

## 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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

Tüketici enflasyonu, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde hızla yükselerek Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin bir biçimde üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 7.1.1). Bu dönemde Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri ve fiyatlama davranışlarında görülen bozulma enflasyon tahminlerindeki sapmada etkili olmuştur. Enflasyondaki artışın alt gruplar geneline yayıldığı, ana eğilim göstergelerinde de belirgin bozulmanın devam ettiği gözlenmiştir. Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler, gerek beklenti gerekse geçmişe dönük endeksleme kanalıyla fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemektedir. Üretici enflasyonunun üçüncü çeyrek itibarıyla yüksek seviyelere ulaşmasıyla tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları belirginleşmiştir.

Güncel olarak açıklanan milli gelir ve istihdam verileri ile geriye dönük güncellemeler iktisadi faaliyetin, 2018 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinden bir miktar daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri yılın ikinci çeyreği için yukarı yönlü, üçüncü çeyreği için ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Öte yandan, son dönemde Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybı ve yükselen belirsizlik algısının etkisiyle finansal piyasalarda görülen oynaklık artmış; finansal koşullar öngörülerin üzerinde sıkışmıştır. Bu çerçevede, 2018 yılının son çeyreğinde talep koşullarındaki yavaşlamanın daha hızlı olacağı değerlendirilmektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, maliye politikasının dengelenme sürecine vereceği katkının arttığı ve risk algısının kademeli olarak iyileştiği bir görünüm esas almıştır.

**Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi\***

	2018-II	2018-III
Çıktı Açığı	1,3 (0,4)	-0,7 (-0,5)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	15,4 (15,4)	24,5 (15,4)
İşlenmemiş Gıda, Tütün ve Alkollü İçecekler Dışı Enflasyon (İGTD) (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	15,2 (15,2)	24,8 (15,7)

\* Parantez içindeki sayılar Temmuz Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

Temmuz Enflasyon Raporu sonrası dönemde Türkiye'ye ilişkin finansal piyasa göstergeleri, jeopolitik gelişmeler, enflasyon görünümünün bozulması ve makro politika bileşimine dair belirsizlikler nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelerden olumsuz ayrılmıştır. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de Ağustos-Ekim döneminde portföy çıkışları artmıştır. Finansal piyasalarda gözlenen oynaklığın da etkisiyle kredi-mevduat faiz farkı oldukça yüksek seviyelere çıkmış ve finansal koşullardaki sıkılık belirgin şekilde artmıştır. Kredilerdeki daralma hem arz hem talep kaynaklı olarak devam etmektedir. Banka Kredileri Eğilim Anketi de, üçüncü çeyrekte kredi standartlarının sıkılaştığına ve bu sıkılaştırmanın dördüncü çeyrekte de devam edeceğine işaret etmektedir.

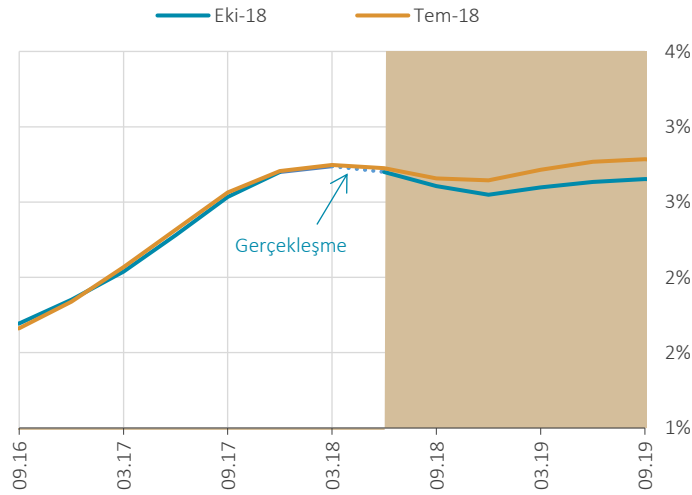
Ağustos ayında TCMB ve BDDK'nın aldığı likidite tedbirleri ve Eylül ayı PPK toplantısında fiyat istikrarı amacını desteklemeye yönelik olarak yapılan güçlü parasal sıkılaştırmanın etkisiyle Eylül ve Ekim aylarında finansal göstergelerde bir miktar iyileşme gözlenmiş ve Türk lirası kayıplarının bir kısmını geri almıştır. Ekim ayı PPK toplantısında finansal koşullardaki sıkılaştırmanın da etkisiyle iç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı öngörüsüyle fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklere dikkat çekilerek sıkı parasal duruşun korunmasına karar verilmiştir.

## Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

### Küresel Büyüme

Temmuz Enflasyon Raporu sonrası dönemde küresel büyüme hızı ivme kaybetmiştir. Bu dönemde açıklanan verilere göre ABD'de büyüme yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe benzer bir seyir gösterirken, Euro Bölgesi'nde büyüme yavaşlamıştır. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler küresel büyümenin daralmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Eylül Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2018 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminleri bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, ABD için değişmemiş, Euro Bölgesi için ise sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu büyüme eğiliminin, yılın geri kalanında ve 2019 yılında gelişmekte olan ülkeler ve Euro Bölgesi kaynaklı olarak bir miktar yavaşlayacağı beklenmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak alınan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı önümüzdeki dönem için bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin dış talep görünümünde, jeopolitik gelişmeler ve korumacılık söylemleri ile ilişkili olarak aşağı yönlü riskler daha belirgindir.

Grafik 7.1.1: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi\* (Yıllık Ortalama % Değişim)



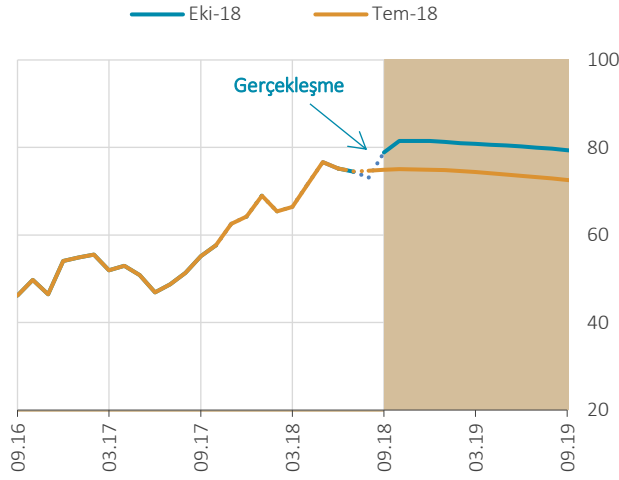
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

### İthalat Fiyatları

Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak, Temmuz Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için ortalama 73 ABD dolarından 75 ABD dolarına, 2019 yılı için ise 73 ABD dolarından 80 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşme, Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. 2019 yılına ilişkin varsayımlar ise sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

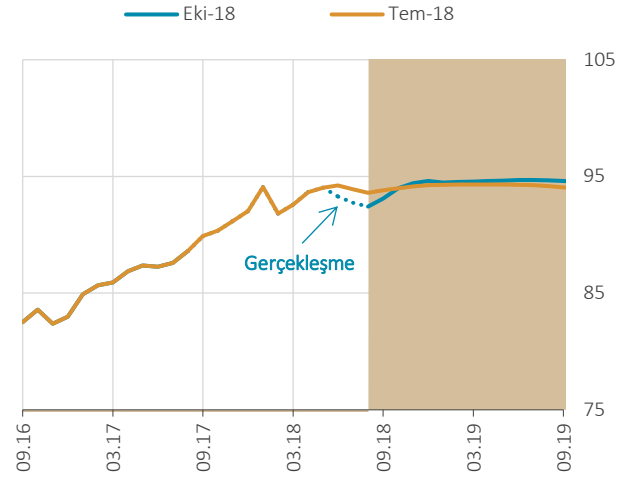
Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 7.1.3: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\* (Endeks, 2010=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

## Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bu yana gelişmiş ülkelerin para politikalarında normalleşme devam etmektedir. Fed beklentilerle uyumlu olarak 2018 yılının üçüncü faiz artırımını yapmıştır. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırma eğilimini kademeli bir şekilde devam ettirmesi beklenmektedir. Fed'in 2019 yılında öngördüğü üç faiz artışına karşın, piyasanın fiyatladığı faiz artışı sayısı geçen rapor dönemi ile aynı düzeyde ve ikinin altındadır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre 2019 yılının ikinci yarısı itibarıyla sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

## İşlenmemiş Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir diğer değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı üçüncü çeyreği sonunda yüzde 34'e ulaşarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze fiyatlarında Temmuz ve Ağustos aylarında beklenen düzeltme sınırlı kalmış, Eylül ayında ise güçlü bir fiyat artışı gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler ışığında, 2018 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini yüzde 13'ten yüzde 29,5'e; 2019 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini ise yüzde 10'dan yüzde 13'e güncellenmiştir (Tablo 7.1.2).

## Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre iktisadi faaliyeti daha az destekleyici bir konuma gelmiştir. Eşel mobil uygulamasıyla uluslararası petrol fiyatları ve döviz kurundaki artışların akaryakıt fiyatlarına yansımaları sınırlı kalmaya devam etmiştir. Buna karşılık, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yapılan ayarlamalar Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen oranların üzerinde gerçekleşerek, enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. 20 Eylül 2018 tarihinde açıklanan Yeni Ekonomi Programı'nda, kamu maliyesinin, makro dengelenme sürecine sıkı politika çerçevesi izleyerek katkıda bulunacağı belirtilmiştir. Sıkı politika çerçevesinin vergi artışları yolu ile değil, harcamalarda kesinti yoluyla belirlenmiş olması, fiyat istikrarına katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, ileriye dönük tahminler oluşturulurken, 2019 yılında daha belirgin olmak üzere kamunun iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun yerini zayıf bir duruşa bıraktığı;

buna bağılı olarak harcama ve cari transferlerdeki artış oranlarının azaldığı; kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde büyük ölçüde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlendiği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür (Kutu 6.1).

**Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

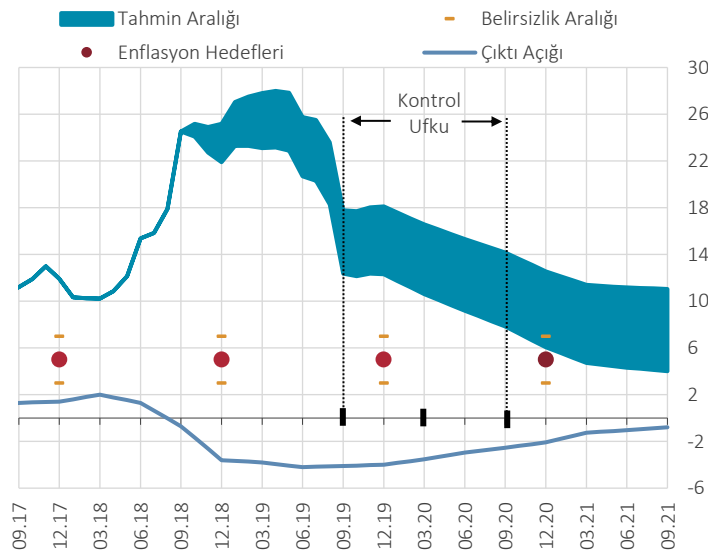
	2018	2019
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,5 (2,6)	2,6 (2,7)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	75 (73)	80 (73)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,0 (6,3)	1,3 (0,5)
ABD 3 Aylık Tahvil Faizleri (Yıl Sonu, Yüzde)	2,3 (2,3)	3,0 (2,9)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	29,5 (13,0)	13,0 (10,0)

\* Parantez içindeki sayılar Temmuz Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

## 7.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 23,5 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 15,2'ye, 2020 yılsonunda yüzde 9,3'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 21,9 ile yüzde 25,1 aralığında (orta noktası yüzde 23,5), 2019 yılı sonunda yüzde 12,3 ile yüzde 18,1 aralığında (orta noktası yüzde 15,2), 2020 yılı sonunda ise yüzde 6,0 ile yüzde 12,6 aralığında (orta noktası yüzde 9,3) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1). Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

**Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\***



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Enflasyon tahminlerindeki yukarı yönlü güncelleme büyük ölçüde, Temmuz Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde döviz kurunda gözlenen hızlı yükseliş ve fiyatlama davranışındaki bozulmadan kaynaklanmıştır (Grafik 7.2.2). Öte yandan, çıktı açığı 2018 yılı son çeyreğinden itibaren özellikle 2019 yılı için belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiş ve talep koşullarının bir önceki Rapor dönemine göre enflasyonu düşürücü yöndeki etkisi güçlenmiştir. 2018 ve 2019 yılına ilişkin enflasyon tahminlerindeki yukarı yönlü güncellenmenin kaynakları Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

**Tablo 7.2.1: 2018 ve 2019 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları**

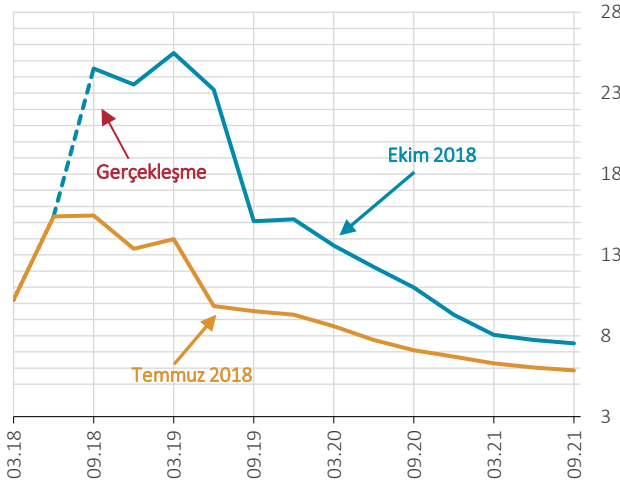
	2018	2019
2018-III (Temmuz 2018) Tahmini	13,4	9,3
2018-IV (Ekim 2018) Tahmini	23,5	15,2
<b>2018-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	10,1	5,9
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları</b>		
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları ile Enerji Fiyat Ayarlamaları Dahil)	4,1	3,0
Enflasyon Tahminindeki Sapma/Enflasyonun Ana Eğilimi	2,5	3,6
Gıda Enflasyonu	3,8	0,7
Çıktı Açığı	-0,3	-1,4

Kaynak: TCMB.

2018 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 13,4'ten yüzde 23,5'e yükseltilmiştir. Temmuz Enflasyon Raporuna göre 10,1 puanlık yukarı yönlü güncellenmenin 4,1 puanı Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Söz konusu etkinin büyük kısmı yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda görülen değer kaybı ve kurdan enflasyona geçişkenlikte gözlenen değişimden kaynaklanmakla birlikte; akaryakıt dışı enerji fiyatlarındaki artışların geçen Rapor dönemi varsayımlarının üzerinde kalması da bu güncellemede etkili olmuştur. Eşel mobil uygulamasının 2018 yıl sonuna kadar sürdürüleceği varsayımı, kurdaki artışın akaryakıt fiyatları kanalıyla enflasyon tahmini üzerinde oluşturacağı ek baskıyı sınırlamaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyon tahminindeki 9,1 puanlık sapma ile fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın yıl sonu enflasyon tahminini 2,5 puan yükselteceği; gıda enflasyonu varsayımındaki güncellenmenin de 3,8 puan yukarı yönlü etki yapacağı değerlendirilmiştir. Çıktı açığında 2018 yılı son çeyreğinde belirginleşen derinleşmenin 2018 yılı enflasyonunu sınırlayıcı etkisi -0,3 puan olarak tahmin edilmiştir.

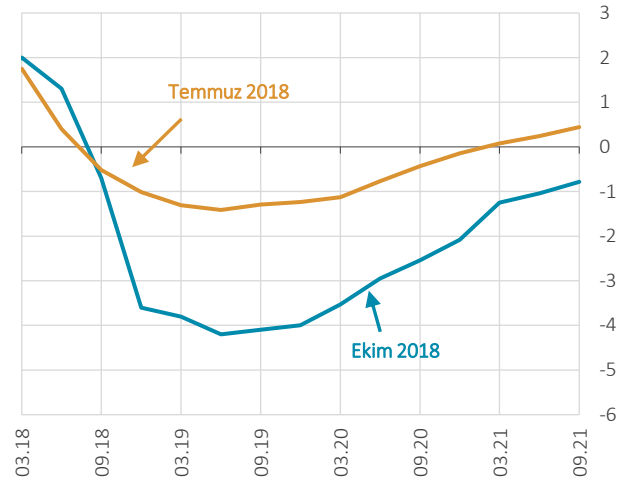
Talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2019 yılında belirginleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.3). Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2019 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine göre -1,4 puan aşağı çekmektedir (Tablo 7.2.1). Diğer taraftan, enflasyondaki ataletle birlikte 2019 yılına taşınması beklenen kur etkisi ile 2019 yılında petrol fiyatı varsayımındaki yükselişin enerji fiyatlarına beklenen yansımalarına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2019 yıl sonu tahmini üzerindeki yükseltici etkisi toplamda 3,0 puan olarak tahmin edilmektedir. 2018 yıl sonu enflasyon tahminindeki 10,1 puanlık sapmanın 3,6 puanının geçmişe dönük endeksleme davranışına bağlı olarak 2019 yıl sonu enflasyon tahminine de yansımaları beklenmektedir. Son olarak, 2019 yılı gıda enflasyonu varsayımının yüzde 10'dan yüzde 13'e yükseltilmesi, 2019 yıl sonu enflasyon tahminine 0,7 puan eklemiştir. Bu doğrultuda, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor dönemine göre 5,9 puan yükseltilerek, yüzde 15,2'ye çekilmiştir (Grafik 7.2.2).

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



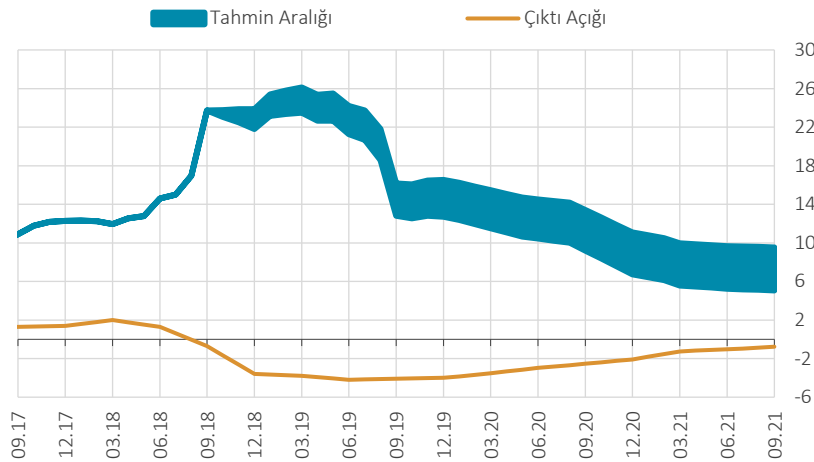
Kaynak: TCMB.

Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son haftalarda gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun ve enflasyon odaklı politika eşgüdümünün kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra cari açığa devam etmesi beklenen dengelenme sürecinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna göre, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlendirme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş makro politika koordinasyonunun da desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün ve özellikle finansal istikrarı destekleyici politikaların kredi piyasası ve yurt içi talep üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlayarak makro dengelere ve dezenflasyon sürecine olumlu katkı yapması beklenmektedir. Bu çerçevede, sıkılaştırılan finansal koşulların etkisiyle 2018 yılı son çeyreğinden itibaren belirgin ölçüde azalması beklenen çıktı açığının, 2019 yılı ikinci yarısından itibaren yavaş ve kademeli olarak toparlanacağı ve iç talepteki yavaşlamanın daha fazla derinleşmeyeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.3). Bu öngörüler, bankaların yurt dışı finansman koşullarının ve kredi arzının iyileştiği, yeniden yapılandırmalara ilişkin belirsizliklerin azaldığı ve güvenin artmasıyla kredi kanalının işlerlik kazandığı bir görünüm ile uyumludur.

İşlenmemiş gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, çekirdek enflasyon göstergelerine ilişkin tahminler de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Tüketici enflasyonuna benzer bir şekilde, B endeksi yıllık enflasyonunun 2018 yılında yüksek seyrini koruyacağı, 2019 yılının ikinci yarısında hızlı bir düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 6 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini\*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

Gelinen noktada yüksek enflasyonun yalnızca maliyet artışları ve talep yönlü baskılardan kaynaklanmadığı, fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da fiyat artırma eğiliminin ekonominin geneline yayılmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin belirgin şekilde üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Orta vadeli beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkması, enflasyon beklentilerini çıpalayacak bir para politikası stratejisinin diğer ekonomi politikalarıyla eşgüdüm halinde uygulanmasının ve enflasyonu düşürme konusundaki ortak kararlılığın iletişiminin güçlü bir şekilde yapılmasının önemine işaret etmektedir. Maliye politikasının dengelenme sürecine katkıda bulunması ve kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi de beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2018 Yıl Sonu	23,5	24,2	5,0
12 Ay Sonrası	14,9	17,0	5,0
24 Ay Sonrası	10,4	12,7	5,0

Kaynak: TCMB.

\* Ekim ayı Beklenti Anketi verileri.

## 7.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

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

Değişen enflasyon dinamiklerine bağlı olarak enflasyon ve tahmin belirsizliğinin yükselmiş olmasının dışında makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:

- Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda ilave bozulma;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaştırmanın belirginleşmesi;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret politikaları) dair riskler;
- Ücret artışlarında geçmişe endekslemenin yükselmesi;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarının yükselmesi;
- Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi.

Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 7.3.1’de özetlenmektedir.

Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne dair başlıca riskin fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın devam etmesi olduğu değerlendirilmektedir. Son aylarda döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlendiği, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı ve fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir. Mevcut durumda döviz kuru kaynaklı ilave enflasyon baskılarının nispeten sınırlı kalacağı değerlendirilmekle birlikte, döviz kuru oynaklığının halen yüksek seyretmesi enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Enflasyonun ve ülke risk priminin bulunduğu yüksek seviyelerde, makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyonu düşürücü etkisinin yeterince hızlı ve etkin bir şekilde hayata geçmemesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda fiyatlama davranışında ortaya çıkacak ilave bozulma enflasyonu düşürmek için mevcut Raporda öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşunun daha uzun süre sürdürülmesini gerektirebilecektir.

Fiyatlama davranışındaki bozulma, finansal koşullardaki sıkılık ve reel sektörün finansal durumu arasındaki etkileşim yakın dönemde enflasyon dinamiklerinde değişime yol açarak enflasyon ve tahmin belirsizliğini yükseltmiştir. Firmaların maruz kaldığı birikimli maliyet baskıları ve kârlılıklarındaki düşüş, işletme sermayesi maliyetlerindeki artış da dikkate alındığında, talep kanalının enflasyonu düşürücü etkisinin tarihsel verilerin ima ettiğinden daha sınırlı kalmasına neden olabilecektir. Kısa vadede para politikası kararları yeni açıklanacak verilere daha duyarlı olacak ve enflasyon görünümünde değişiklikler tespit edilmesi durumunda para politikası duruşu buna göre uyarlanacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Gelişmiş ülkelerde parasal sıkılaştırma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş, dünya ticaretinde korumacılığın yükselmesi, İngiltere’nin AB’den çıkış sürecine dair gelişmeler, İtalya’nın bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler ile İran’a yönelik olarak uygulanması beklenen yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının önümüzdeki dönemde dalgalı bir seyir izlemesine neden olarak portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. 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 sıkılaştırmaya gidilebilecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkılaştırılmış olan kredi koşullarında önümüzdeki dönemde meydana gelecek 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 sınırlandıracak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeten para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaştırma döngüsüne girmesini önlemek açısından büyük önem kazanmıştır.

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 fiyat, vergi ve ücret 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.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasında yer almaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve artan işsizliğin aşağı yönlü etkilerine karşın, enflasyondaki yüksek düzeylerin endeksleme kanalıyla ücretler üzerinde yukarı yönlü etkide bulunacağı tahmin edilmektedir. Bu noktada yukarıda bahsedilen endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması yönündeki çabaların yanında, maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarıyla ne ölçüde telafi edilebildiğine ve reel ücret artışlarının toplam talep üzerindeki etkisine yönelik değerlendirmeler de para politikası kararlarında önemli rol oynayacaktır.

Ham petrol fiyatları ve yurt içi gıda fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Yakın dönemde ABD'de kaya petrolü arzına ilişkin sorunların büyük ölçüde çözülmesine karşın, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan arz eksikliği, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, küresel büyüme üzerindeki muhtemel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Yurt içindeki gıda fiyatlarına dair risklerin de, özellikle kısa vadede, birikimli maliyet yönlü baskılardan ötürü yukarı yönlü olduğu tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

Tablo 7.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda ilave bozulma	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyonda kaydedilen yüksek seviyelerin fiyatlama davranışında ilave bozulmaya yol açarak geçmiş enflasyona endeksleme davranışını daha da güçlendirme ihtimali bulunmaktadır.</li> <li>Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin birbirini besleyen bir sürece yol açarak enflasyon beklentilerine dair çıpanın zayıflaması söz konusu olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Yayılm endeksleri</li> <li>Beklenti Anketi</li> <li>Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışının güçlenmesi</li> </ul>
Değişen enflasyon dinamiklerine bağlı olarak enflasyon ve tahmin belirsizliğinin yükselmesi	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Birikimli maliyet baskıları ve firma kârlılıklarındaki düşüşe ilave olarak işletme sermayesi maliyetlerindeki artış, çıktı açığı ile enflasyon arasındaki tarihsel ilişkinin değişmesine yol açabilecektir.</li> <li>Döviz kuru oynaklığının halen yüksek seyretmesi, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliği artırabilmektedir.</li> <li>Enflasyonla Topyekûn Mücadele programı kapsamında gerçekleşen indirimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin büyüklüğü ve kalıcılığına dair belirsizlikler kısa vadeli enflasyon tahminleri üzerinde etkili olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri</li> <li>Çeşitli çıktı açığı göstergeleri</li> <li>Sektörler itibarıyla firmalar kesimi finansal tabloları ve TGA'lar</li> <li>Yayılm endeksleri</li> <li>Enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması	<p><b>Küresel Para Politikaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Gelişmiş ülkelerde parasal sıkılaşıma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş geliştirmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yavaşlamasına yol açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Küresel Risk İştahı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı ticaret politikaları küresel büyümeye dair endişeleri tetikleyerek küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecektir.</li> <li>İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair belirsizlikler, İtalya'nın borç dinamiklerine dair endişelerin ve İran'a yönelik uygulanması beklenen yaptırımların küresel risk iştahını sınırlaması mümkün görülmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı</li> <li>Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler</li> <li>Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler</li> </ul>

Tablo 7.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaştırmanın belirginleşmesi	<p><b>Bilanço Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Firma bilançolarında döviz kurları ile girdi maliyetlerindeki artış kaynaklı bozulma ile nakit akışındaki yavaşlama, iktisadi faaliyette mevcut Raporda öngörülenden daha belirgin bir yavaşlamaya yol açabilecektir.</li> <li>Finansal güçlülere bağlı olarak borcunu ifa edemeyen firma sayısının yükselmesi ülke risk primi üzerinde de olumsuz etkide bulunabilecektir.</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle kredi koşullarının sıkılaştırılması söz konusu olabilecektir.</li> </ul> <p><b>Banka Kredi Verme Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bankaların SYR'lerindeki düşüş kredi arzı üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kamu ve özel banka ayrımında kredi büyümesi gelişmeleri</li> <li>Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler</li> <li>Sektörler ve kredi türleri cinsinden TGA'lar</li> <li>Firma tahvil ihraçlarının getiri farkı</li> <li>Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi)</li> <li>Finansal ve reel kesim bilançoları, finansal fon akımları</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel)</li> <li>Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri</li> </ul>
Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<p><b>Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Maliye politikasının yurt içi talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki genişletici etkisinin devam etmesi fiyatlar üzerinde talep baskısının sürmesine yol açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Maliye politikasının para politikası ile yeterince eşgüdüm hâlinde bulunmaması ve, başta cari işlemler dengesi ve enflasyon olmak üzere, makroekonomik dengelenme sürecine ihtiyaç duyulan düzeyde katkı vermemesi ülke risk priminin yükselmesine yola açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Kamu tarafından belirlenen ücretlerde ve diğer yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarında geçmiş enflasyona endekslemenin devam etmesi, enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li> <li>Ham petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların akaryakıt fiyatları üzerindeki etkisini yumuşatan idari düzenlemenin fiyatları yükseltici bir konjonktürde sona erdirilmesi enflasyon üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yeni Ekonomi Programı ve 2019 yılı bütçesi çerçevesinde alınması öngörülen maliye politikası tebirleri</li> <li>Para ve maliye politikası etkileşimine dair gelişmeler</li> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Maliye politikası tedbirlerine duyarlı harcama kalemlerindeki gelişmeler</li> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Bütçe, cari işlemler ve diğer ödemeler dengesi göstergeleri</li> <li>Çıktı açığı tahminleri</li> </ul>
Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların sürmesi	<p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ülke risk primini belirleyen unsurlardaki gelişmelere bağlı olarak Türkiye'ye yönelik risk algısının bozulması veya küresel finansal piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalardan kaynaklanabilecek bulaşıcılık etkisi ülke risk primini olumsuz etkileyebilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>İma edilen kur oynaklıkları</li> <li>Risk primi göstergeleri</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Döviz kurları</li> </ul>

Tablo 7.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Ücret artışlarında geçmişe endekslemenin yükselmesi	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklentiler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyondaki yüksek düzeylerin endeksleme kanalıyla ücretler üzerinde yukarı yönlü etkide bulunmasından ötürü, maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarıyla telafi edilemediği durumda, tüketici fiyatlarına yansımaları söz konusu olabilecektir.</li> </ul> <p><b>Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2019 yılında gerçekleşmesi beklenen reel ücret artışları toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reel birim işgücü maliyetleri</li> <li>Reel kazanç endeksleri</li> <li>Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri</li> <li>Asgari ücret belirlenme süreci</li> <li>Tüketim harcamaları</li> </ul>
Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması	<p><b>Dış Talep:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Söz konusu politikaların başta ABD ve Çin ekonomisi olmak üzere küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü etkide bulunması mümkündür. Bahsi geçen ek gümrük tarifesi Avrupa Birliği'nde iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu durumda Türkiye'nin dış talebinde görülebilecek zayıflama kapasite baskılarını azaltabilecektir.</li> <li>Talebin bazı sektörlerde korumacı önlemlere maruz kalan ülkelerden Türkiye'ye yönelmesi durumunda sektörel kapasite baskıları hissedilebilecektir.</li> </ul> <p><b>Küresel Enflasyon ve Finansal Koşullar:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı önlemlerin taraf ülkelerde enflasyona yol açması nedeniyle para politikalarının tepki vermesi küresel finansal koşulları sıkılaştırarak Türk lirasında değer kaybına neden olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı ticaret politikalarındaki gelişmeler</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri</li> <li>Sektörel faaliyet ve fiyat verileri</li> <li>Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi</li> </ul>
Ham petrol ve ithalat fiyatları	<p><b>İthalat Fiyatları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol piyasasında, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan arz eksikliği, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir.</li> <li>Küresel büyümedeki zayıflamaya dair riskler ise orta vadede emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü etkide bulunabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC kararları</li> <li>Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler</li> <li>İthalat ve cari işlemler dengesi</li> </ul>
Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi	<p><b>İşlenmemiş Gıda Fiyatları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Son dönemde uzun vadeli eğilimlere kıyasla yüksek artış sergileyen işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülen düzeltmenin gecikmesi durumunda enflasyon beklentileri de olumsuz etkilenebilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alt kalemler ve maddeler itibarıyla gıda fiyatlarındaki gelişmeler</li> <li>İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması</li> <li>Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri</li> </ul>

\* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑, ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. Enflasyon tahmini üzerinde net etkinin tam olarak belli olmadığı durumlar için ↔ işareti kullanılmıştır. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.