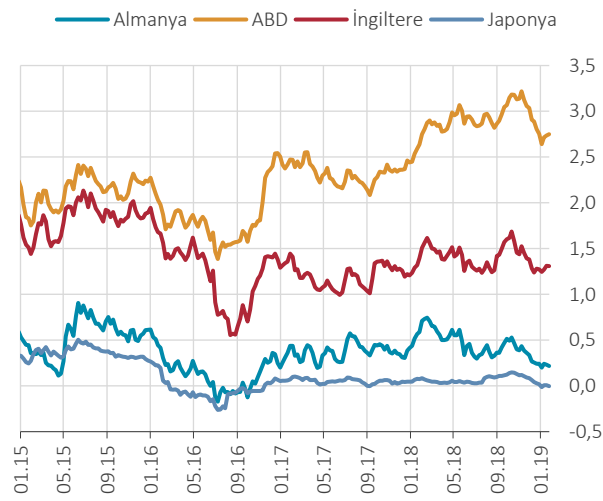


1. Genel Değerlendirme

2018 yılının ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyette gözlenen ivme kaybı, üçüncü çeyrekte de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki eş anlı yavaşlamadan ötürü etkisini sürdürmüştür. ABD ve İngiltere'deki olumlu büyüme performansına karşın, özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğilimi belirgin hale gelmiştir. Artan korumacılık eğilimlerinin küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliği artırarak önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümü üzerinde yavaşlatıcı etkiye bulunacağı öngörülmektedir. Endüstriyel metal fiyatları, ABD'nin uygulamaya koyduğu uluslararası ticaret kısıtlamalarının talebi düşüreceği beklentisinin fiyatlara yansımaları nedeniyle dördüncü çeyrekte gerilemeye devam etmiştir. Düşen ham petrol fiyatlarına bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında manşet enflasyon oranı son çeyrekte gerilemiştir.

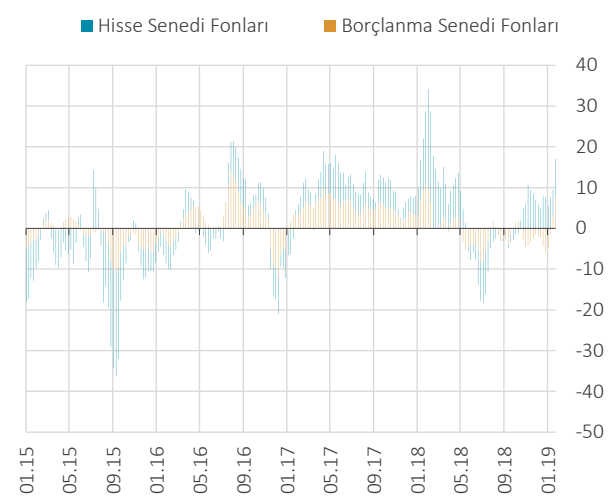
Gelişmiş ülke merkez bankalarının kademeli parasal sıkılaştırma eğilimi 2018 yılının dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin hız kaybedebileceği beklentisini oluşturarak tahvil getirilerinin gerilemesine yol açmıştır (Grafik 1.1). Son dönemde Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasındaki normalleşme sürecinin daha yavaş olabileceği beklentisinin güçlenmesine bağlı olarak, Eylül ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının toparlanma eğilimi sergilediği gözlenmektedir (Grafik 1.2). Jeopolitik risklerin de etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin risk primleri dalgalı seyretmekle birlikte Ocak ayından itibaren küresel risk iştahındaki artışa paralel olarak gerilemeye başlamıştır.

Grafik 1.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 1.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

Ekim Enflasyon Raporu'ndan sonraki dönemde meydana gelen jeopolitik gelişmeler ve küresel oynaklıklara rağmen, TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmesi ve enflasyon görünümünün düzelmeye başlaması yurt içinde finansal göstergelerde bir miktar iyileşme kaydedilmesine katkıda bulunmuştur. Ülke risk primindeki düşüşün de etkisiyle, Türk lirası 2018 yılının Kasım ve Aralık aylarında diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmış; kısa ve orta vadeli piyasa faizleri düşmüştür. Kredi piyasasında 2018 yılının üçüncü çeyreğinde sıkılaştırma kaydedilmesini takiben, kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama 2018 yılının son çeyreğinde daha belirgin hale gelmiştir.

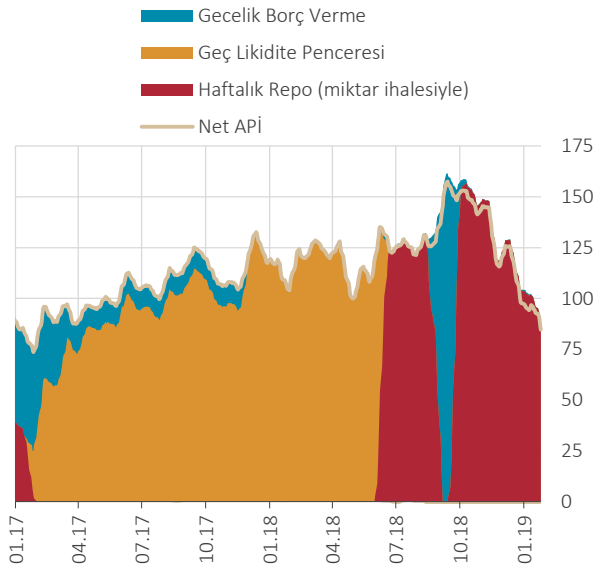
Tüketici enflasyonu 2018 yılının sonunda yüzde 20,3 seviyesine düşmüştür. Bu dönemde, sıkı para politikası duruşunun yanı sıra, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gerileme, belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıflama enflasyondaki düşüşte etkili olmuştur. Üretici fiyatları enflasyonunun döviz kuru ve enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak gerilemesine karşın, tüketici fiyatları üzerinde üretici

fiyatları kaynaklı maliyet baskıları güçlü seyrini korumuştur. İktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde 2018 yılı üçüncü çeyreğinde yavaşlamıştır. Bu dönemde finansal piyasalardaki oynaklık ve finansal koşullardaki sıkılaşıma yurt içi talepte tüketim ve yatırım kaynaklı olarak daralmaya neden olmuştur. Olumlu dış talep koşulları ve reel kurdaki birikimli değer kaybına bağlı olarak net ihracatta gözlenen güçlü seyir, büyümedeki yurt içi talep kaynaklı yavaşlamayı sınırlamıştır. Bu döneme ilişkin açıklanan göstergeler toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü katkısının arttığına işaret etmektedir.

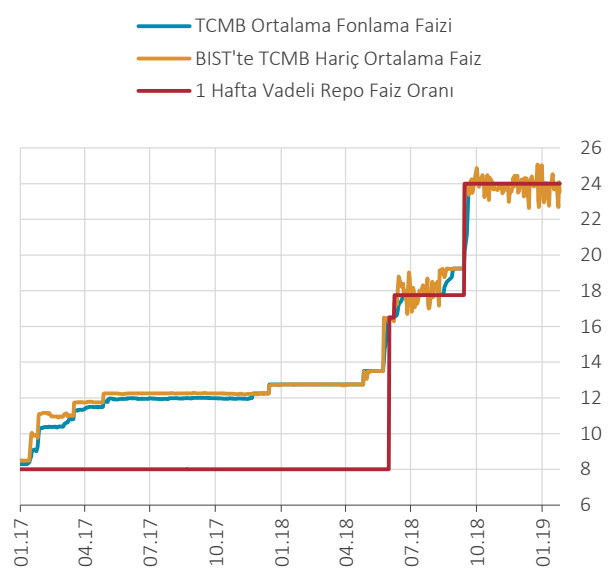
1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

TCMB, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla Eylül ayında gerçekleştirdiği güçlü parasal sıkılaştırmanın ardından, Aralık ve Ocak aylarında fiyat istikrarına yönelik risklere vurgu yaparak sıkı para politikası duruşunu korumuştur. Eylül ayındaki PPK toplantısından itibaren TCMB fonlmasının tamamı haftalık repo ihaleleri ile yapılmıştır (Grafik 1.1.1). Bunun neticesinde, BIST Bankalararası Repo piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz yüzde 24 düzeyindeki bir hafta vadeli repo ihale faizi etrafında dalgalanmıştır (Grafik 1.1.2).

Grafik 1.1.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)

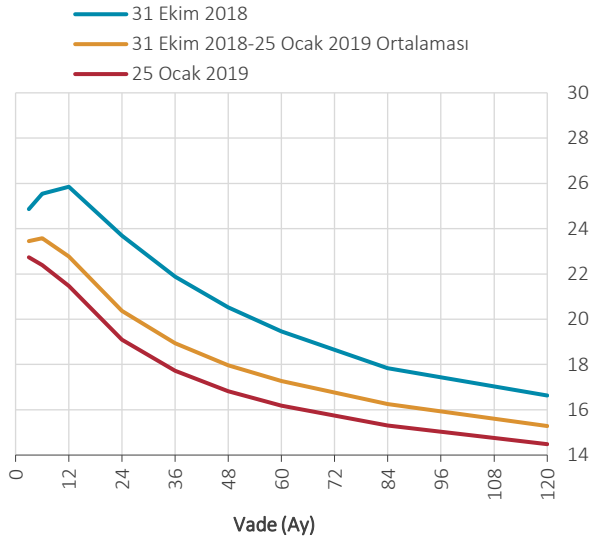


Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



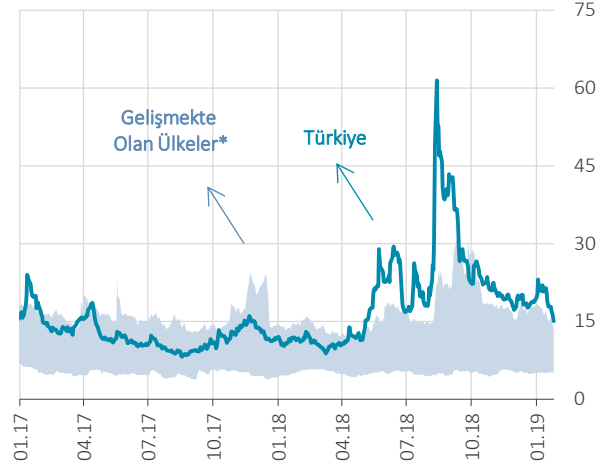
Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırma ve ülke risk primindeki düşüğe bağlı olarak kur takası faizleri tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir. Sıkı duruşun korunmasıyla, kısa vadeli kur takası getirileri, uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeyi sürdürmüştür (Grafik 1.1.3). Türk lirasının ima edilen oynaklığı gerilemiştir (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 1.1.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, %)

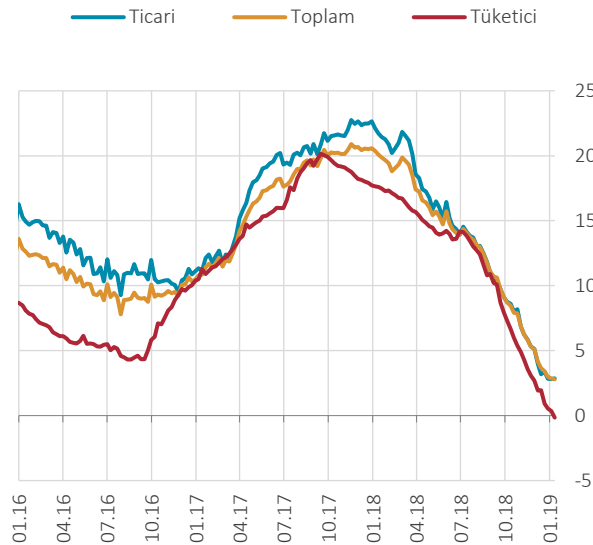


Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili yer almaktadır.

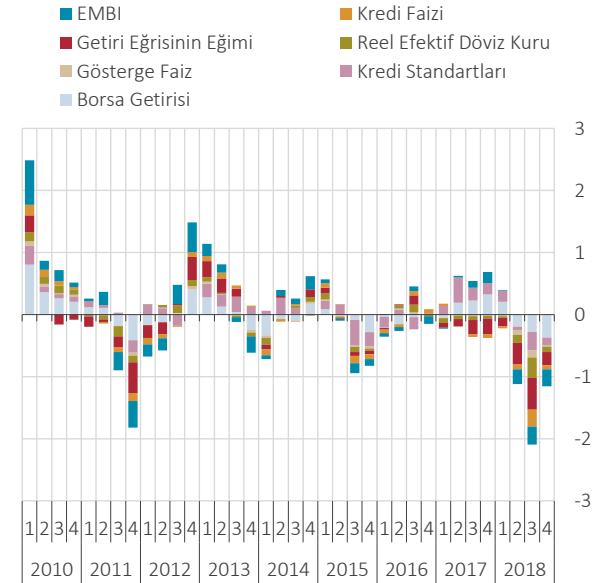
2018 yılının üçüncü çeyreğinde bankaların kredi koşullarında gözlenen sıkılaşıma ve iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak kredi talebindeki düşüşün etkisiyle kredi büyümesinde ortaya çıkan yavaşlama eğilimi son çeyrekte daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 1.1.5). Finansal Koşullar Endeksi'ni oluşturan tüm finansal bileşenler, son çeyrekte önceki döneme kıyasla daha sınırlı ölçüde sıkılaştırıcı katkı vermiştir (Grafik 1.1.6).

Grafik 1.1.5: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar Endeksine Katkılar*



Kaynak: TCMB.

* FKE'ye ilişkin detaylar için bk: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

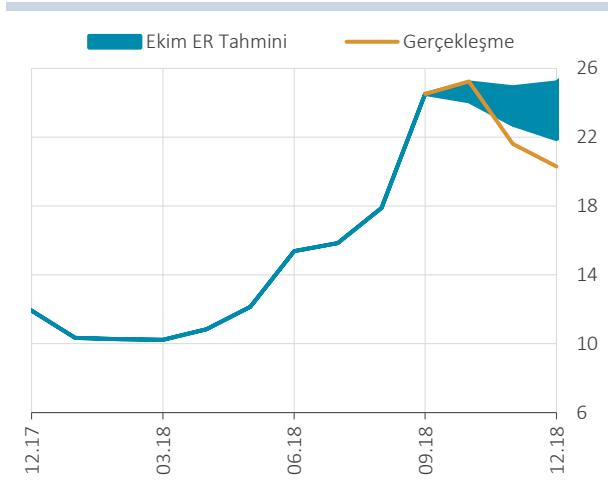
1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2018 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 4,2 puan azalarak yüzde 20,30 ile Ekim Enflasyon Raporu tahmininin altında gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). İşlenmemiş gıda, enerji, alkol-tütün ve altın dışı tüketici enflasyonunda da benzer bir görünüm izlenmiştir (Grafik 1.2.2).

Enflasyonda kaydedilen gerilemede Türk lirasındaki değerlenme, emtia fiyatlarındaki düşüş, belirli dayanıklı tüketim mallarına yönelik vergi indirimleri ve talep koşullarının zayıf seyri etkili olmuştur.

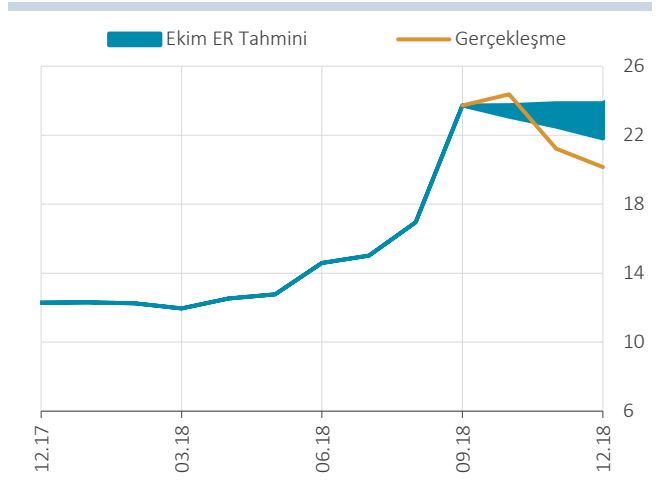
Grafik 1.2.1: Ekim 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon için Ekim 2018 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



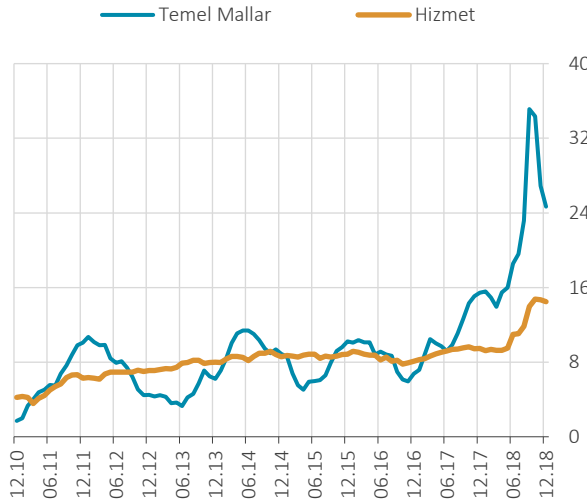
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Yılın son çeyreğinde, yıllık enflasyondaki azalışta temel mal ve enerji grupları başlıca sürükleyici olmuştur. Temel mal grubunda Türk lirasındaki değerlenmenin yanında, Kasım ayından itibaren otomobil, mobilya ve beyaz eşyada yapılan vergi indirimleri önemli bir rol oynamıştır. Enerji grubunda ise uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüş olumlu yansımıştır. Gıda grubunda yıllık enflasyon yüksek seyrini korumuştur. Hizmet grubu yıllık enflasyonu bu dönemde birikimli maliyet artışlarına bağlı olarak yükselişini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3).

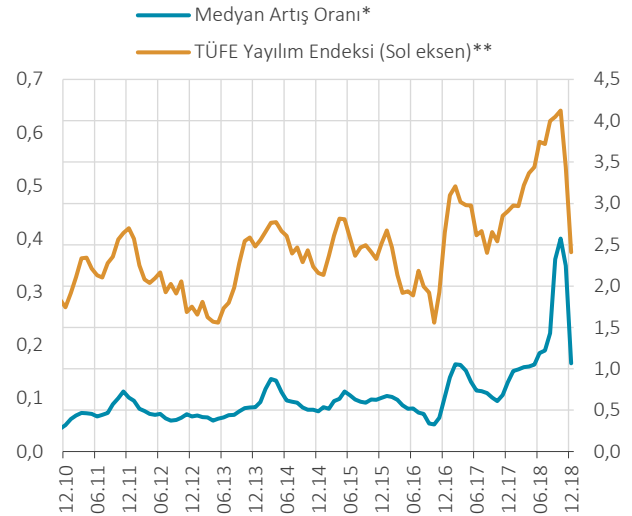
Üretici enflasyonunun son çeyrek itibarıyla gerilemesine karşın, tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları halen güçlü seyretmektedir. Diğer taraftan, iç talepteki zayıflamanın enflasyona düşüş yönlü destek vermeye devam etmesiyle, üçüncü çeyrekte belirgin olarak bozulan fiyatlama davranışlarında bir miktar iyileşme gözlenmiştir. Yayılım endekslerine göre ekonomik birimlerin fiyat artırma eğilimi önceki çeyreğe göre azalmış ve medyan fiyat artış oranı ikinci çeyrekteki seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.2.4). Ancak, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler halen tarihsel olarak yüksek seviyelerde bulunmaktadır.

Grafik 1.2.3: Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.4: TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Fiyat Artış Oranı
(Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

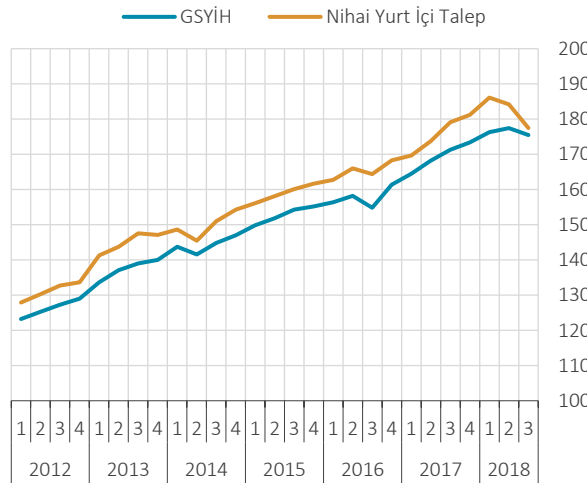


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Arz ve Talep

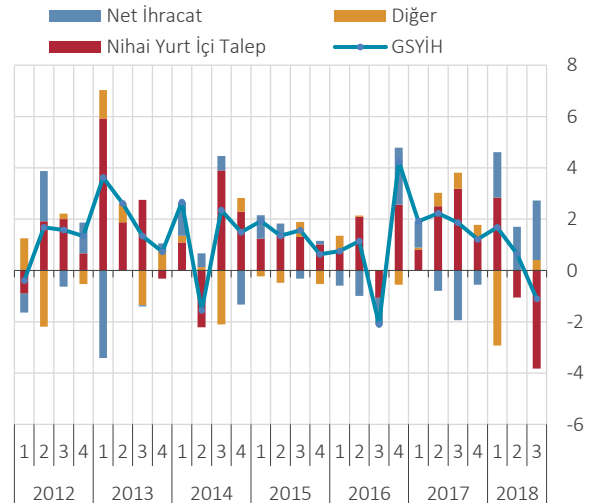
İktisadi faaliyet 2018 yılı üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu şekilde yavaşlamış ve dengelenme süreci belirginleşmiştir (Grafik 1.2.5). Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) dönemlik yüzde 1,1 daralırken, yıllık yüzde 1,6 oranında artış kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte net ihracatın güçlü katkısı yurt içi talepteki daralmanın büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamıştır (Grafik 1.2.6). Bu gelişimde turizmin de desteğiyle gücünü koruyan mal ve hizmet ihracatı ile kur gelişmeleri ve yurt içi talepteki daralmaya bağlı olarak gerileyen ithalat talebi belirleyici olmuştur.

Grafik 1.2.5: GSYİH ve Yurt İçi Talep
(Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 1.2.6: Harcama Yönünden Dönemlik Büyüme Katkıları (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

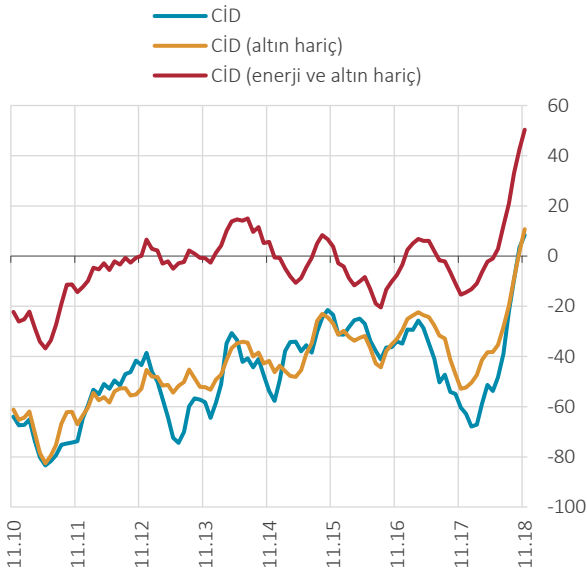
* Diğer kalemi, stokları ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

Talep kompozisyonundaki dengelenme 2018 yılının dördüncü çeyreğinde belirginleşerek devam etmiştir. Dayanıklı mallarda Kasım ayı itibarıyla uygulanmaya başlanan vergi teşviklerinin ve alınan diğer tedbirlerin yurt içi talepteki daralmayı kısmen sınırladığı görülmektedir. Ancak, özel tüketim talebinde sağlanan kısmi toparlanmanın ağırlıklı olarak stoklardan karşılanması nedeniyle üretim üzerindeki etki sınırlı kalmıştır.

Dördüncü çeyrekte, net ihracat büyümeye yüksek bir katkı sağlamaya devam etmiştir. Küresel büyüme görünümündeki kısmi yavaşlama sinyallerine rağmen dış talep gücünü korumaktadır. Reel kurdaki birikimli değer kaybının yanı sıra yurt içi talepteki yavaşlamaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği mal ihracatını desteklemeye devam etmektedir. Buna ek olarak, turizm ve diğer hizmet gelirlerinin olumlu seyri sürerken, iç talepteki yavaşlama ve Türk lirasındaki değer kaybı ile birlikte ithalat talebi daralmaya devam etmiş ve cari işlemler dengesi yılın son çeyreğinde hızlı bir şekilde iyileşmiştir (Grafik 1.2.7). İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleşmesi işgücü piyasasını etkilemiştir (Grafik 1.2.8).

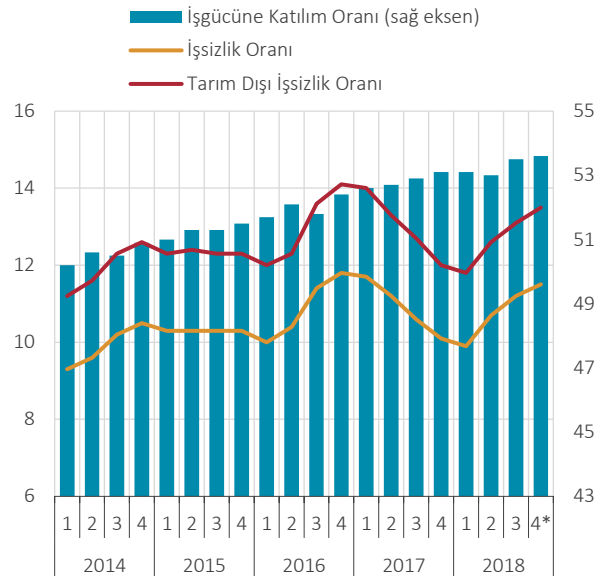
Özetle, iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte başlayan dengelenme eğilimi, üçüncü çeyrekte devam etmiş, dördüncü çeyrekte ise belirginleşmiştir. 2019 yılı boyunca, enflasyon görünümünde iyileşme ve ülke risk primlerindeki gerilemeyle beraber finansal koşulların iç talepte ılımlı bir toparlanmaya destek vereceği, diğer taraftan net ihracatın büyümeye katkısının süreceği öngörülmektedir.

Grafik 1.2.7: Cari İşlemler Dengesi (CİD)
(Mevsimsellikten Arındırılmış 3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

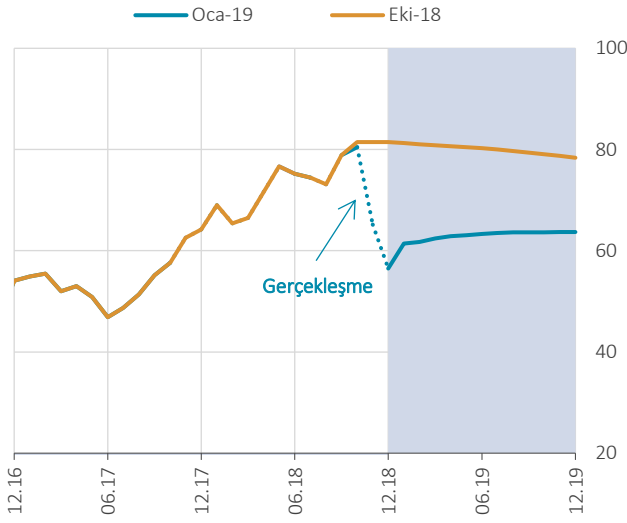
* Ekim dönemi.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ham petrol fiyatlarındaki gerileme son aylarda hızlanarak sürmüştür. Bu gelişmelere bağlı olarak, uluslararası ham petrol fiyatlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki düşüş ve ham petrol fiyatlarını belirleyen unsurların seyrine ilişkin görüşler çerçevesinde, Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için 80 ABD dolarından 63 ABD dolarına düşürülmüştür (Grafik 1.2.9). 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımına göre daha sınırlı olmakla birlikte aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.10).

İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı son çeyreği sonunda Ekim Enflasyon Raporu varsayımının altında kalmakla birlikte yüzde 27,1 ile yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, 2019 ve 2020 yıl sonu gıda enflasyonu tahminleri sırasıyla yüzde 13 ve yüzde 10 olarak korunmuştur.

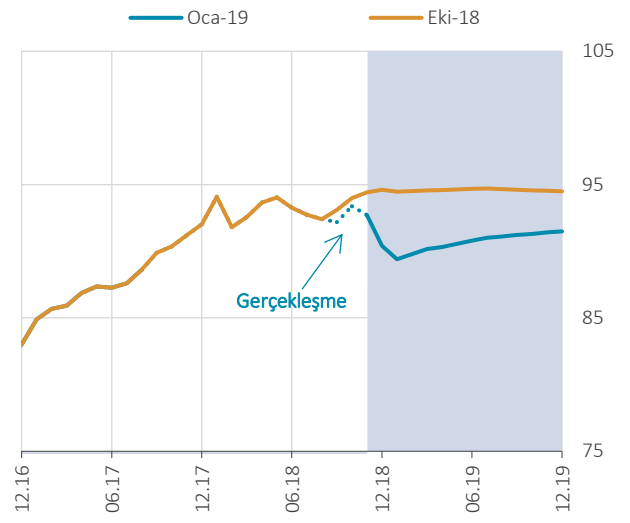
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 1.2.10: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler (Endeks, 2010=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

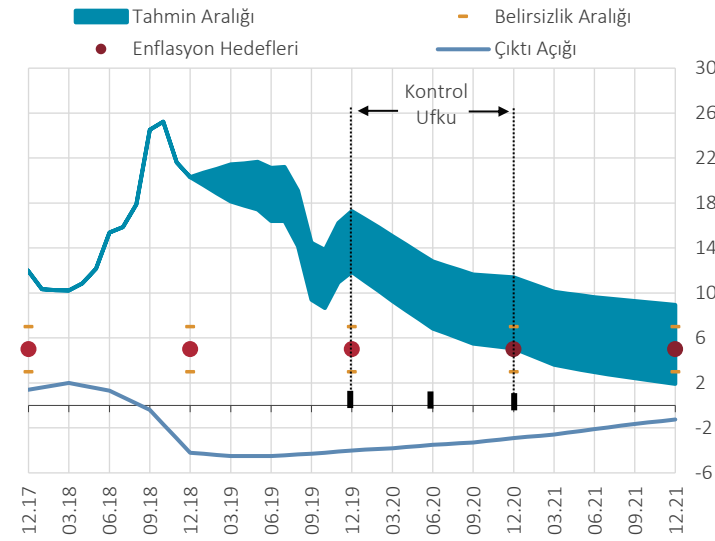
Maliye politikası yılın son çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu dönemi öngörülleri ile uyumlu şekilde iktisadi faaliyetteki dengelenme sürecine katkı sağlamıştır. Yıl başında açıklanan elektrik ve doğalgaz indirimlerinin yanı sıra, döviz kurunun istikrarlı seyri ve petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak enerji fiyatlarında yukarı yönlü ayarlama yapma ihtiyacının azalmasıyla 2019 yılı enerji enflasyonuna ilişkin varsayımlar bir önceki Rapor dönemine göre belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Tütün ürünlerine ilişkin ÖTV değişikliği, enflasyon üzerinde tütün ürünleri fiyatları kaynaklı yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, 2019 yılında maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır.¹ Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür.

1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2019 yıl sonunda yüzde 14,6 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yılsonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,9 ile yüzde 17,3 aralığında (orta noktası yüzde 14,6), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,1 ile yüzde 11,3 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).

¹ Kutu 7.2, maliye politikasının çıktı açığı ve enflasyon oynaklığını düşürmedeki rolüne ilişkin teorik bir değerlendirme sunmaktadır.

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde, Türk lirasındaki değerlenme ve ham petrol fiyatlarındaki düşüş ile birlikte Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları gerilerken, belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıf seyrin de etkisiyle enflasyon ana eğiliminde yavaşlama gözlenmiştir. Talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması ve enflasyon ana eğiliminin yavaşlamasının yanı sıra, petrol ve ithalat fiyatları varsayımlarının özellikle 2019 yılı için belirgin ölçüde aşağı çekilmesi enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü güncellemede belirleyici rol oynamıştır.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 15,2'den yüzde 14,6'ya düşürülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımındaki gerileme yıl sonu enflasyon tahminine 0,5 puan düşürücü yönde katkı yaparken, yılın son çeyreğinde tüketici enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu tahminlere göre 3,2 puan aşağıda gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğiliminde vergi indirimi etkisi haricinde gözlenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan aşağı çekeceği değerlendirilmiştir. Bunun yanı sıra, vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyat varsayımındaki güncellenmenin enflasyon tahmini üzerindeki yükseltici etkisi 0,2 puan olarak öngörülmüştür. Ayrıca, önümüzdeki dönemde enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması beklenen çıktı açığının 2019 yılı enflasyon tahmini üzerindeki sınırlayıcı etkisi 0,3 puan olarak tahmin edilmiştir. Buna karşın, birim işgücü maliyetleri üzerinden yıl sonu enflasyon tahminine 0,4 puan yükseltici etki geleceği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,6 puan aşağı çekilmiştir.

2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 9,3'ten yüzde 8,2'ye düşürülmüştür. Bir önceki Rapor dönemine göre 1,1 puanlık aşağı yönlü güncellenmenin 0,4 puanı 2019 yıl sonu enflasyon tahmininin düşürülmesinden ve enflasyon ana eğiliminde beklenen iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor dönemine göre 2019 yılı ikinci çeyreğinden itibaren daha zayıf seyretmesi beklenen talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2020 yılında da süreceği tahmin edilmektedir. Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2020 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine göre 0,4 puan aşağı çekmektedir. Petrol fiyatındaki gerileme ve reel kurda ılımlı değerlenme varsayımları altında Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2020 yılı enflasyonunu 0,3 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir.

Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son dönemde gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun korunacağı ve para politikasının enflasyonu 2020 yılının ikinci çeyreğinde tek haneye, sonrasında da yüzde 5 hedefine düşürmeye odaklı bir şekilde oluşturulacağı bir

görünüm esas alınmıştır. Sıkı politika duruşu ile birlikte cari açığa devam etmesi beklenen dengelenme sürecinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlaması beklenmektedir.

Bu görünüm altında, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlenme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede sıkı para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında 2020 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunda tek haneye, 2021 sonu itibarıyla ise yüzde 5 hedefine yakın seviyelere ulaşılacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1). Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş politika koordinasyonunun da desteğiyle geçmişe dönük endekslleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

1.4 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:²

- Fiyatlama davranışına dair belirsizlikler ve beklenti oluşumundaki katılıklar;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Geçmişe endekslleme davranışına dair belirsizlikler;
- Gıda fiyatlarındaki olası oynaklıklar;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyri;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşma;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarında oynaklıklar.

Son dönemde açıklanan veriler ekonomideki reel uyarılmanın hızlı bir şekilde devam ettiğine ve dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon üzerindeki etkisinin belirginleştiği ve 2019 yılı boyunca enflasyondaki düşüşü destekleyeceği değerlendirilmekle birlikte, enflasyon beklentilerinin yüksek seyri, döviz kurundaki oynaklık ve ertelenmiş maliyet baskıları başta olmak üzere çeşitli unsurlar enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Enflasyonda son aylarda kaydedilen düşüşte toplam talepteki zayıflama ve para politikasındaki sıkılaşmanın yanı sıra, 2018 yılının son çeyreğinde başlayan ve 2019 yılının ilk çeyreğinde son ermesi öngörülen vergi indirimleri ve kısa dönemde etkili olan bazı arıza unsurlar da etkili olmuştur. Söz konusu geçici etkilerin geri alınma sürecinde enflasyon patikasının kısa vadede sergileyeceği görünüm büyük ölçüde firmaların fiyatlama davranışlarına bağlı olacaktır.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasındaki yerini korumaktadır. 2019 yılına ilişkin ücret artışlarının toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönde etkili olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak, işverene devlet desteğinin sürdürülmesi olası maliyet baskılarını kısmen sınırlayacağı tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyetteki

² Söz konusu risklerin enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler 7. Bölüm'de yer alan Tablo 7.3.1'de özetlenmektedir.

yavaşlama ve zayıf seyreden istihdam imkânlarının asgari ücret haricindeki ücretler üzerindeki hafifletici etkisine rağmen, ücretlerde geçmiş enflasyona endeksleme davranışının güçlü olması enflasyondaki düşüşü yavaşlatabilecektir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde seyretmesi fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İktisadi birimlerin enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeyi, henüz tam olarak enflasyonun orta vadeli eğilimine yönelik bir iyileşme olarak değerlendirmedikleri görülmektedir.³ Beklentilerdeki bu gelişmeler, ücret ayarlamaları ve genel fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü risklerin sürmesine neden olmaktadır.

Makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak geriye dönük endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi açısından önem arz etmektedir.

TCMB son aylardaki kısmi iyileşmeye karşın fiyat istikrarına yönelik olarak devam eden riskler nedeniyle, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir. Kısa vadede para politikası kararları açısından belirleyici olacak asli unsur enflasyon görünümünde kalıcı olarak nitelendirilebilecek bir düşüş eğiliminin ortaya çıkması olacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. 2018 yılının son çeyreğinde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması nedeniyle gelişmiş ülkelerdeki para politikası normalleşme sürecinin önceki döneme göre daha az sıkı bir politika duruşuna yol açabileceği beklentisinin güçlenmesi, 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunlar gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkışmış olan kredi koşullarında Ekim ayından itibaren kademeli bir gevşeme gözlenmektedir. Söz konusu normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların, aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması, kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeten para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek açısından önemlidir.

Son dönemde iktisadi faaliyette yurt içi talep kaynaklı olarak süregelen yavaşlama enflasyon üzerinde aşağı yönlü risklerin de söz konusu olduğuna işaret etmektedir. Gelişmiş ülke para politikalarına ve küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler sermaye akımları ve dış ticaret kanalı üzerinden büyümeye dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

³ Enflasyon belirsizlik algısına dair göstergelerin seyri Kutu 3.1'de incelenmektedir.

Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdümün, ana senaryoda esas alınan çerçeveden daha zayıf bir görünüm sergilemesi, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından bir risk olarak değerlendirilmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. 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.

Ham petrol fiyatları ile diğer emtia fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde risk oluşturmaktadır. Ham petrol fiyatlarının yakın dönemde belirgin bir düşüş kaydetmesine karşın, ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülerini ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü, jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklığın sürmesi ise yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimlerinin küresel büyümeyi yavaşlatması durumunda emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir eğilim oluşması beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda ise, ham petrol, bazı endüstriyel metaller ve tarım fiyatlarında, Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlamada davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

