasyonuna dair daha olumlu bir tablo çizdi. Bu çerçevede, gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemde işlenmemiş gıda kaynaklı bir düzeltme olacağı öngörüsünden hareketle bu yılın tamamındaki artışın uzun dönemli seviyeye yaklaşacağını ve %9 olacağını öngördü. Yılın kalan dönemi için, beklendiği gibi baz etkisinin yıllık enflasyonun seyrinde belirleyici olmaya devam edeceği, Ağustos'a kadar olan dönemde düşürücü, sonrasında ise yükseltici etkiler gözlenmesinin olası olduğu anlaşılıyor.



\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'dür.

### Varsayımlara yapılan güncellemeler

	Nisan 2015	Ocak 2015
<b>Çıktı Açığı</b>		
2014 Ç4	-1.40	-1.55
2015 Ç1	-1.70	-1.50
<b>Gıda Fiyatları Enflasyonu</b>		
2015	9.0	9.0
(Yılsonu Yüzde Değişim)		
2016-17	8.0	8.0
<b>İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)</b>		
2015	-11.1	-7.3
2016	2.7	4.5
<b>Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)</b>		
2015	60.0	55.0
2016	67.0	64.0
<b>İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)</b>		
2015	2.0	1.9
2016	1.9	2.0

### TCMB'nin Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklentisi Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2015 yılsonu	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 kullanarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB

### Nisan 2015 Raporu

Enflasyon Hedefleri	Baz Senaryo	Ocak 2015 Raporu	Baz Senaryo
2014: %8.2 (gerçekleşme)			
2015: %5.0	%6.8 (%5.6 - %8.0)		%5.5 (%4.1 - %6.9)
2016: %5.0	%5.5 (%3.7 - %7.3)		%5.0 (%3.2 - %6.8)
<b>Küresel Görünüm</b>	Küresel para politikalarındaki farklılaşma, normalleşme sürecine dair belirsizlikler ve ekonomik aktivitedeki zayıf seyir küresel finans piyasalarındaki oynaklığın devamında etkili oluyor. Gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarındaki ivme kaybı sürerken; gelişmiş ülkelerde ABD görece olarak güçlü bir performans sergiliyor. Avrupa'da büyüme ise son dönemdeki sınırlı canlanmaya rağmen halen zayıf seyrediyor		Gelişmiş ülkeler para politikası genel olarak gevşek seyretelemeye devam ederken; Fed para politikası da diğer gelişmiş ülke politikalarından ayrılmaya devam ediyor. 2015 yılında sermaye akımlarındaki oynaklığın devam edebileceği değerlendiriliyor. Küresel para politikalarının normalleşme sürecine dair süregelen belirsizlikler, küresel risk iştahının ve sermaye akımlarının verilerine duyarlı kalmasına neden oluyor.
<b>Maliye Politikası</b>	Orta vadeli programda vurgulandığı üzere sıkı bir maliye politikası duruşu sergileneceği ve faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak azalacağı varsayılıyor.		Vergi ayarlamalarının ve yönetilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm öngörüldü. 2015 enflasyonuna maliye politikasından kaynaklanan bir revizyon varsayılmıyor.
<b>Para Politikası Çerçevesi</b>	Küresel piyasalardaki belirsizlikler ve yurt içi gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle para politikasında bir süreden beri gözlenen temkinli duruş korunuyor. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutulacağı vurgusu devam ediyor.		Enflasyonun 2015 yılı ortalarında hedefle uyumlu hale geleceği ancak düşüşün kalıcı olabilmesi için temkinli yaklaşımın korunması gerektiğine dikkat çekiliyor. Bu çerçevede enflasyondaki gelişmelerin yakından takip edileceği ve para politikası kararlarının enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olacağı bir kez daha vurgulanıyor.

Yılın ikinci enflasyon raporunda öne çıkan başlıklar şöyle özetlenebilir:

- Küresel ölçekte merkez bankalarının politikalarındaki farklılaşma eğiliminin devam etmesi ve normalleşme sürecine dair belirsizliklerin ağırlığını koruması yanında büyümedeki toparlanma sürecinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarının içinde gözlenen ayrışmanın sürmesi piyasalarda son dönemde gözlenen oynaklıkların sıklığını artırırken, portföy yatırımları zayıf seyrediyor. Bu gelişmeler Türkiye ekonomisini de etkilerken, varlık fiyatlarında ve risk primlerindeki dalgalanmalar dikkat çekiyor.
- Ekonomik faaliyet tarafında 2014'ün son çeyreğinde daha önceki üç çeyrek ile karşılaştırıldığında net ihracatın katkısı negatife dönerken, iç tüketim ılımlı bir toparlanma eğilimi sergilemişti. Ancak tüketici ve reel sektör güven endekslerinde gözlenen sert gerilemelerin de ortaya koyduğu üzere bu yılın ilk üç ayında ekonomik aktivite beklentilerin ötesinde zayıflama işaretleri veriyor. Sonrasında ise ılımlı bir toparlanma eğiliminin gözleneceği öngörülüyor. Dış talebi olumsuz etkileme potansiyeli taşıyan jeopolitik gelişmeler ve Euro Bölgesi'nde güçlenme işaretleri veren büyüme performansının dış talebe yansımaları ise genel beklentide farklılıklar yaratabilecek risklere işaret ediyor.
- Krediler, 2014'ün başından itibaren daha belirgin hale gelen özellikle tüketici kredileri kaynaklı ivme kaybının belirleyici olduğu genel yavaşlama eğiliminin ardından, halen %15'lik referans büyüme oranının bir miktar üzerinde ılımlı bir hızla artmaya devam ediyor. Bankaların kaynaklarını bireysel kredilerden şirketler kesimine yönlendirme çabaları ise her iki grupta farklılaşan büyüme oranlarından da anlaşılıyor. Bu çerçevede, ticari krediler son yedi yıllık dönemdeki ortalama artış hızına yakınsarken, tüketici kredileri önemli ölçüde geride kalmış gözüküyor. Ticari kredilerin büyüme hızının görece olarak güçlü kalması MB açısından finansal istikrara, ekonomideki dengelenmeye ve enflasyon görünümündeki iyileşmeye katkı sağlayan en önemli unsurlardan biri olarak öne çıkıyor. MB 2015'e yönelik değerlendirmelerinde kredilerde zayıf baz etkisiyle yakın dönemde bir hızlanma olacağını öngörse de ana eğilimin ılımlı kalmaya devam edeceğini, bu durumun cari dengedeki iyileşme sürecini desteklemeye devam edeceğini tahmin ediyor.
- Küresel piyasalardaki oynaklığın döviz piyasasındaki yansımalarını sınırlama için adımlar atan MB döviz satım ihalelerini daha esnek bir çerçeveye oturturken, rezerv opsiyon katsayılarında ayarlamalar yaptı.

Yine bu amaç çerçevesinde TL munzam karşılıklara ödenen faiz oranı 50 baz puan yukarı çekildi. Öte yandan finansal istikrarı güçlendirmeye yönelik adımlar atan MB bu çerçevede dış borçlanma vadelerini uzatmak için çekirdek dışı kısa vadeli yükümlülükler uygulanan zorunlu karşılıkları artırırken, bir hafta vadeli döviz depo faiz oranlarında değişiklikler yaparak döviz likiditesinde olası bir sorun durumunda bankalara gerekli desteğin sağlanacağı sinyali verdi.

- MB likidite politikasındaki sıkı duruşunu 2015'te bugüne kadar koruyarak, bankalar arası para piyasasındaki gecelik faizleri faiz koridorunun üst bandına doğru itiyor. Ek olarak, daha pahalı alternatiflerden olan gecelik borç verme oranıyla sağlanan likiditenin artırılması da ortalama fonlama maliyetini %8'in üstüne çekmiş bulunuyor. Bu dönemde, sıkı duruşun bir göstergesi olarak tanımlanana uzun vadeli faizlerle kısa vadeli faizler arasındaki fark genel olarak negatif oldu.

Sonuç olarak, küresel piyasalarda değişen risk iştahının döviz piyasasındaki yansımalarına oldukça duyarlı olan MB temkinli tavrını korurken, enflasyon görünümüne dair öngörüsünde kur ve petrol fiyatlarındaki değişim kaynaklı revizyona gitmiş bulunuyor. Öte yandan yeni kurulan Gıda Komitesi'nin gıda kaynaklı enflasyon baskısının kontrol altına alınması konusunda olumlu ve sonuç alıcı adımlar atacağına dair olumlu beklenti dikkat çekiyor. Ek olarak MB, TL munzam karşılıklara Ekim 2014'ten itibaren faiz ödemeye başlanmasının ardından, benzer bir adımın YP munzam karşılıklar için de atılacağını açıkladı. Bu karar; Amerikan Merkez Bankası'nın faiz artış süreci yaklaşırken, bankaların aracılık maliyetini aşağı çekmeye yönelik olumlu bir adım olarak değerlendirilebilir.

## ING Bank Ekonomik Arařtırmalar Grubu

Muhammet Mercan

Baş Ekonomist

+ 90 212 329 0751

[muhammet.mercan@ingbank.com.tr](mailto:muhammet.mercan@ingbank.com.tr)

### **AÇIKLAMA:**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor, ING Bank A.Ş. Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından sadece bilgi amaçlı olarak hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına özen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.Ş. bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. Bu raporda yer alan bilgiler herhangi bir uyarı yapılmadan değişebilir. ING Bank A.Ş. ve kurum çalışanları bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek herhangi bir doğrudan ve dolaylı zarardan ötürü hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Telif hakkı saklıdır, herhangi bir amaçla ING Bank A.Ş.'nin izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtıma yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır.

ING Bank A.Ş., bu raporun Türkiye'de yayımlanmasından sorumludur.