TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Enflasyon Raporu

2019-III

İçindekiler

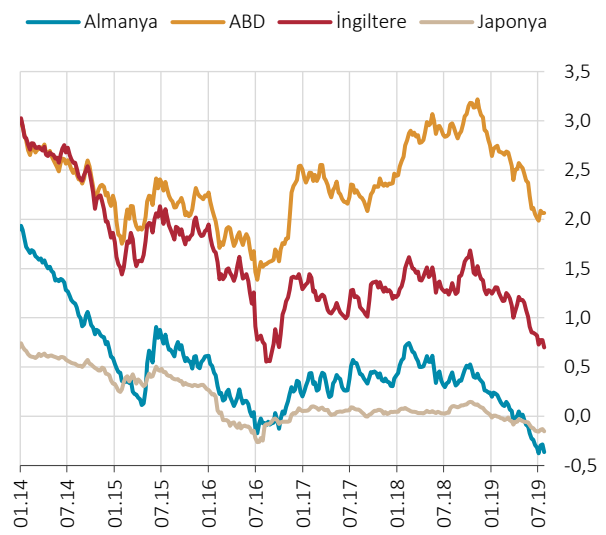
1.	GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1	Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar	2
1.2	Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3	Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	7
1.4	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi	9
2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	13
2.1	Küresel Büyüme	13
2.2	Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	15
2.3	Küresel Para Politikası Gelişmeleri	18
2.4	Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları	20
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	27
3.1	Temel Enflasyon Görünümü	28
3.2	Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	33
3.3	Yurt İçi Üretici Fiyatları	35
3.4	Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları	36
3.5	Beklentiler	37
4.	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	41
4.1	Üretim Gelişmeleri	41
4.2	Talep Gelişmeleri	44
4.3	İşgücü Piyasası	48
4.4	Ücretler ve Verimlilik	50
4.5	Çıktı Açığı	52
5.	FİNANSAL KOŞULLAR VE PARA POLİTİKASI	61
5.1	Finansal Piyasalar ve Para Politikası	61
5.2	Kredi Koşulları	65
6.	KAMU MALİYESİ	69
6.1	Bütçe Gelişmeleri	69
6.2	Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	72
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	75
7.1	Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	75
7.2	Orta Vadeli Görünüm	78
7.3	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi	81
	KUTULAR	
Kutu 2.1	Gelişmekte Olan Ülkelerin Borçlanma Yapısına İlişkin Gözlemler	23
Kutu 3.1	Elektrik ve Doğalgaz Fiyat Artışlarının Tüketici Fiyatlarına Dolaylı Etkileri	38
Kutu 4.1	İmalat Sanayi Üretimi ve PMI Göstergeleri İlişkisi	53
Kutu 4.2	Türkiye'nin Küresel Değer Zincirleri İçerisindeki Konumu	57
Kutu 7.1	Merkez Bankası Enflasyon Tahminleri ve Parasal Duruş	87

1. Genel Değerlendirme

Küresel iktisadi faaliyette 2018 yılının ikinci çeyreğinden bu yana devam eden yavaşlama eğilimi 2019 yılının ilk çeyreğinde de sürmüştür. Söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıflama Doğu Avrupa ve Latin Amerika bölgeleri kaynaklı olarak belirginleşmiş; gelişmiş ülkelerde ise daha ziyade ABD ve Japonya'daki büyüme performansına bağlı olarak daha olumlu bir görünüm izlenmiştir. Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin oldukça yüksek seyretmesi 2019 yılı küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. 2019 yılının ikinci çeyreğinde küresel ölçekte artan enflasyon oranlarının, ılımlı seyreden küresel büyüme ve emtia fiyatlarına bağlı olarak yılın geri kalanında yatay bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir.

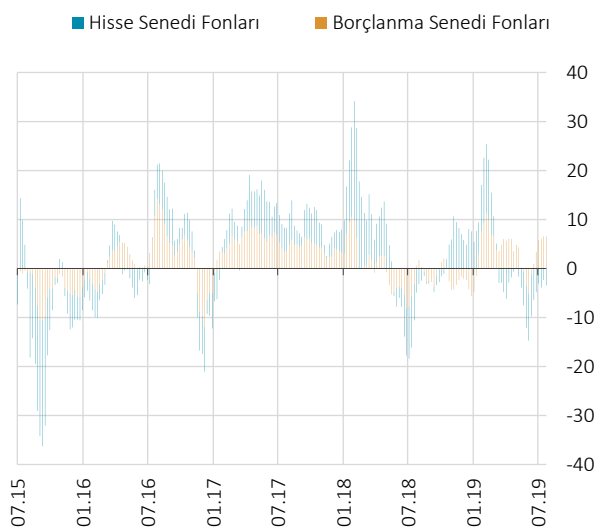
Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliğin yüksek seyri ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi, yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesine yol açmıştır. Bu bağlamda, uzun vadeli tahvil getirileri gerilemeye devam etmiştir (Grafik 1.1). Ancak, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) özgü kırılganlıklar nedeniyle, yılın ikinci çeyreğinde söz konusu ülke grubuna yönelen portföy akımlarının zayıf bir seyir izlediği gözlenmektedir (Grafik 1.2). Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını artırabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

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.

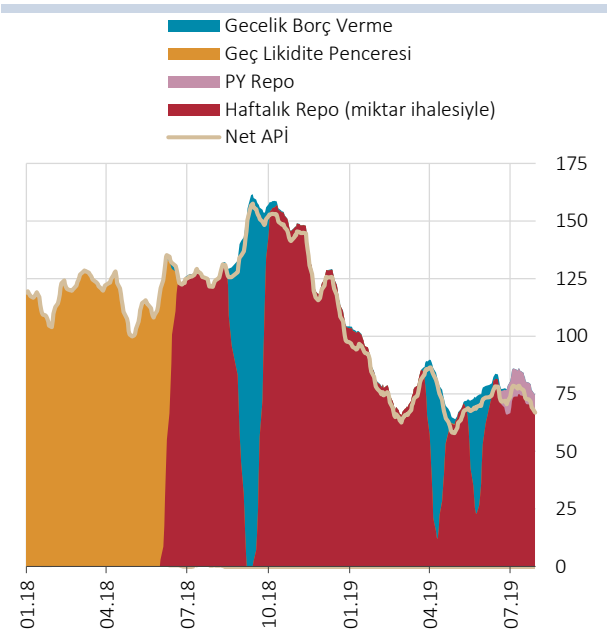
Yılın ilk yarısında, belirsizlikler ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelerden olumsuz ayrışan Türkiye'nin ülke risk primi, Haziran ayı ortalarından sonra hızla gerilemiştir. Bu doğrultuda, yılın ikinci çeyreğinde, Haziran ayına kadar olan dönemde, Türkiye'den portföy çıkışları gözlenmiş; sonrasında ise, ağırlıklı olarak hisse senedi piyasası olmak üzere, portföy girişleri izlenmiştir. Mevcut Rapor döneminde, ülke risk primindeki gerilemeye ve olumlu makroekonomik gelişmelere bağlı olarak piyasa faizleri tüm vadelerde gerilemiştir. Öte yandan, bankaların, TL fonlama maliyetlerindeki artışı yansıtması sonucunda, bu çeyrekte, ihtiyaç, taşıt ve konut kredilerinde faiz oranları yükselmiş ve kredi büyüme hızları gerilemiştir. Söz konusu çeyrekte kredi büyüme hızındaki gerilemede, bankaların kredi standartlarındaki sıkılık ve kredi talebindeki zayıflama etkili olmuştur.

Tüketici enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre, 3,99 puan düşerek yüzde 15,72'ye gerilemiştir. Enflasyondaki bu düşüşe, ana gruplar itibarıyla, sırasıyla, gıda, temel mal ve enerji grupları katkı vermiş; hizmet enflasyonu ise bu çeyrekte yüksek seviyesini korumuştur. Sıkı para politikası duruşu, işlenmemiş gıda enflasyonunda ürün arzındaki artışa bağlı olarak meydana gelen yavaşlama, iç talep koşullarındaki zayıf seyir ve ılımlı seyreden emtia fiyatları bu çeyrekte enflasyondaki iyileşmeyi destekleyen unsurlar olurken; güçlü turizm talebi, döviz kuru ve reel birim işgücü maliyetlerindeki seyir ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışı söz konusu iyileşmeyi sınırlamıştır. Bu görünüm altında, yılın ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu önemli bir düşüş sergilemiştir. Öte yandan, iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu olarak kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Yurt içi talep dönemlik büyümenin sürükleyicisi olmuş, net ihracat ise yatay bir seyir izlemiştir. 2019 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi ılımlı bir şekilde devam etmiş, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

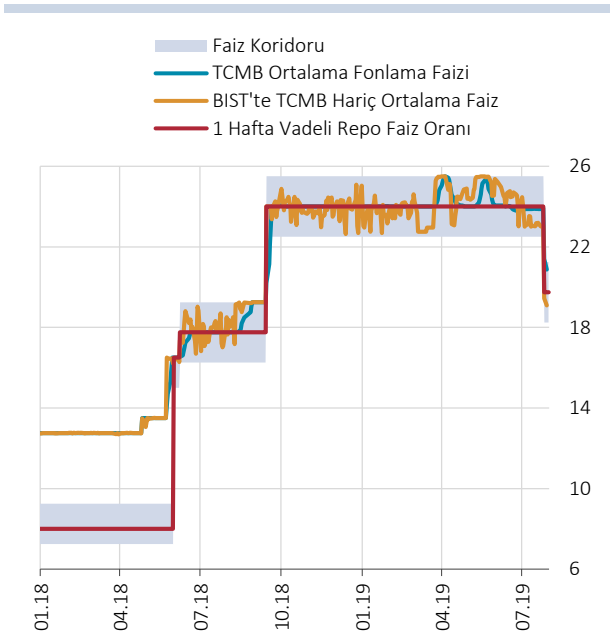
Yılın ilk yarısında, TCMB, fiyat istikrarına yönelik riskler doğrultusunda sıkı para politikası duruşunu korumuş ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutmuştur. Diğer taraftan, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak 9-20 Mayıs 2019 tarihleri arasında haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve BIST Repo Piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz oranı bu dönemde geçici olarak yükselmiştir (Grafik 1.1.1). Parasal sıkılaştırmanın etkileri ve iç talep gelişmeleri yılın ikinci çeyreğinde enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Bu doğrultuda, Temmuz ayı PPK toplantısında, enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirmesiyle parasal duruşun sıkılığının azaltılmasına karar verilmiş ve bir hafta vadeli repo ihale faizi yüzde 19,75'e indirilmiştir (Grafik 1.1.2). Ayrıca, para politikası görünümüne dair olarak, parasal sıkılığın düzeyinin enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirleneceği vurgulanmıştır.

Grafik 1.1.1: TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

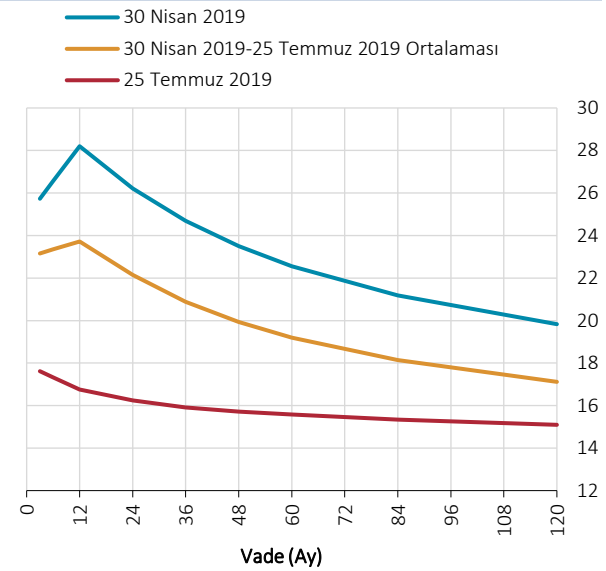
Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

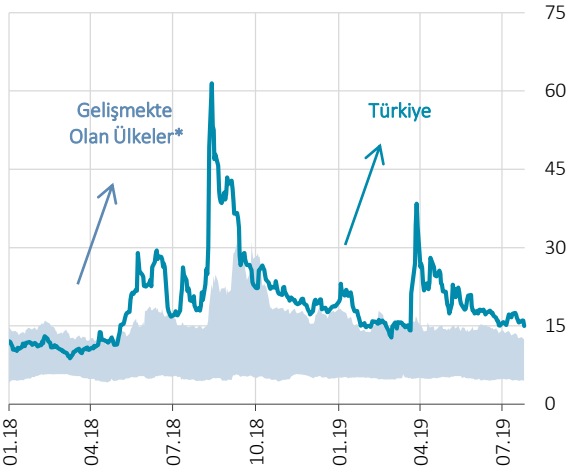
Sıkı para politikası, ülke risk primindeki düşüş ve olumlu makroekonomik gelişmelerin etkisiyle piyasa faizlerinin tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre gerilediği gözlenmiştir (Grafik 1.1.3). Döviz kuru gelişmelerine paralel olarak Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde azalmıştır (Grafik 1.1.4).

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



Kaynak: Bloomberg.

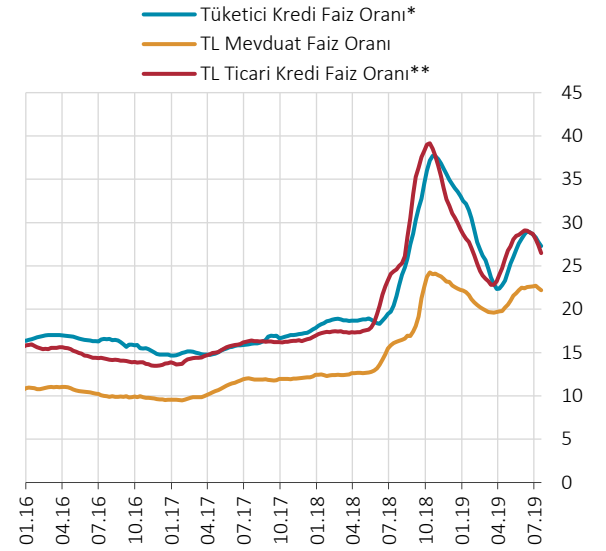
Grafik 1.1.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, %)



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

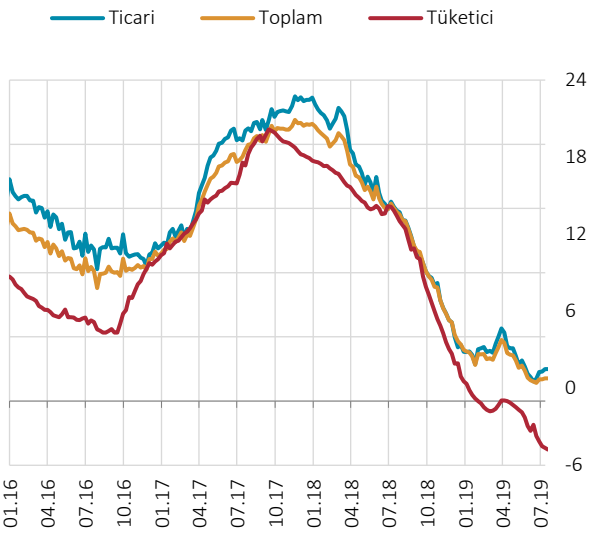
Yılın ikinci çeyreğinde, kredi faiz oranlarında gözlenen artışa ilaveten (Grafik 1.1.5) genel ekonomik görünümün de etkisiyle, kredi büyüme hızları, tüketici kredilerinde daha belirgin olmak üzere, gerilemiştir (Grafik 1.1.6).

Grafik 1.1.5: Kredi ve Mevduat Faizleri (Akım Veriler, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.
* İhtiyaç, taşıt ve konut kredi faizlerinin ortalaması
**Kredi Mevduat Hesabı, Kredi Kartı ve Sıfır Faizli Krediler Hariç

Grafik 1.1.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

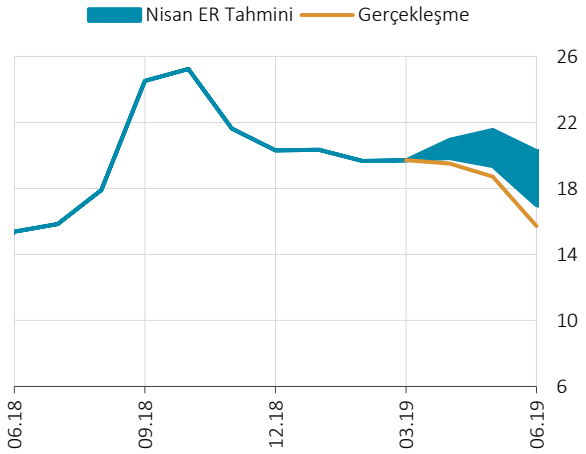
1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2019 yılının ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyrek sonuna kıyasla, 3,99 puanlık düşüşle yüzde 15,72'ye gerileyerek Nisan Enflasyon Raporu tahmininin altında gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu da öngörülere kıyasla daha düşük

gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.2). Bu dönemde özellikle işlenmemiş gıda enflasyonu beklenenden olumlu bir seyir izlemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde, Türk lirasındaki değer kaybına karşın, geçen yıldan gelen yüksek baz etkisi, iç talep koşullarındaki zayıf seyir ve emtia fiyatlarındaki gerileme ile hem tüketici enflasyonu hem de çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonunda yavaşlama izlenmiştir.

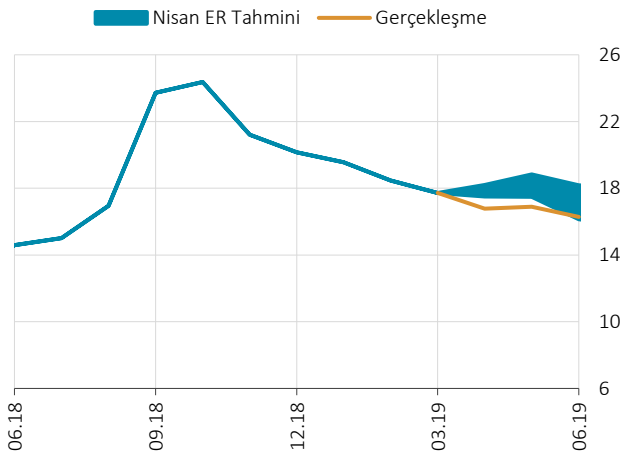
Grafik 1.2.1: Nisan 2019 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



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 (B Endeksi) için Nisan 2019 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



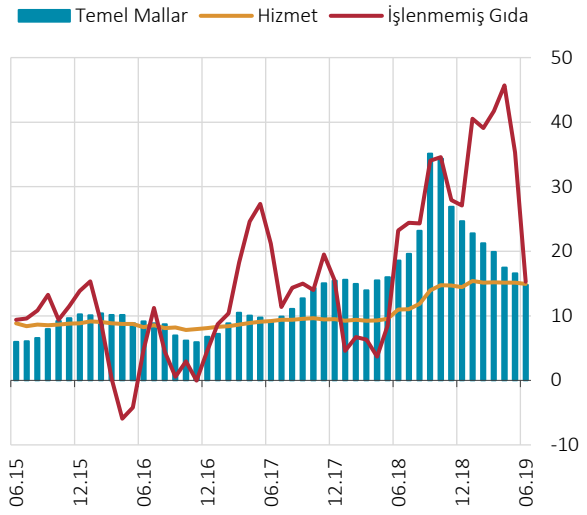
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Enflasyondaki düşüşü bu dönemde işlenmemiş gıda, temel mal ve enerji grupları sürüklemiştir. İşlenmemiş gıda grubunda olumlu arz görünümüne bağlı olarak sebze fiyatlarında gözlenen belirgin düşüş öne çıkmıştır. Temel mal grubunda ise yıllık enflasyon, iç talepteki zayıf seyrin yanında enflasyon üzerindeki birikimli döviz kuru etkisinin azalmasıyla birlikte düşüş eğilimini bu çeyrekte de sürdürmüştür (Grafik 1.2.3). Enerji fiyatları yıllık enflasyonu döviz kurundaki yükselişe karşın, petrol fiyatlarındaki gerileme ve şebeke suyu gibi yönetilen/yönlendirilen kalemlerdeki fiyat düşüşlerine bağlı olarak gerilemiştir. Diğer taraftan, hizmet enflasyonu bu dönemde sınırlı bir düşüş kaydetmekle birlikte yüksek seviyesini korumuştur. İç talepteki zayıf seyre karşın, bu gerçekleşmede, geçmiş enflasyona endeksleme, canlı turizm talebi ile döviz kuru ve reel birim işgücü maliyetlerinin seyri belirleyici olmuştur.

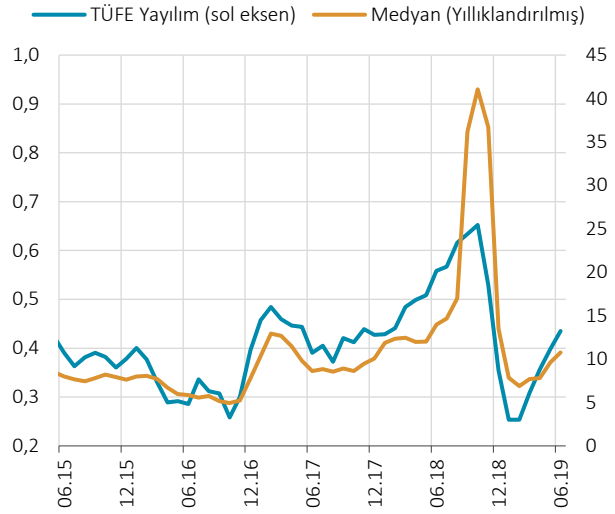
Yılın ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu belirgin bir düşüş göstermiştir. Türk lirasında gözlenen değer kaybı, başta işlenmiş gıda kalemleri olmak üzere belirli ürünlerdeki ertelenmiş fiyat ayarlamaları ve hizmet grubundaki görünüme bağlı olarak fiyatlama davranışına dair göstergeler bu dönemde bir miktar yukarı yönlü seyir izlese de, arz yönlü faktörler ve ithalat fiyatları yıl sonu enflasyon görünümünü bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemektedir (Grafik 1.2.4). Enflasyon beklentilerinin bulunduğu seviyeler enflasyon görünümü üzerindeki başlıca yukarı yönlü risk unsuru olurken, iktisadi faaliyetin seyrine bağlı olarak enflasyon üzerinde talep koşulları kaynaklı aşağı yönlü riskler de mevcuttur.

Grafik 1.2.3: Temel Mal, Hizmet ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.4: TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Enflasyon* (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)



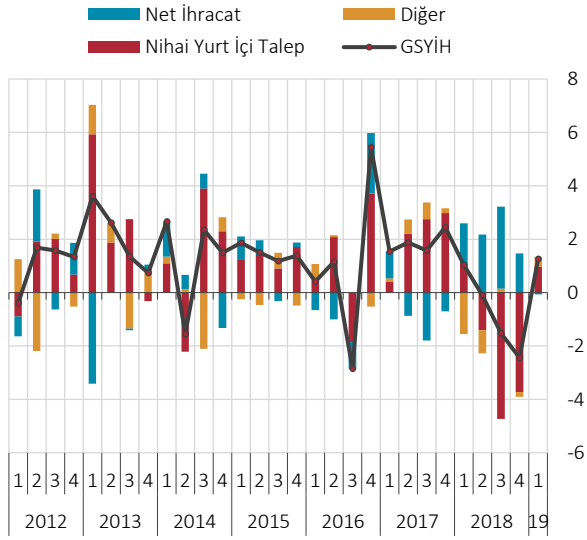
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeri.

Arz ve Talep

İktisadi faaliyet 2019 yılı ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu olarak kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,6 oranında daralırken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında artış sergilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde, yurt içi talep dönemlik büyümenin sürükleyicisi olurken, net ihracat yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Risk primlerindeki iyileşme, kredi-mevduat faiz farkının daralması, güçlü kredi ivmesi ve kamunun destekleyici duruşu yurt içi talebi desteklemiştir.

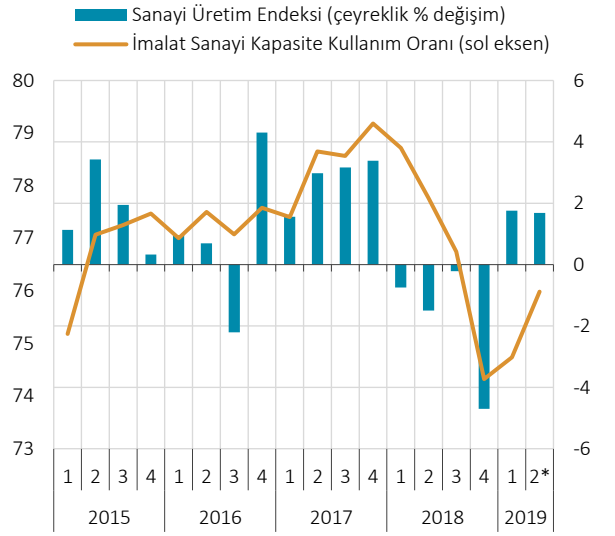
Grafik 1.2.5: Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.2.6: Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranı (%)



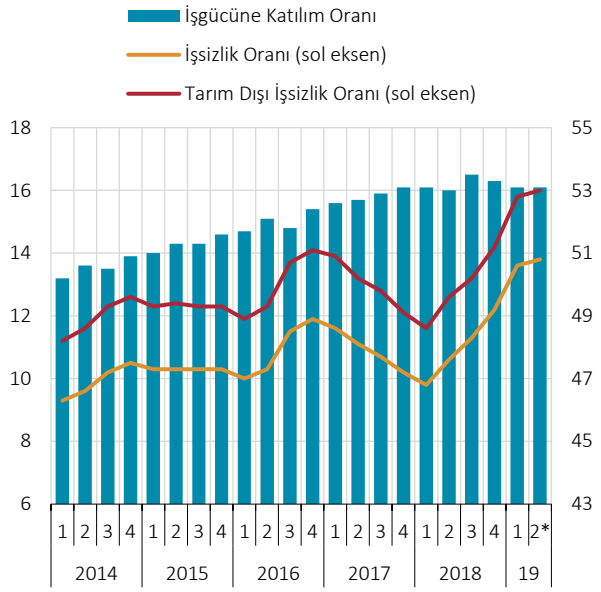
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Sanayi üretimi Nisan-Mayıs dönemini kapsamaktadır.

İktisadi faaliyetteki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde ılımlı bir seyirde devam ettiği görülmektedir. Nisan-Mayıs dönemi sanayi üretimi gelişmeleri ve ikinci çeyrek kapasite kullanım oranı verileri bu görünümü desteklemektedir (Grafik 1.2.6). Bu dönemde, ilk çeyrekteki güçlü kredi ivmesinin gecikmeli etkileri iktisadi faaliyeti desteklerken, artan finansal oynaklık ve finansal koşullardaki sıkılık, başta yatırımlar olmak üzere, özel kesim talebini sınırlamıştır. Ayrıca, kamu harcamalarından gelen destekleyici etkinin azalması da yurt içi talebi sınırlayan bir diğer unsur olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki yavaşlamaya rağmen rekabet gücündeki gelişmelerin etkisiyle mal ve hizmet ihracatı artmaya devam etmiş; turizmdeki güçlü seyir, doğrudan etkilerinin yanında bağlantılı sektörler kanalıyla da iktisadi faaliyeti desteklemiştir. Özetle ikinci çeyrekte net ihracatın dönemlik büyümeye artan katkısıyla ekonomideki ılımlı toparlanma sürmüş, ancak işgücü piyasasındaki zayıf görünüm devam etmiştir (Grafik 1.2.7).

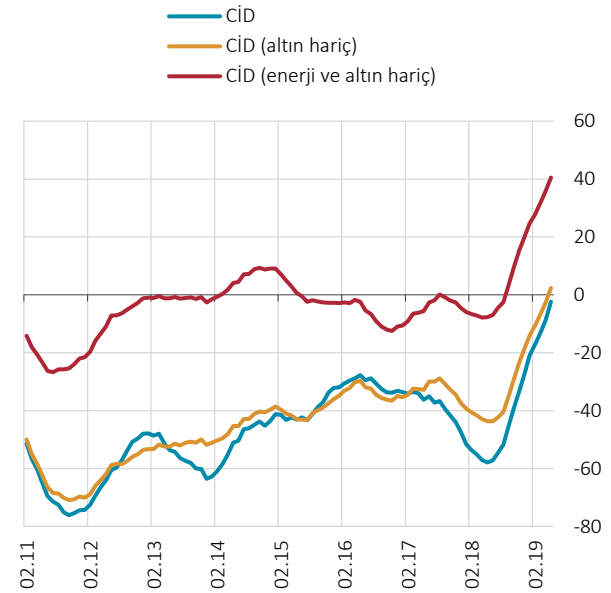
Gecikmeli döviz kuru etkileri, krediler ve iktisadi faaliyetteki yavaş seyir ithalat talebini sınırlamakta; mal ve hizmet ihracatındaki güçlü seyirle de birlikte dış dengedeki iyileşme hızlı bir şekilde devam etmektedir (Grafik 1.2.8). 2019 yılının kalan döneminde, enflasyon görünümünde iyileşme ve ülke risk primlerindeki gerilemeyle beraber finansal koşulların iç talepte ılımlı bir toparlanmaya destek vereceği, net ihracattaki olumlu seyrin ise süreceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü katkıda bulunmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Grafik 1.2.7: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.
* Nisan dönemi.

Grafik 1.2.8: Cari İşlemler Dengesi (CİD) (12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



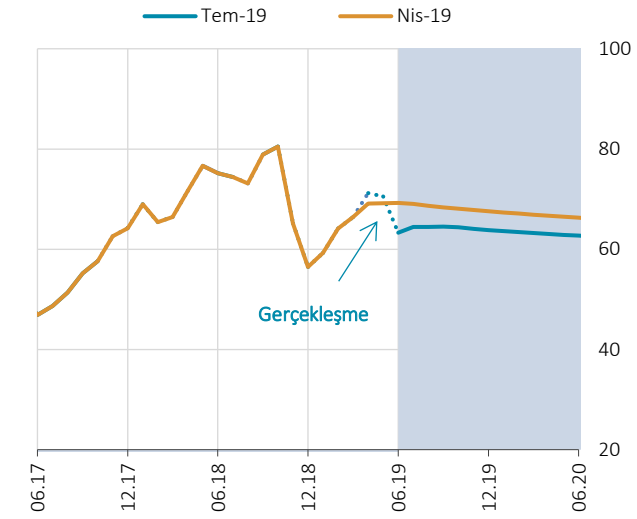
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşmeler Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Arz yönlü olumsuz gelişmelerin devam etmesine karşın küresel ticaret ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama nedeniyle ham petrol fiyat varsayımları aşağı yönlü güncellenmiştir. Nisan Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için ortalama 67,2 ABD dolarından 65 ABD dolarına, 2020 yılı için ortalama 66,2 ABD dolarından 62,6 ABD dolarına indirilmiştir (Grafik 1.2.9). 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımı ile uyumlu olarak aşağı çekilmiştir (Grafik 1.2.10).

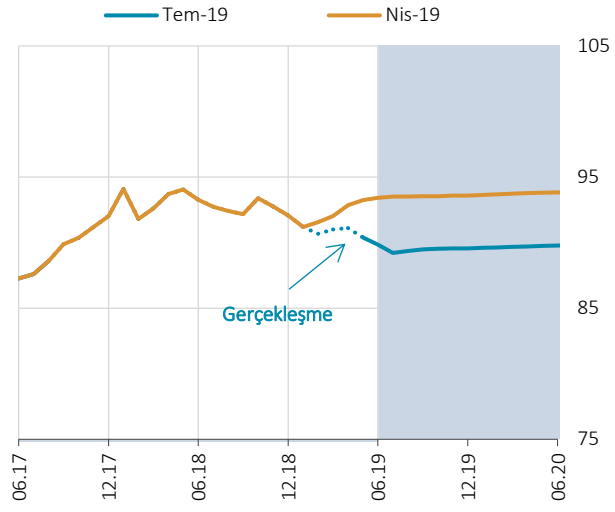
Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir değişken de gıda fiyatlarıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonunda yılın ikinci çeyreğinde hızlı bir düzeltme görülürken, işlenmiş gıda grubu enflasyonu döviz kuru etkileri ile et ve süt gibi girdi niteliği taşıyan ürünlerdeki fiyat artışlarına bağlı olarak görece daha yüksek bir seyir izlemiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında birbirini dengeleyen gelişmeler ışığında, Nisan Enflasyon Raporu'nda 2019 yılı sonunda yüzde 16 olacağı varsayılan gıda enflasyonu tahmini bu Rapor döneminde yüzde 15'e çekilmiş, 2020 ve 2021 yılları için gıda enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir.

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, Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

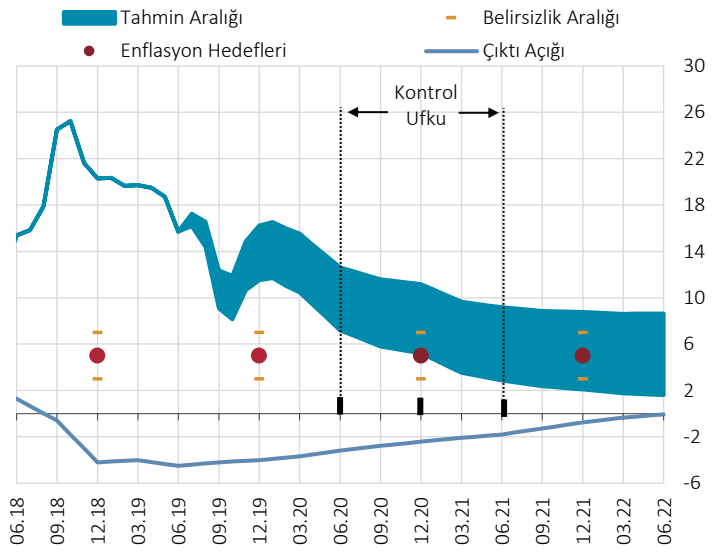
Maliye politikası, Nisan Enflasyon Raporu dönemi öngörüleri ile uyumlu olarak 2019 yılının ilk yarısında mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra artan kamu harcamaları kanalıyla iktisadi faaliyeti desteklemiştir. Yılın geri kalanında, kamunun iktisadi faaliyete yılın ilk yarısına kıyasla daha ılımlı bir destek verdiği bir çerçeve varsayılmıştır.

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve yönetilen fiyat ve vergi ayarlamalarının büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonu risk primi ve belirsizlik algılamalarındaki iyileşmenin devam etmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

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 13,9 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yıl sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,5 ile yüzde 16,3 aralığında (orta noktası yüzde 13,9), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,2 ile yüzde 11,2 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Nisan Enflasyon Raporunu takip eden dönemde enflasyon belirgin bir düşüş göstererek tahmin aralığının altında gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüşün yanı sıra parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme ve ithalat fiyatları ile gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemektedir. Diğer taraftan, çıktı açığındaki ılımlı toparlanma eğilimi ile alkollü içecekler ve tütün grubundaki vergi ayarlamaları bir önceki Rapor dönemine göre yıl sonu enflasyon tahminlerini yükseltici etki yapmaktadır. Bu doğrultuda, Nisan ayında yüzde 14,6 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 13,9'a indirilmiştir. Diğer taraftan, aşağı ve yukarı yönlü katkıların birbirini dengelemesiyle 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri korunmuştur.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini 0,7 puan aşağı yönlü güncellenmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre 2,9 puan aşağıda gerçekleşmesi ve önümüzdeki dönemde enflasyon ana eğiliminde beklenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde düşürücü etkisi 0,6 puan olarak öngörülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki aşağı yönlü güncellemenin enflasyon tahminine düşüş yönünde 0,3 puan katkı vereceği tahmin edilmiştir. Bunun yanı sıra, 2019 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımındaki düşüş enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı çekmiştir. Öte yandan, alkol ve tütün ürünlerine uygulanan ÖTV artışı 2019 yılı enflasyon tahminine 0,2 puan yukarı yönlü katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor öngörülerinden bir miktar daha yukarıda seyretmesi beklenen çıktı açığı tüketici enflasyonu tahminini 0,2 puan yükseltici yönde etkilemektedir.

2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur. Petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncellemenin 2020 yılı enflasyonunu 0,2 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir. Buna ek olarak, ana eğilimdeki iyileşme enflasyonu 0,1 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Ancak, bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2020 yıl sonu tahminini 0,3 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür.

Yukarıda paylaşılan tahminler, küresel finansal koşulların ılımlı seyredeceği ve son dönemde ülke risk priminde görülen kademeli iyileşmenin önümüzdeki dönemde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Parasal sıkılık düzeyinin enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve hedeflenen patika ile uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna ilave olarak, yılın geri kalanında maliye politikasının para politikasıyla eşgüdüm arz edecek şekilde fiyat istikrarı ve makroekonomik dengelenmeye odaklı belirleneceği varsayılmıştır.

Küresel finansal koşullara ilişkin görünümün Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmesinin yanı sıra, ikinci çeyrek enflasyon gerçekleşmesinin beklentilerin altında kalması ve cari açıkta gözlenen düzelme ile birlikte ülke risk priminin iyileşmesi finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmıştır. Bu gelişmelerin bankaların dış finansman imkânları ve likidite koşulları üzerindeki olumlu etkilerinin yanı sıra parasal sıkılık derecesinin azaltılmasına bağlı olarak kredi talebinde beklenen artışında etkisiyle kredi büyümesinin kademeli toparlanma beklenmektedir. Bunun yanı sıra, net ihracatın büyümeye katkısını sürdüreceği değerlendirilmiş ve çıktı açığı yılın geri kalanı için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, talep koşullarının, önceki Rapor dönemine göre enflasyona düşürücü yönde verdiği katkının sınırlı ölçüde azalmakla birlikte devam edeceği tahmin edilmektedir.

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. Ana senaryoya göre oluşturulan öngörüler ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan, başlıca aşağı ve yukarı yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:[1]

- Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar;
- Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler;
- Kredi piyasasındaki toparlanmanın gecikmesi;
- Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesi;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine dair belirsizlik;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki oynaklıklar.

Yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ülke risk primi, yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelerden olumsuz yönde ayrışmış olmasına karşın, belirsizliklerin azalması, sıkı parasal duruş ve makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeye bağlı olarak Haziran ayı ortalarından itibaren hızla gerilemiştir. Ancak, ülke risk primi ve kur oynaklığının yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi ve süregelen küresel belirsizlikler ile jeopolitik riskler orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Para politikasının sıkılık derecesinin enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde belirlenmesi; ülke risk primi ve kur oynaklığında gözlenen iyileşmenin devam etmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşımaktadır. Merkez Bankası başta enflasyon ve iktisadi faaliyet olmak üzere tüm makroekonomik göstergeleri dikkate alarak elindeki bütün araçları fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda kullanmaya devam edecektir. Para politikası etkinliğinin desteklenmesi ve olası enflasyon-büyüme ödünleşiminin asgariye indirilmesi açısından makro finansal politikaların finansal oynaklık ve risk primini düşürmeye odaklı bir şekilde belirlenmesi ve maliye politikasının öngörülebilirliğinin güçlendirilmeye devam edilmesi kritik önem arz etmektedir.

İç talep koşullarının enflasyon üzerindeki sınırlayıcı etkisine karşın, enflasyon beklentilerinin bulunduğu seviyeler önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin çıpalanması, içinde bulunduğumuz dönemde para politikasının etkinliği açısından kritik önem taşımaktadır.

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

Enflasyon görünümünün kısa vadeli seyri üzerinde etkili olabilecek başka bir unsur gıda fiyatlarının seyridir. Birikmiş maliyet baskıları işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmakta, dönemsel etkilerle yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, olumlu hava koşullarıyla artan sebze arzıyla birlikte işlenmemiş gıda grubu enflasyonunda gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak söz konusu grup enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir. Bu gelişmeler ışığında, gıda fiyatlarının seyrinin enflasyonun kısa vadeli görünümü üzerinde oluşturabileceği risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir.

Enflasyondaki düşüşün Rapor'da öngörülen patika ile uyumlu bir şekilde gerçekleşebilmesi için, para ve maliye politikası eşgüdümü çerçevesinde makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak enflasyon katılığının azaltılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması büyük önem arz etmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikası aktarım mekanizmasını destekleyen bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, yılın geri kalanında bütçe açığının kontrol altında tutulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde, enflasyon tahmin ve hedefleriyle büyük ölçüde uyumlu olarak belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması durumunda risk primi ve enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme gecikebilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün de olumsuz etkilenmesi halinde para politikası duruşunun güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

2019 yılı ikinci çeyreğinde, bankaların yurt içi fonlama koşulları sıkılaşmış, bankalar Türk lirası fonlama maliyetlerindeki artışı kredi faizlerine yansıtmıştır. Bu gelişmelere ve genel ekonomik görünüme ilişkin beklentilere bağlı olarak bu dönemde kredi büyüme hızları gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde, para politikası sıkılık derecesinin azaltılması ve destekleyici kredi paketlerinin uygulamaya konulması, kredi koşullarında ve kredi talebinde normalleşmeye destek olacak unsurlar olarak görülmektedir. Kredi koşullarındaki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemli olacaktır.

Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra, küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin devam etmesi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel ekonomi politikaları üzerindeki belirsizliğin yüksek seyretmesine ve küresel finansal piyasalardaki kırılganlıkların sürmesine neden olmaktadır. Söz konusu unsurlar, küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılganlıklar söz konusu ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik önlemler alınabilecektir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri izlenecek ve gerektiğinde para politikası tepkisi verilebilecektir.

Ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrine ilişkin aşağı yönlü risklerin belirginleştiği, diğer emtia fiyatlarına ilişkin risklerin ise dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Temmuz ayında OPEC'in üretimi kısma kararını uzattığını açıklaması, jeopolitik sorunların küresel ölçekte devam etmesi ve ABD kaya petrolü üretiminde yavaşlamanın sürmesine karşın; küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü risklerin

ağırlık kazandığı görülmektedir. Çin'in büyümeyi destekleyici ek program açıklaması ve endüstriyel metal piyasalarında devam eden arz kısıtlarına binaen endüstriyel metal fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinin sonlarına doğru artış gözlenmesine karşın, küresel iktisadi faaliyetin seyrine dair endişelere bağlı olarak söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönü riskler de gücünü korumaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, gelişmiş ülkeler para politikalarındaki gevşeme ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri belirgin kılmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, para politikası tepkisi, enerji fiyatları ve üretici fiyatları kaynaklı risklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışı üzerindeki olası etkilerini kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren süregelen yavaşlama eğilimi 2019 yılının ilk çeyreğinde devam etmiştir. Bu dönemde, büyük ölçüde ABD ve Japonya'daki olumlu büyüme performansına bağlı olarak gelişmiş ülkeler daha olumlu bir görünüm sergilerken, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıflama Doğu Avrupa ve Latin Amerika bölgeleri kaynaklı olarak belirginleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler, ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanması, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler nedeniyle ilk çeyreğe kıyasla daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir. Haziran sonunda yapılan G20 toplantısı sonrasında ortaya çıkan olumlu beklentiler ve gelişmiş ülkelerde yılın ikinci çeyreğinde para politikası görünümünde kaydedilen gevşeme, yılın ikinci yarısında küresel iktisadi faaliyeti destekleyici gelişmeler olarak değerlendirmektedir. Bununla birlikte, ikinci çeyrekteki risk unsurlarının yılın geri kalanında devam etmesi ve küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin oldukça yüksek seyretmesi, 2019 yılı küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Manşet enflasyon oranları, 2019 yılının ikinci çeyreğinde de gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olmak üzere küresel ölçekte artmıştır. Bu dönemde emtia fiyatları dalgalı seyrini sürdürmüştür. Küresel ticaretteki belirsizliğin yüksek seviyesi ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü riskler belirginleşmiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde işgücü piyasalarının sıkılaşması, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsuru teşkil etmeye devam etmektedir. Küresel ekonomik aktivitedeki zayıf görünüm ve yüksek belirsizlik, bir taraftan emtia piyasalarını baskılarken, diğer taraftan da işgücü piyasalarındaki sıkışmanın ücretler artışlarına yansımasını kısıtlamaktadır. Bu bağlamda, 2019 yılında küresel enflasyon oranlarının, ılımlı seyreden küresel büyüme ve emtia fiyatlarına bağlı olarak yatay bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir.

Küresel belirsizliğin yüksek seviyeleri, para politikalarında son altı aylık dönemde önemli bir değişime neden olmuştur. Söz konusu belirsizlik ve uluslararası ticarete ilişkin güçlenen kaygılar nedeniyle, 2019 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreçlerinin daha yavaş olacağına dair oluşmuş olan beklentiler, yılın ikinci çeyreğinde para politikasında gevşeme beklentilerini yansıtan bir görünümüne dönüşmüştür. Dolayısıyla, küresel finansal koşullar gevşerken, tahvil faizleri tüm vadelerde gerilemiştir. Enflasyonun kontrol altında olması para politikasındaki bu gevşemeyi olanaklı kılmaktadır. Bununla birlikte, ABD ekonomisinde güçlü seyreden büyüme ve istihdam gelişmeleri ile yüksek ücret artışları, para politikasında gevşeme beklentilerini bir ölçüde sınırlamakta, ancak ticaret anlaşmazlıklarının büyüme üzerinde baskı yaratmaya başlayabileceği tahmin edilmektedir. Özetle, önümüzdeki dönemde küresel para politikası açısından küresel belirsizliğin seyri kritik önem taşımaktadır.

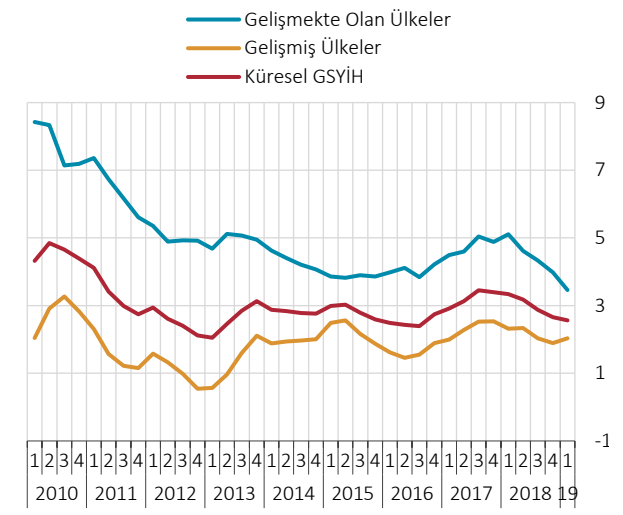
Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülkelerde para politikasındaki gevşeme eğiliminin belirginleşmesi, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarını destekleyebilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, küresel büyüme görünüme ilişkin belirsizliğin yüksek olması, jeopolitik sorunların sürmesi, korumacılık eğilimlerinin yeniden tırmanması ve GOÜ'lerde ülkeye özgü kırılganlıklar[1], bu ülkelere yönelen portföy akımlarını zayıflatabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Buna göre, daha sağlıklı finansal koşullara ve uluslararası yatırımcılar için daha elverişli iş yapma ortamına sahip gelişmekte olan ülkelerin, küresel ekonomik veya finansal koşullardaki bozulmanın kendi ülkelerine yönelen akımlar üzerindeki azaltıcı etkisini diğer ülkelere kıyasla sınırlayabileceği not edilmelidir. Bu çerçevede, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi önem arz etmektedir.

[1] Söz konusu kırılganlıklara örnek teşkil eden GOÜ'lerin yüksek borç stoku seviyelerine ilişkin gözlemler Kutu 2.1'de sunulmaktadır.

2.1 Küresel Büyüme

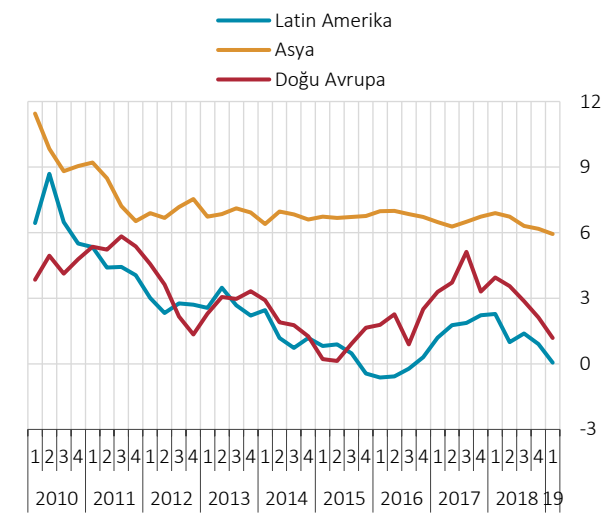
Küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama eğilimi, yılın ilk çeyreğinde devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir. Bu gelişmede gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızında süregelen yavaşlama etkili olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde, ABD ve Japonya kaynaklı olarak gelişmiş ülkeler bir önceki çeyreğe kıyasla daha olumlu bir büyüme performansı sergilemiştir (Grafik 2.1.1). Buna karşın, Euro Bölgesi büyümesinde yaşanan yavaşlama belirginleşmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise ilk üç aylık dönemdeki büyüme hızı tüm bölgelerde bir önceki döneme göre yavaşlamaya devam etmiştir. Büyümedeki yavaşlama Doğu Avrupa ve Latin Amerika bölgelerinde daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 2.1.2). Bu dönemde gelişmekte olan ülkeler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin ekonomisi, beklenenden daha yüksek bir büyüme hızı sergilemiş ve bir önceki dönemdeki büyüme oranını korumuştur.

Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.
* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

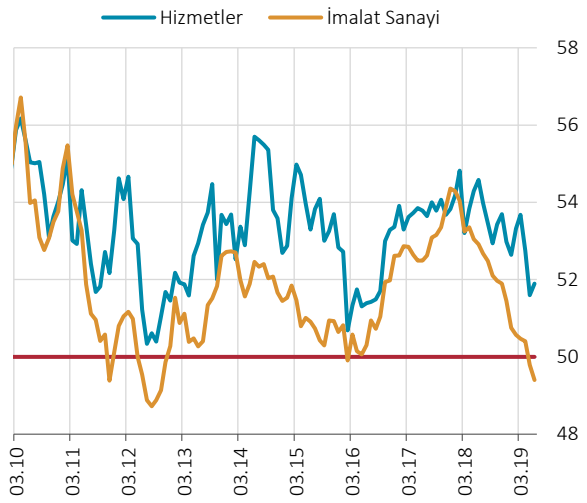
Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.
* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

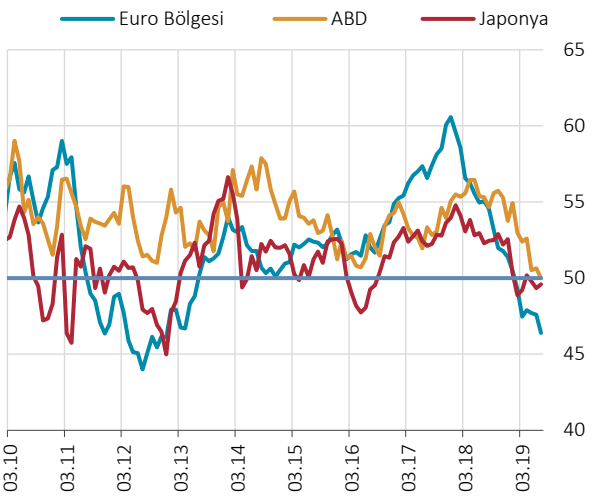
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, ilk çeyreğe kıyasla daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde özellikle imalat sanayi küresel PMI göstergesinin 50 kritik seviyesinin altına gerilemesi, ekonomik büyümenin ve uluslararası ticaretin en önemli dinamiklerinden olan sanayi sektörünün küresel boyutta yavaşladığını ima etmektedir. Küresel PMI verilerindeki gerileme hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerden kaynaklanmıştır (Grafik 2.1.4 ve Grafik 2.1.5). Bu durum, küresel ekonominin büyüme hızındaki yavaşlamanın, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğini ima etmekte; büyüme oranlarının ilk çeyrek değerlerinin altında gerçekleşeceği beklentilerini desteklemektedir. 2019 yılının ikinci çeyreğinde, dünya ticaretinde uzun süredir devam eden belirsizliklerin yeniden tırmanması yanında Brexit gibi politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik riskler, başta imalat sanayi olmak üzere ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyen en önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

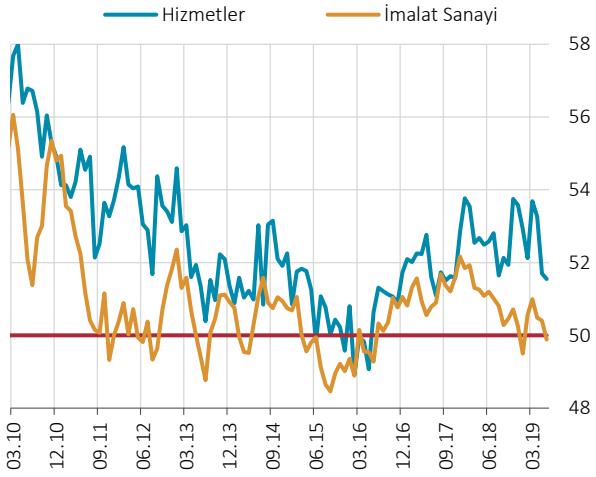
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

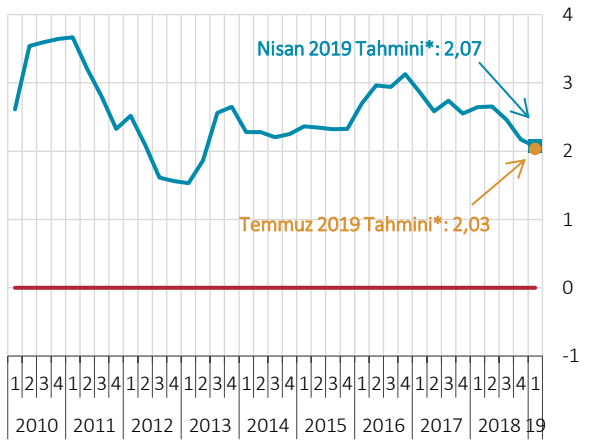
Küresel faaliyette süregelen yavaşlamanın nedenlerine ilişkin olarak bahsi geçen faktörlerin önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir, yılın geri kalanı için küresel büyümenin belirleyicisi olmaya devam edecektir. Söz konusu risk faktörlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini yavaşlatabileceği ve bu ülkelerde ekonomik büyümeyi daha da baskılayabileceği öngörülmektedir. Nitekim 2019 yılı büyüme tahminlerinin Temmuz ayı Consensus Forecast bültenlerinde gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü için aşağı yönlü güncellenmesi bu öngörüyü desteklemektedir. Bununla birlikte, Haziran ayı sonunda yapılan G20 toplantısı sonrasında, ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin çözümüne yönelik olarak ortaya çıkan olumlu beklentilerin devam etmesi, önümüzdeki dönemde ekonomik büyümeyi ve uluslararası ticareti olumlu etkileyecek bir unsur olacaktır. Başta gelişmiş ülke merkez bankaları olmak üzere para politikalarındaki gevşemenin devam etmesini de, bu çerçevede küresel iktisadi faaliyeti destekleyici bir gelişme olarak değerlendirmek mümkündür.

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi
(Yıllık Ortalama % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.
* 2019 yılı büyüme tahminini göstermektedir.

2019 yılı küresel büyüme tahmini bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre değişmemiştir (Tablo 2.1.1). Consensus Forecasts bültenlerinden elde edilen 2019 yılı büyüme tahminlerinin Temmuz ayında Nisan ayına göre, Euro Bölgesi ve İngiltere için değişmediği, ABD ve Japonya için ise yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, 2019 büyüme tahminleri Doğu Avrupa için aynı

kalırken, Latin Amerika ile Asya Pasifik bölgeleri için aşağı yönlü güncellenmiştir. 2019 yılına ilişkin IMF Temmuz ayı Dünya Ekonomik Görünümü tahminleri de Consensus Forecasts tahminleri ile paralellik arz etmektedir. Temmuz ayı Consensus Forecasts tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2019 yılına ilişkin yıllık büyüme tahmini, Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.1.6).

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları 2019 yılının ikinci çeyreğinde de dalgalı seyrini sürdürmüştür. Yılın ilk çeyreğindeki artış eğilimi Nisan ayı sonuna kadar devam ederken, sonrasında enerji fiyatlarındaki hızlı düşüşe bağlı olarak gözlenen gerileme, Haziran ayının ikinci yarısında yerini, enerji, değerli metal ve tarım fiyatlarında gözlenen yükselişe bağlı olarak, yeniden artışa bırakmıştır. Bu bağlamda, emtia fiyatları bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 4,2 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde, enerji fiyatları bir önceki çeyreğe göre, düşük baz nedeniyle, ortalama yüzde 7,3 oranında yükselirken, endüstriyel metal, tarım ve değerli metal fiyatları ise sırasıyla, ortalama yüzde 2,4, yüzde 0,9 ve yüzde 0,1 oranlarında gerilemiştir (Grafik 2.2.1).

Endüstriyel metal piyasasında 2018 yılından bu yana devam eden arz kısıtları, Çin'in büyümeyi desteklemeye yönelik uyguladığı genişletici politikalar ve küresel risk iştahındaki iyileşmeye bağlı olarak, 2019 yılının ilk çeyreğinde sınırlı oranda artan fiyatlar, ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanmasıyla, yılın ikinci yarısında yıl başındaki seviyelerine düşmüştür. G20 toplantısını takiben söz konusu ticaret geriliminin hafiflemesi ve Çin'in büyümeyi destekleme yönünde ek program açıklamasının yanı sıra endüstriyel metal piyasalarında arz kısıtlarının devam etmesi, Haziran ayı sonuna doğru endüstriyel metal fiyatlarında bir miktar toparlanmaya yol açmıştır. Bununla birlikte, küresel iktisadi faaliyetin beklenenden daha olumsuz bir görünüm sergilemesi, söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Tablo 2.1.1: 2019 ve 2020 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2019	2020	2019	2020
Dünya	2,7	2,8	2,7	2,7
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,4	2,0	2,5	1,9
Euro Bölgesi	1,1	1,3	1,1	1,2
Almanya	0,8	1,5	0,7	1,4
Fransa	1,3	1,3	1,3	1,3
İtalya	0,0	0,5	0,0	0,4
İspanya	2,2	1,9	2,3	1,8
Japonya	0,6	0,5	0,7	0,3
İngiltere	1,3	1,5	1,3	1,3
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,5	5,4	5,4	5,3
Çin	6,2	6,1	6,2	6,0
Hindistan	7,2	7,3	6,9	7,1
Latin Amerika	1,6	2,5	0,9	2,2
Brezilya	1,9	2,6	0,9	2,2
Doğu Avrupa	1,9	2,6	1,9	2,6
Rusya	1,5	1,8	1,1	1,9

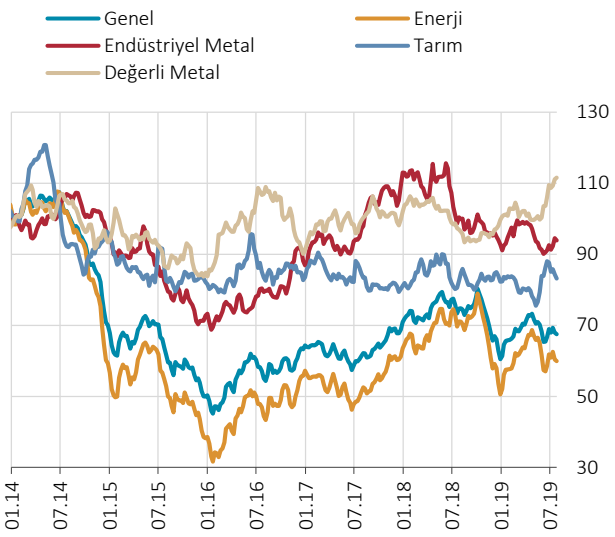
Kaynak: Consensus Forecasts.

Küresel tarım üretimi ve tahıl stoklarının tarihi yüksek seviyelerde olmasına karşın, Çin'in, ABD ile arasındaki ticaret gerilimine bağlı olarak ABD'den ithalatını büyük ölçüde azaltmasına bağlı olarak oluşan arz fazlası, yılın ikinci çeyreğine denk gelen yeni ekim döneminde tarımsal ürün ekimlerinin azalmasına ve fiyatların artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, Çin'in uygulamaya koyduğu ekonomik büyümeyi destekleme programının etkileri oranında tarım fiyatlarında da Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak, yukarı yönlü bir hareketin söz konusu olabileceği not edilmelidir.

Gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, ABD ile Çin arasındaki ticaret gerilimi, Euro Bölgesi ve İngiltere'deki politik tansiyon, jeopolitik belirsizliklerin artması ve gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki gevşeme, altın fiyatları başta olmak üzere değerli metal fiyatlarını yukarı çekmiştir. Önümüzdeki dönemde de küresel ekonomi politikalarında belirsizliğin yüksek seyretmesi dolayısıyla, değerli metal fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketin süreceği değerlendirilmektedir.

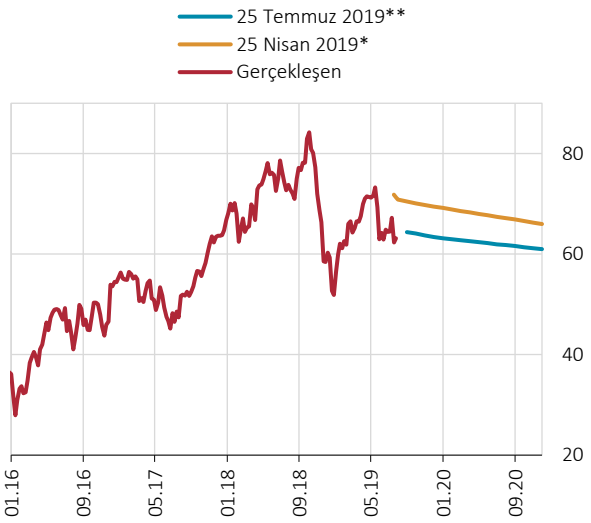
Ham petrol fiyatları 2019 yılının ilk çeyreğinde OPEC ve Rusya'nın üretimi kısma kararını yürürlüğe sokması; Venezuela, İran ve Libya'daki jeopolitik sorunların sürmesi; ABD kaya petrolü üretim artışının hız kesmesi ve Nisan ayı ortasından itibaren ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanmasıyla 70 ABD doları seviyelerini aşmıştır. Bununla birlikte, talebin yavaşlama eğilimini sürdüreceğine dair güçlü beklentilerle, Mayıs ayının ikinci yarısında ham petrol fiyatları yeniden 70 ABD doları seviyelerinin altına gelmiştir.

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)



Kaynak: Bloomberg.

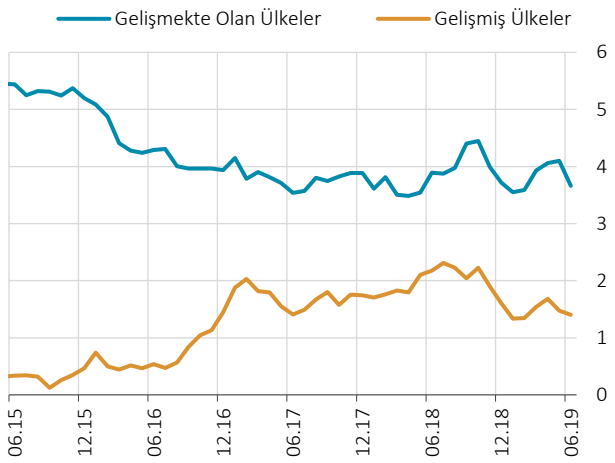
Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg.
*25 Nisan 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.
**25 Temmuz 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

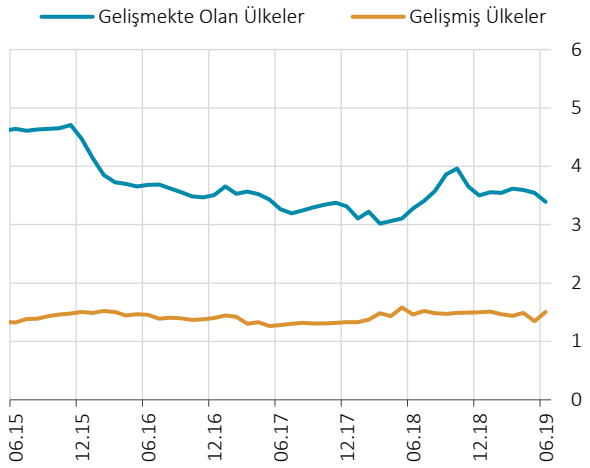
Temmuz ayı başında OPEC'in var olan üretimi kısma kararını 9 ay daha uzattığını açıklaması, jeopolitik sorunların küresel ölçekte sürmesi ve ABD kaya petrolü üretiminde gözlenen yavaşlamanın devam etmesine karşın küresel ticaretteki yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüm nedeniyle ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü hareket gözlenmiştir. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak da söz konusu eğilimin devam edeceği ve ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risklerin bir miktar öne çıktığı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, Brent tipi ham petrol vadeli sözleşmeleri, ham petrol fiyatlarının 2019 yılı ortalamasının 65 ABD doları civarında gerçekleşeceğini ima etmektedir (Grafik 2.2.2).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

2019 yılının ikinci çeyreğinde, manşet enflasyon oranları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde artarken, (Grafik 2.2.3) çekirdek enflasyon oranları bir miktar düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2019 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, birçok gelişmiş ülke için bir önceki Rapor dönemine göre yatay seyretmiştir (Tablo 2.2.1).

ABD'de işsizlik oranlarının tarihsel düşük düzeylerde seyretmesiyle artan ücretlere ve ikinci çeyrekteki ham petrol fiyat artışlarının olumsuz etkilerine karşın, ankete dayalı uzun dönem enflasyon beklentileri fazla değişmemiştir. Euro Bölgesi'nde ise sıkılaşan işgücü piyasası ile artan ücretlere karşın, çekirdek enflasyon göstergeleri ılımlı artış göstermiştir. Manşet enflasyonu yüzde 1 seviyesinin altında olan Japonya'da, süregelen pozitif çıktı açığının yanı sıra orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkacağı öngörüsü sürmektedir. Öte yandan İngiltere'de beklentiler paralelinde sıkılaşmaya devam eden işgücü piyasası ve hedeflerle uyumlu olarak artan birim ücret maliyetleriyle birlikte manşet enflasyon yüzde 2 civarında seyretmektedir.

Tablo 2.2.1: 2019 ve 2020 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2019	2020	2019	2020
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	1,9	2,2	1,9	2,1
Euro Bölgesi	1,3	1,4	1,3	1,4
Almanya	1,4	1,6	1,5	1,6
Fransa	1,2	1,4	1,2	1,4
İtalya	0,9	1,3	0,9	1,2
İspanya	1,2	1,5	1,0	1,3
Yunanistan*	0,7	1,1	0,8	1,1
İngiltere	2,0	2,1	1,9	2,0
Japonya	0,6	1,0	0,6	0,8
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	2,2	2,3	2,3	2,4
Çin	2,1	2,1	2,3	2,3
Hindistan**	3,9	4,3	3,8	4,3
Latin Amerika (Venezuela hariç)	7,9	6,3	8,3	6,7
Brezilya*	4,0	4,1	3,9	4,0
Doğu Avrupa	6,4	5,5	6,4	5,6
Rusya*	4,6	4,1	4,4	4,0

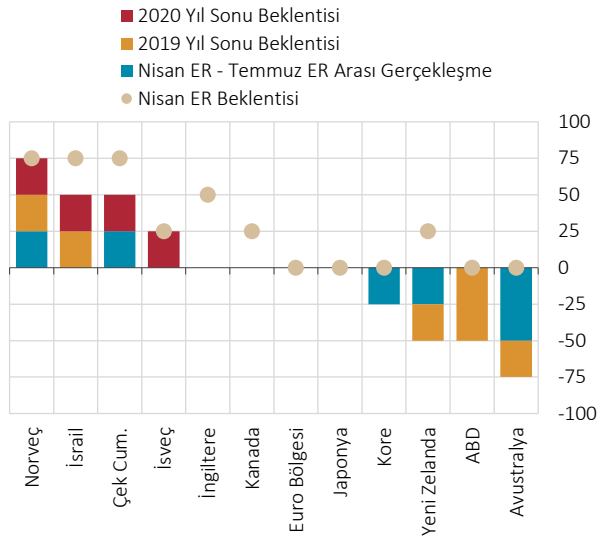
Kaynak: Consensus Forecasts.
* Yıllık yüzde değişim.
** Hesaplamalar mali yıl içindir.

Önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyatlarına ilişkin yukarıda sıralanan riskler, küresel manşet enflasyon üzerinde de aynı yönde risk unsuru teşkil etmektedir. Gelişmiş ülkelerde sıkılaşan işgücü piyasaları ve hızlanan ücret artışları, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, küresel ticaret müzakerelerinin olumsuz sonuçlanması ve karşılıklı olarak arttırılan tarifelerle birlikte küresel ticaret hacminin daralması yanında ekonomik politika belirsizliğinin artması durumunda küresel büyüme görünümü olumsuz etkilenebilecektir. Böyle bir durum ise gelişmiş ülkelerde işgücü piyasası ve çekirdek enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

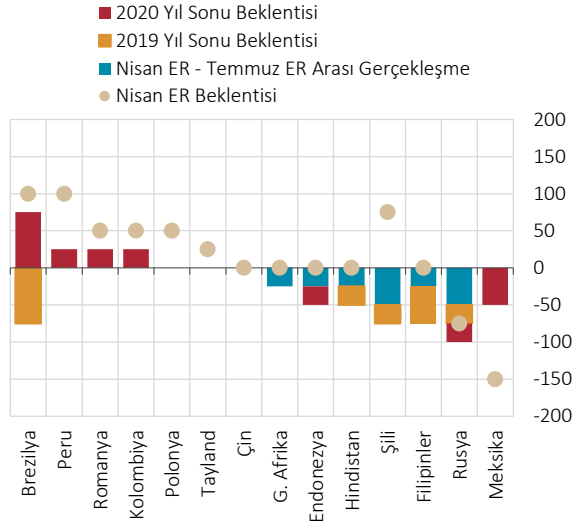
Yüksek küresel belirsizlik ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi, yılın ikinci çeyreğinde para politikası görünümünün daha da gevşemesine yol açmıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde Nisan-Temmuz döneminde faiz indirimleri görülmeye başlanmış; ileriye yönelik politika faizi beklentileri de geçtiğimiz Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Örneğin Nisan ayında 2019-2020 dönemi boyunca politika faizlerini sabit tutması ya da artırması beklenen ABD, Avusturalya ve Yeni Zelanda merkez bankalarının, Temmuz ayı Bloomberg anketinde söz konusu dönemde faiz indirimine gitmeleri beklenmektedir. Piyasa fiyatlaması da benzer yönde gelişmiştir. Finansal piyasalar geçtiğimiz Rapor dönemine göre dört büyük merkez bankası için daha düşük politika faizleri fiyatlamaktadır (Tablo 2.3.1).

Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Nisan 2019 – Aralık 2020* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.
* Gerçekleşmeler 26 Temmuz 2019 itibarıyladır. Beklentiler Bloomberg Anketi medyan değerleridir.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Nisan 2019 – Aralık 2020* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.
* Gerçekleşmeler 26 Temmuz 2019 itibarıyladır. Beklentiler Bloomberg Anketi medyan değerleridir.

Fed'in Haziran toplantısında politika faizinde değişikliğe gidilmemiş, ancak ileride yapılması olası faiz indirimlerine dair daha güçlü bir sinyal verilmiştir. Açıklamada küresel ticaret ile ilgili belirsizliklere vurgu yapılmış ve Kurul üyelerinin politika faizi tahminleri aşağı çekilmiştir. Faizin 2019 yılında sabit kalacağı yönündeki medyan öngörü değişmemiş ancak önemli sayıda üyenin beklentilerini iki faiz indirimi yönünde güncelledikleri dikkat çekmiştir. Bu çerçevede Fed iletişiminin 2019 yılı için piyasa fiyatlamasına yaklaştığı görülmektedir. Ancak, 2020 yılı için farklılaşma devam etmektedir. Fed üyelerinin hiçbiri 2020 yıl sonuna kadar ikiden fazla faiz indirimi öngörmezken, opsiyonların ima ettiği politika faiz oranları, ikisi 2019 yılında olmak üzere, 2020 sonuna kadar üç faiz indiriminin tam olarak fiyatlandığına işaret etmektedir. Haziran sonuna doğru dördüncü indirim de fiyatlanmış ancak güçlü gelen işgücü verileri sonrası ima edilen faiz bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.3.3). Sonuç olarak, Fed'in patikası ile piyasanın fiyatladığı faiz patikası arasındaki ayrışma özellikle 2020 yılı için devam etmektedir.

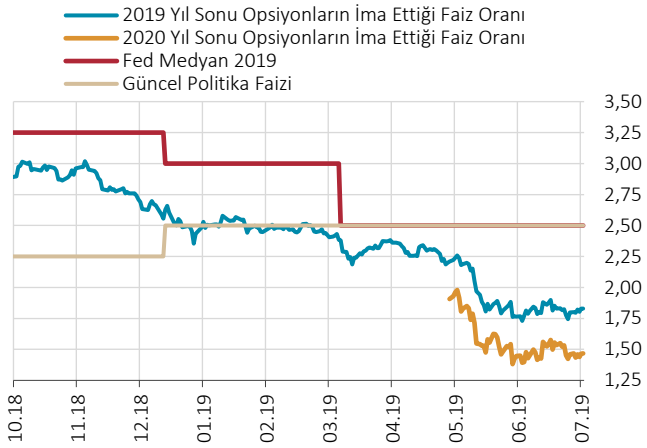
ECB faizleri sabit tutmakla birlikte Temmuz ayı toplantısında sözle yönlendirmesini değiştirerek faizlerin en erken 2020 yılı ikinci yarısına kadar aynı seviyede ya da daha düşük olmasını beklediğini paylaşmıştır. Metne eklenen "daha düşük" ifadesi önümüzdeki dönemde faiz indirimine gidilebileceğine dair bir sinyal etkisi taşımaktadır. Ayrıca, destekleyici para politikasının gerekliliğine vurgu yapılmış, sözle yönlendirmenin güçlendirilmesi ve yeni tahvil alımları gibi olasılıkların araştırıldığı mesajı verilmiştir. Temmuz toplantı duyurusu ECB'nin enflasyondaki düşüş eğilimine karşı para politikasında ek gevşemeye gitme olasılığının güçlendiğine işaret etmektedir.

Tablo 2.3.1: Dört Büyük Merkez Bankası 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Politika Faizi (%)

	Güncel Politika Faizi (%)	2019 Yıl Sonu Opsiyonların İma Ettiği Politika Faiz Oranı (%)		ER Dönemleri Arası Değişim (% Puan)
		Nisan ER	26.07.2019	
Fed	2,5	2,27	1,83	-0,44
ECB	0	-0,01	-0,18	-0,17
İngiltere MB	0,75	0,81	0,60	-0,21
Japonya MB	-0,1	-0,12	-0,20	-0,08

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.3.3: 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (%, Üst Bant)

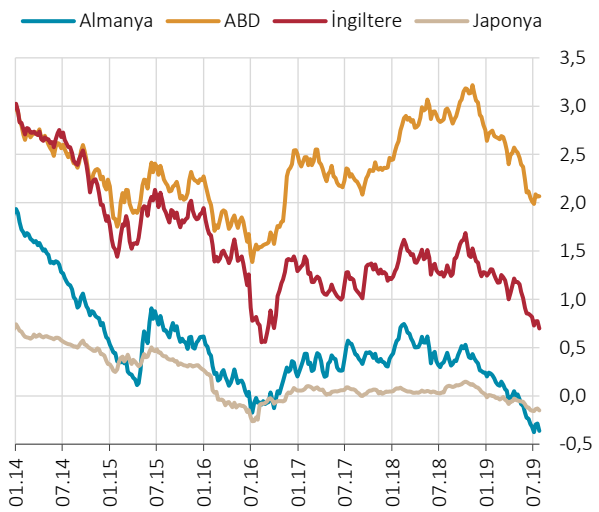


Kaynak: Bloomberg.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

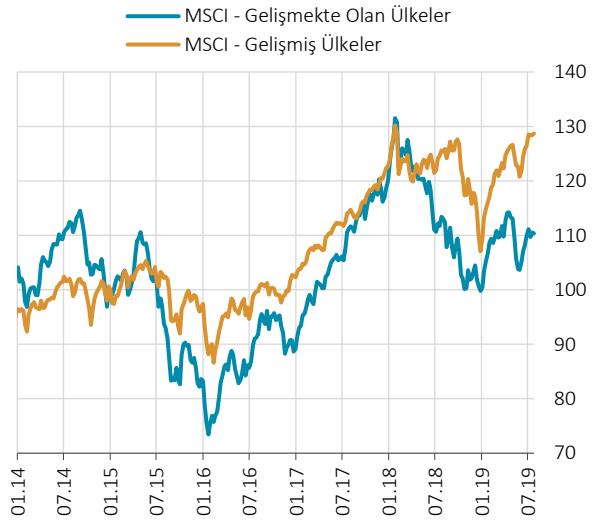
Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki göreli gevşeme, 2019 yılının ikinci çeyreğinde parasal genişlemenin devam edeceği ve politika faizlerinin indirilebileceğine ilişkin açıklamalarla belirginleşmiştir. Bu bağlamda, ABD'nin 10 yıllık tahvil getirisi Kasım 2016'dan bu yana ilk kez yüzde 2'nin altına inerken; Japonya ve Euro Bölgesi tahvil getirileri negatif bölgede düşüşünü sürdürmüştür (Grafik 2.4.1). Önümüzdeki döneme yönelik olarak büyüme ve enflasyonda hızlı bir toparlanma öngörüsünün olmamasının, gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşemenin ve tahvil faizlerindeki düşüşün devamı için uygun ortam sağladığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

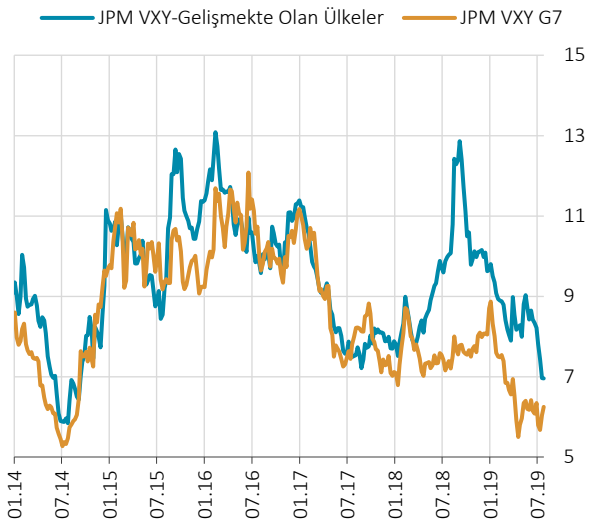
Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

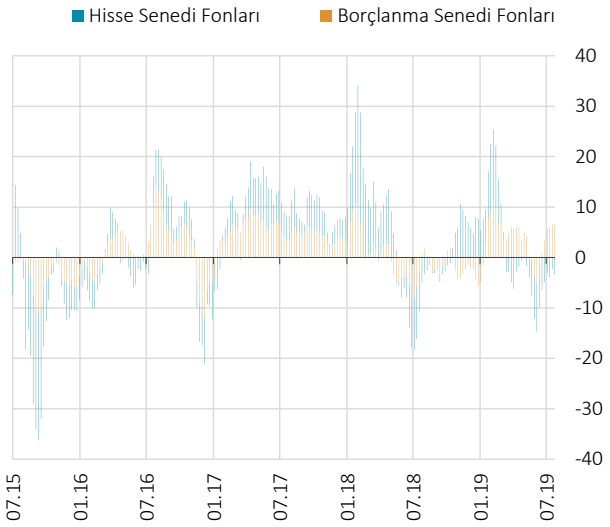
Yılın ikinci çeyreğinde, geçtiğimiz yıldan bu yana süregelen ticarette artan korumacılık önlemleri kaynaklı belirsizliklere ek olarak artan jeopolitik risklerden dolayı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke hisse senetlerinde eşanlı değer kayıpları gözlenmiştir. Haziran ayı sonunda yapılan G20 zirvesiyle birlikte, küresel ticarete ilişkin belirsizliklerin çözüleceğine dair oluşan iyimser beklentiler sonucunda, söz konusu değer kayıpları yine eşanlı olarak telafi edilmiştir (Grafik 2.4.2). Son dönemdeki olumlu havaya ve gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşemeye bağlı olarak düşen risk algısı da gelişmiş ve gelişmekte olan ülke kur oynaklıklarında düşüşün devam etmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3).

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

2019 yılının ikinci çeyreğinde, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin yüksek seviyesini koruması ve ABD ile Çin arasında süren ticaret geriliminin yeniden tırmanmasıyla, Mayıs ayının ikinci yarısında GOÜ borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar gözlenirken, GOÜ hisse senedi piyasalarında Şubat ayından bu yana izlenen çıkışlar hız kazanmıştır. Bununla birlikte, Haziran ayında, özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme sinyalleriyle GOÜ borçlanma senedi piyasalarına girişler yeniden hızlanmıştır. Buna karşın, gerek gelişmiş ülkelerde para politikalarındaki değişim gerekse G20 zirvesiyle birlikte ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin bir miktar yumuşaması, GOÜ hisse senedi piyasalarına yönelik portföy akımları üzerinde olumlu etki yaratma konusunda yeterli olmamıştır (Grafik 2.4.4).

GOÜ'lere bölgesel olarak bakıldığında, 2019 yılının ikinci çeyreğinde Asya, Avrupa ve Latin Amerika bölgelerinden portföy çıkışlarının olduğu görülmektedir (Tablo 2.4.1). Tüm bölgelerde, borçlanma senedi piyasalarına Haziran ayı başından itibaren yeniden girişlerin başladığı görülmektedir. Söz konusu dönemde, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki göreli gevşeme ve küresel risk iştahının artmasına bağlı olarak uluslararası yatırımcıların daha yüksek riskli GOÜ tahvillerine yöneldiği izlenmiştir. Aynı dönemde tüm bölgelerde hisse senedi piyasalarından çıkışlar devam etmiştir. Ancak, ABD ve Çin arasında Mayıs ayında tırmanan ticaret geriliminin bir miktar yumuşamasıyla Çin başta olmak üzere Asya ülkelerinin hisse senedi piyasalarından çıkışlar büyük ölçüde yavaşlamıştır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki göreli gevşemenin önümüzdeki dönemde belirginleşmesi, GOÜ'lere yönelen portföy akımları üzerinde artırıcı etki yapabilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve GOÜ'lerde ülkeye özgü kırılganlıklar, bu ülkelere yönelen portföy akımlarını zayıflatabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu (Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7
	Ç4	4,5	-14,0	18,5	14,1	-4,5	-3,1	-2,0
2019	Ç1	29,8	20,2	9,6	9,7	4,2	10,3	5,5
	Ç2	-6,7	7,9	-14,6	-8,1	-1,2	-0,9	3,5

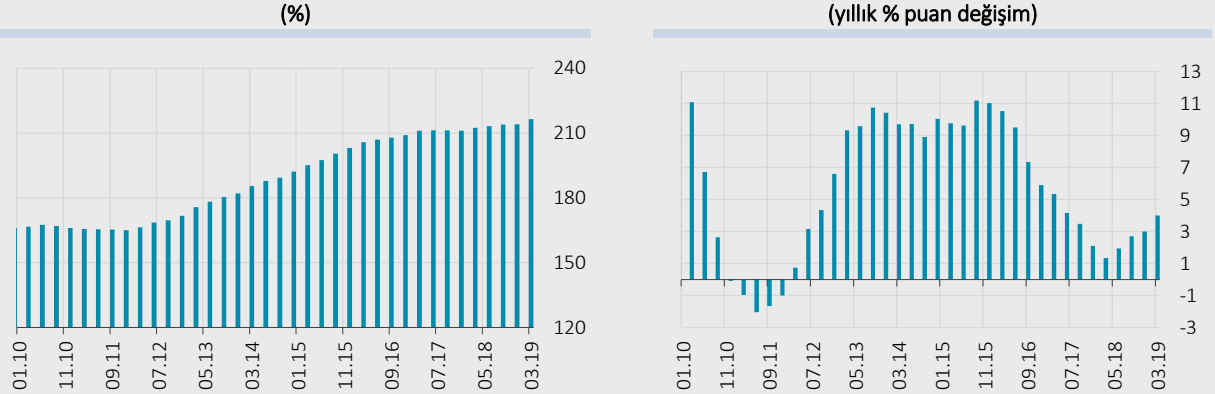
Kaynak: EPFR.

Kutu 2.1

Gelişmekte Olan Ülkelerin Borçlanma Yapısına İlişkin Gözlemler

Uluslararası Finans Enstitüsü (Institute of International Finance, IIF), küresel borçlanmaya ilişkin 2019 yılı ilk çeyrek verilerini yayınlamıştır. Bu kutuda, IIF tarafından yayınlanan borçlanma verilerinin kısa bir değerlendirilmesi yer almaktadır. IIF'in takip ettiği gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) grubunun[1] 2019 yılının ilk çeyreğinde toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı yüksek seviyesini korurken, bir önceki sene belirgin bir şekilde yavaşlayan borcun artış oranının sınırlı oranda yükseldiği izlenmektedir (Grafik 1).

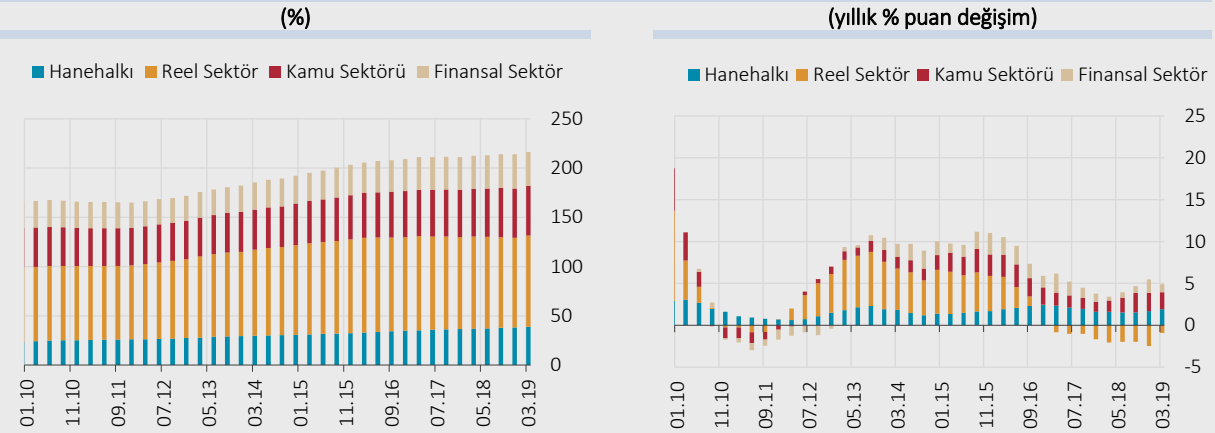
Grafik 1: GOÜ 30, Toplam Borcun GSYİH'ye Oranı



Kaynak: IIF. Kaynak: IIF.

Alt sektörler bazında bakıldığında, borç oranında en yüksek paya sahip sektörün, reel kesim olduğu görülmektedir. 2017 yılından itibaren, GOÜ'ler genelinde, hanehalkı ve finans sektörü borcunun GSYİH'ye oranındaki artış yavaşlarken, reel sektör borcunun GSYİH'ye oranı gerilemiş; kamu sektörü borcunun GSYİH'ye oranı ise yatay seyretmiştir (Grafik 2).

Grafik 2: GOÜ 30, Sektörel Borcun GSYİH'ye Oranı



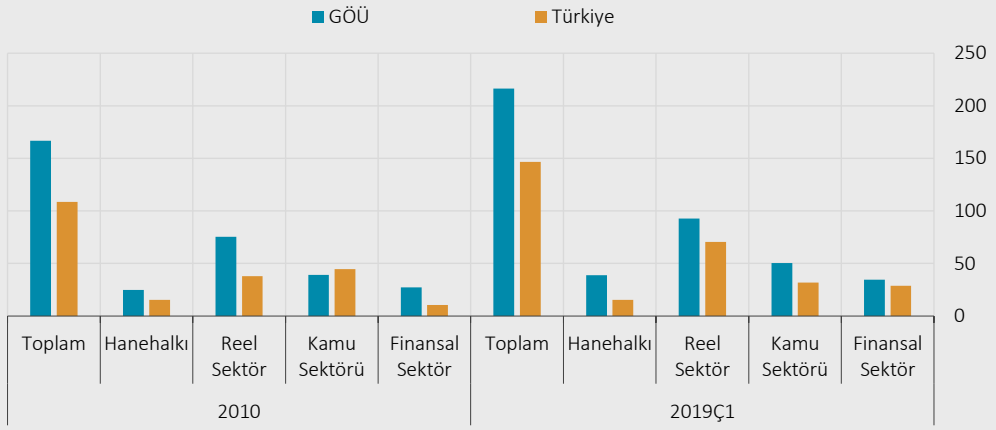
Kaynak: IIF. Kaynak: IIF.

Türkiye'nin toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı, 2010 yılı ile 2019 yılı ilk çeyreğinde GOÜ ortalamasının altında yer almaktadır. Sektörel bazda Türkiye GOÜ'lerle kıyaslandığında ise, 2010 yılında borcun GSYİH'ye oranının kamu sektörü dışındaki bütün sektörlerde GOÜ ortalamasının

[1] Kapsam dâhilindeki 30 gelişmekte olan ülke: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Mısır, Gana, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Kenya, Kore, Lübnan, Malezya, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna, Birleşik Arap Emirlikleri.

altında kaldığı görülmektedir. Bununla birlikte, 2019 yılının ilk çeyreğine gelindiğinde Türkiye'nin tüm sektörlerde GOÜ ortalamalarının altında yer aldığı izlenmektedir (Grafik 3). Türkiye'nin borç stokunun GSYİH'ye oranı sektörel bazda incelendiğinde, söz konusu iki dönem kıyaslamasında değişiklikler göze çarpmaktadır. Bu bağlamda, kamu sektörü borcunun belirgin şekilde azaldığı gözlenirken, reel sektör borcu artış sergilemiştir. Aynı dönemde, hanehalkı borcu düşük seviyesini korurken, finansal sektörün borcunda ise ılımlı bir yükseliş olmuştur.

Grafik 3: Sektörel Borcun GSYİH'ye Oranının GOÜ-30 ve Türkiye Kıyaslaması (2010 – 2019 Ç1)

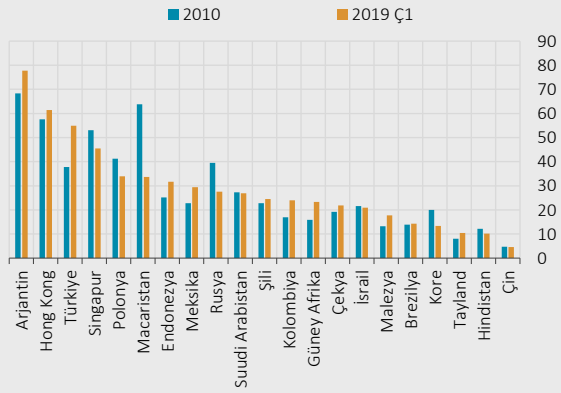


Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde toplam borç stokunun para birimi cinsinden dağılımı, ülkelerin faiz ve döviz kuru şoklarına karşı ne durumda olduklarına ilişkin yol göstermesi açısından önemli olmaktadır. Bu çerçevede, GOÜ'lerde toplam borç stoku yabancı para-yerli para ayrımında değerlendirildiğinde, toplam borç içinde yabancı para payının 2010-2018 döneminde Macaristan'da belirgin bir şekilde gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4). 2008 küresel finansal krizi ile birlikte, Macaristan ekonomisinde yabancı para cinsi ipotekli konut kredilerinin geri ödenmemesi dolayısıyla büyük sorunlar gözlenmiştir. Dolayısıyla, yabancı para borçlanmayı zorlaştırmak amacıyla bir seri önlem uygulamaya koyulmuş ve yabancı para cinsi borçlanma büyük ölçüde gerilemiştir.

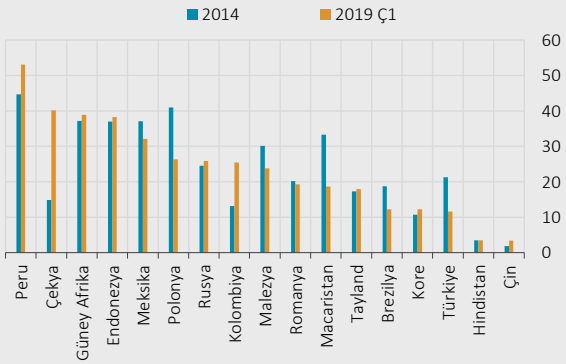
Yerli para cinsi kamu borçlanma senetleri içindeki yabancı payına bakıldığında ise Macaristan ve Polonya'da daha belirgin olmak üzere, Türkiye, Brezilya, Meksika ve Malezya'da gerileme olduğu görülmektedir (Grafik 5).

Grafik 4: Borçlanma İçinde Yabancı Paranın Payı 2010-2018 Karşılaştırma (%)



Kaynak: IIF.

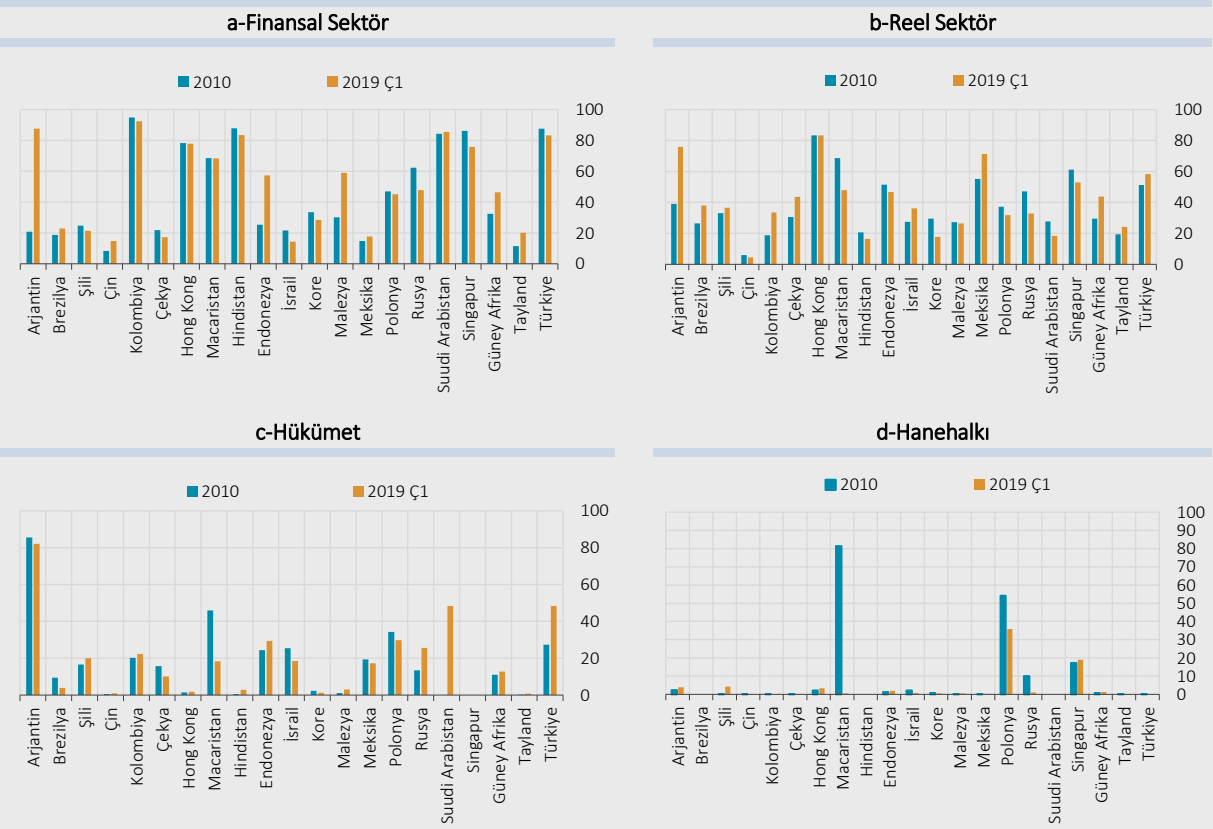
Grafik 5: Yerli Para Cinsi Hükümet Borçlanma Senetlerinde Yabancı Yatırımcıların Payı 2014-2018 Karşılaştırma (%)



Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde toplam borç içinde yabancı paranın payının en yüksek olduğu sektörün finansal sektör olduğu izlenmektedir (Grafik 6-a). Özellikle Doğu Avrupa ve Asya ülkelerinde finansal sektörün, borçlanmasının yarıdan fazlasını yabancı para cinsinden yaptığı göze çarpmaktadır. Kolombiya, Hindistan, Singapur ve Türkiye'de bu oran yüzde 80'in üzerine çıkmaktadır. GOÜ'lerde reel sektör borçlanması içinde yabancı paranın payı ise finansal sektöre göre daha makul seviyededir (Grafik 6-b). Ancak, Arjantin ve Meksika ile birlikte, Türkiye'de de reel sektör borçlanmasında yabancı paranın payında artış olmuştur. Kamu kesimi yabancı para cinsinden borçlanmasının payı, Arjantin dışındaki ülkelerde makul seviyelerde seyretmektedir (Grafik 6-c).

Grafik 6: Borçlanma İçinde Yabancı Paranın Payı, Sektörler Bazında



Kaynak: IIF. Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde hanehalkının yabancı para borç stoku, çoğu ülkede getirilen kısıtlamalardan kaynaklı ihmal edilebilir düzeydedir (Grafik 6-d). Benzer şekilde, Türkiye'de de hanehalkının yabancı para kredi kullanımı 2009 yılında getirilen düzenleme ile yasaklandığı belirtilmelidir. Macaristan'da 2010 yılından sonra hanehalkı yabancı para borçlanması getirilen kısıtlar neticesinde göz ardı edilebilir seviyelere gerilemiştir. Polonya'da ağırlıkta konut kredilerinden oluşan hanehalkı yabancı para borçluluğu 2010 yılına göre azalmakla birlikte yüksek seviyesini korumaktadır. Singapur'da ise konut ve kısmen dayanıklı tüketim için kullanılan kredilerinden kaynaklı borçlanma dikkat çekmektedir. Ancak, Singapur'da yabancı para borçluluk oranın Polonya'ya göre oldukça düşük seyrettiği belirtilmelidir.

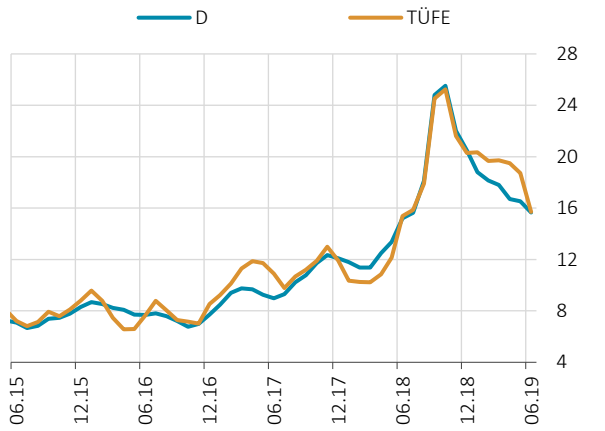
Özetle, 2019 yılının ilk çeyreğinde, GOÜ'lerde toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı yüksek seviyesini korurken, belirgin bir şekilde yavaşlayan borcun artış oranının sınırlı oranda yükseldiği izlenmektedir. GOÜ'lerde en borçlu sektörün reel kesim olduğu göze çarpmaktadır. GOÜ'lerde yabancı para birimi cinsinden borç payının en yüksek olduğu sektör finans sektörü olurken en düşük kesimin hanehalkı olduğu görülmektedir. Kamu kesimi yabancı para cinsinden borçlanmasının payı, Arjantin dışındaki ülkelerde makul seviyelerde seyretmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

Tüketici enflasyonu 2019 yılının ikinci çeyreğinde 3,99 puan azalarak yüzde 15,72'ye gerilemiştir (Grafik 3.1). Bu dönemde enflasyondaki düşüşe katkı veren ana gruplar sırasıyla gıda, temel mal ve enerji olurken, tütün grubunun enflasyona katkısı önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir (Grafik 3.2). İkinci çeyrekte uluslararası petrol ve diğer emtia fiyatlarında gerileme izlenirken, döviz kurundaki yükselişe paralel olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında artış kaydedilmiştir. Ancak, bir önceki yıldaki yüksek bazın ortadan kalkması ve iç talep koşullarındaki zayıf seyre bağlı olarak hem tüketici enflasyonu hem de çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonunda yavaşlama izlenmiştir.

Gıda enflasyonu bu dönemde yüzde 30 seviyelerinden yüzde 19,20'ye gerileyerek tüketici enflasyonundaki düşüşün ana belirleyicisi olmuştur. Bu gelişmede ürün arzındaki artışın desteğiyle sebze fiyatlarında gözlenen düşüşe bağlı olarak işlenmemiş gıda grubunun etkisi hissedilmiştir. Diğer taraftan, işlenmiş gıda yıllık enflasyonu ekmek ve tahıllar ile süt ürünleri öncülüğünde yükselerek olumsuz bir görünüm arz etmiştir. Bu dönemde dayanıklı tüketim mallarındaki geçici vergi indirimleri devam etmiş; döviz kurunun gecikmeli etkilerinin azalması ve iç talepteki zayıf seyirle birlikte temel mal yıllık enflasyonu düşüşünü sürdürmüştür. Enerji yıllık enflasyonundaki yavaşlama, Türk lirasındaki değer kaybına karşın, petrol fiyatlarındaki gerileme ve şebeke suyu gibi yönetilen/yönlendirilen enerji kalemlerindeki fiyat düşüşleri eşliğinde devam etmiştir. Hizmet enflasyonu, geçmiş enflasyona endeksleme, canlı turizm talebi, döviz kuru ile reel birim işgücü maliyetlerinden kaynaklanan yukarı yönlü etkilere karşın, iç talepteki zayıf seyrin etkisiyle bu dönemde sınırlı bir düşüş kaydetse de görece yüksek seviyesini korumuştur.

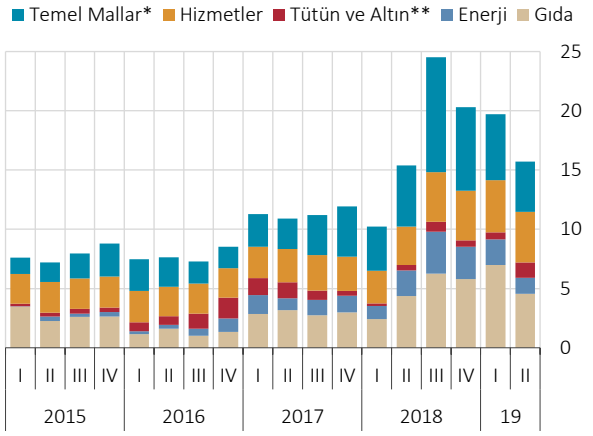
Grafik 3.1: TÜFE ve D Endeksi* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

* İşlenmemiş Gıda ile Alkol-Tütün Dışı TÜFE

Grafik 3.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB,TÜİK.

* Temel Mallar: Gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar.

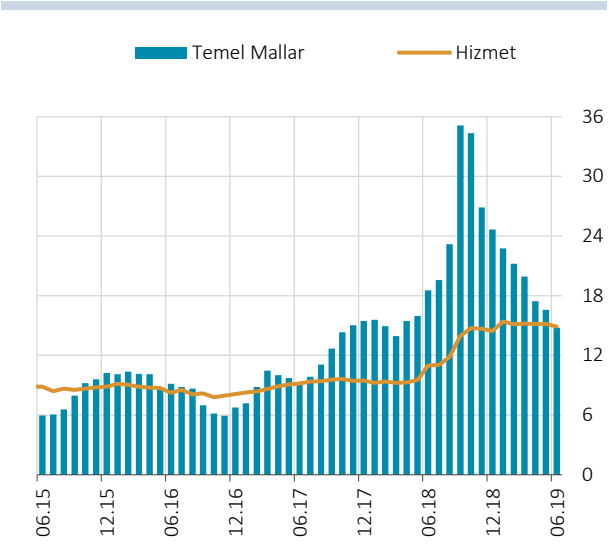
** Tütün ve Altın: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

Özetle, yılın ikinci çeyreğinde Türk lirasındaki değer kaybına karşın, işlenmemiş gıda enflasyonundaki yavaşlama, iç talep koşullarındaki zayıf seyir ve ılımlı emtia fiyatlarına bağlı olarak tüketici enflasyonu görünümünde iyileşme gözlenmiştir. Temmuz ayında yıllık enflasyonun otomobil, mobilya ve beyaz eşya sektörlerindeki geçici vergi indirimlerinin sona ermesi ve elektrik gibi yönetilen/yönlendirilen enerji kalemlerindeki fiyat artışları sonucunda geçici bir yükseliş göstereceği öngörülmektedir. Temmuz ayı sonrasında ise bir önceki yılda Türk lirasında kaydedilen değer kaybının oluşturduğu belirgin baz etkisinin ortadan kalkması ve iç talep koşullarındaki zayıf seyrin desteği ile tüketici enflasyonundaki yavaşlama eğiliminin süreceği değerlendirilmektedir. Enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ederken, iktisadi faaliyetteki zayıf seyrin devamına bağlı olarak enflasyon üzerinde talep koşulları kaynaklı aşağı yönlü riskler de bulunmaktadır.

3.1 Temel Enflasyon Görünümü

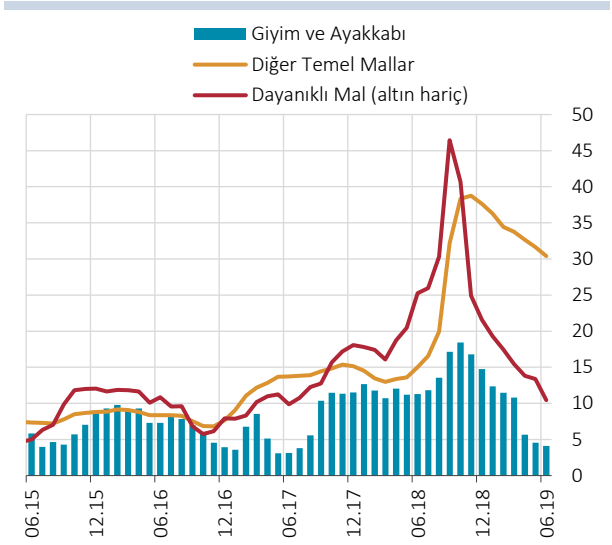
Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde 5,13 puan azalarak yüzde 14,79'a gerilemiştir (Grafik 3.1.1). Yıllık enflasyon üzerindeki birikimli döviz kuru etkilerinin azalması ve iktisadi faaliyetteki zayıf seyir bu düşüşü desteklemiştir. Bu dönemde giyim sektöründe fiyat değişimlerinin dönemsel ortalamaların oldukça altında kalması alt gruplarda öne çıkan bir gelişme olurken, tüm alt grupların yıllık enflasyonlarında düşüşün devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 3.1.2). Diğer taraftan, bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybı, temel mal yıllık enflasyonunda daha olumlu bir görünümü sınırlamıştır.

Grafik 3.1.1: Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.2: Temel Mal Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

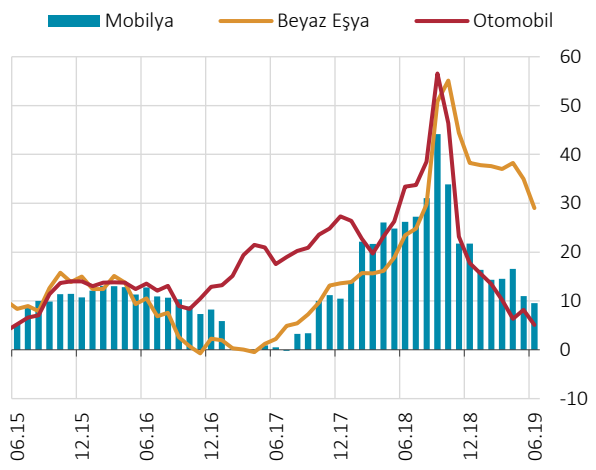
Dayanıklı mal grubu yıllık enflasyonu ikinci çeyrekte 5,01 puan gerilemiş ve yüzde 10,44 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde otomobil fiyatları yüksek bir oranda (yüzde 5,95) artarken, beyaz eşya ve mobilya fiyatlarındaki artış daha sınırlı olmuştur (Tablo 3.1.1). Otomobil satışları 2019 yılının ilk 6 ayında bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 40'ın üzerinde daralmış; beyaz eşya yurt içi satışları ise aynı dönemde yüzde 9,3 oranında gerilemiştir. Bu görünüm dayanıklı mallarda iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğine işaret etmektedir. Öte yandan, beyaz eşya sektörünün ihracat ağırlıklı olması nedeniyle bu sektörün üretimi yatay bir seyir izlemiş, bunun sonucunda beyaz eşya fiyatları yıllık enflasyonundaki yavaşlama diğer dayanıklı alt kalemlerine kıyasla daha sınırlı kalmıştır (Grafik 3.1.3). Haziran ayı sonunda otomobil, beyaz eşya ve mobilya gruplarında geçici vergi indirimlerinin sona ermesi ile Temmuz ayında bu grupların yıllık enflasyonunda yükseliş beklenmektedir. Bir diğer alt kalem olan giyim grubunda Nisan ayında yeni sezon fiyat artışı dönemsel ortalamaların oldukça altında kalmış, takip eden aylarda da benzer bir eğilim izlenmiştir. Diğer temel mallarda ise fiyat artışlarının bu dönemde Türk lirasındaki zayıf seyirle birlikte bir miktar hızlandığı görülmüştür.

Tablo 3.1.1: Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Üç Aylık ve Yıllık % Değişim)

	2018				2019		
	II	III	IV	Yıllık	I	II	Yıllık
TÜFE	6,23	9,34	0,78	20,30	2,27	2,69	15,72
1.Mallar	7,16	10,72	0,55	22,68	1,87	2,29	16,01
Enerji	5,60	12,34	-0,25	20,82	-1,62	0,20	10,46
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	7,29	6,17	3,56	25,11	10,01	-1,45	19,20
İşlenmemiş Gıda	12,50	2,68	3,10	27,09	18,98	-8,46	15,31
İşlenmiş Gıda	2,22	9,91	4,02	23,22	1,56	6,28	23,41
Temel Mallar	8,67	14,64	-0,81	24,67	-2,96	4,02	14,79
Giyim ve Ayakkabı	15,04	-0,95	10,85	14,75	-12,26	8,06	4,10
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	8,22	20,84	-10,69	21,57	-1,15	3,53	10,44
Mobilya	5,46	18,65	-9,39	21,71	1,00	0,89	9,55
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	4,87	20,52	-1,00	26,87	-0,98	0,84	19,14
Otomobil	11,11	22,41	-17,09	17,72	-2,25	5,95	5,12
Diğer Dayanıklı Mallar	5,98	14,45	4,44	31,44	1,39	2,59	24,33
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	4,74	17,30	7,36	37,63	1,42	2,09	30,39
Alkollü İçecekler, Tütün Ürünleri ve Altın	3,15	6,76	-2,67	8,65	1,96	14,86	21,70
2. Hizmetler	3,93	5,85	1,39	14,46	3,29	3,67	14,92
Kira	2,20	3,14	1,96	9,61	2,46	2,28	10,20
Lokanta ve Oteller	4,40	9,15	2,26	19,81	2,64	5,49	20,84
Ulaştırma	4,48	7,52	-1,73	11,70	0,28	4,91	11,15
Haberleşme	6,45	1,45	2,57	9,96	1,54	0,77	6,47
Diğer Hizmetler	3,51	5,55	1,27	15,56	5,86	3,32	16,91

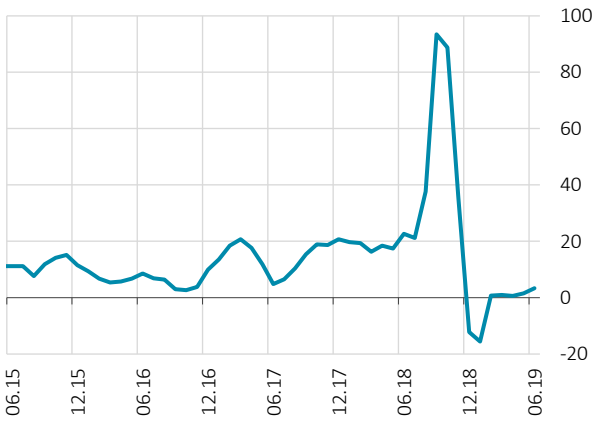
Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.3: Seçilmiş Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB,TÜİK.

Grafik 3.1.4: Temel Mal Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

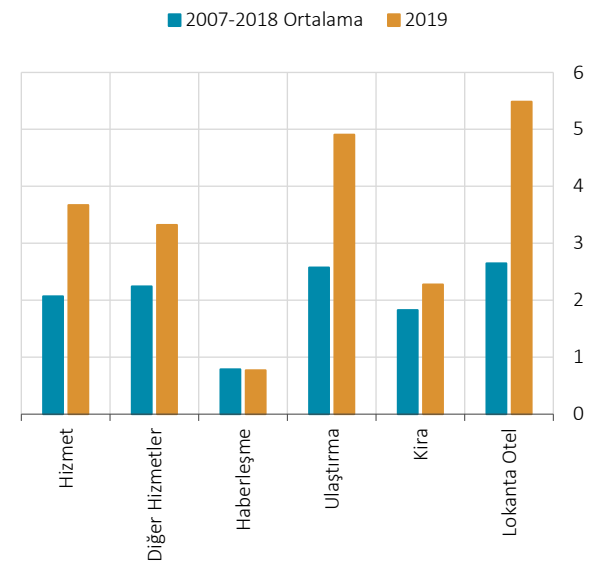


Kaynak: TCMB,TÜİK.

Bu dönemde temel mal enflasyonunun ana eğilimi ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.4). İktisadi faaliyetteki zayıf seyir bu görünümü destekleyen en belirgin unsur olarak öne çıkmaktadır. Geçici vergi indirimlerinin geri alınmasıyla fiyatlarda kaydedilecek olan artışların dayanıklı mal talebini bir miktar daha aşağı çekebileceği öngörülmektedir. Önümüzdeki dönemde temel mal enflasyonunda düşüş yönünde güçlü baz etkileri bulunmakla birlikte, bu düşüşün boyutu başta döviz kuru olmak üzere maliyet unsurlarının seyrine bağlı olacaktır.

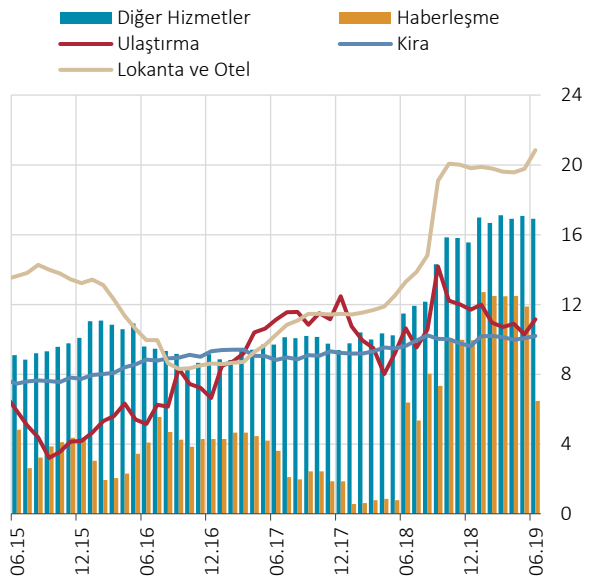
Hizmet fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 3,67 oranında artarken, grup yıllık enflasyonu 0,29 puan azalarak yüzde 14,92'ye gerilemiştir (Grafik 3.1.1 ve Tablo 3.1.1). Hizmet fiyatlarında çeyreklik artış oranları haberleşme hizmetleri dışındaki alt gruplarda geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.5).

Grafik 3.1.5: Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları (İkinci Çeyrek % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

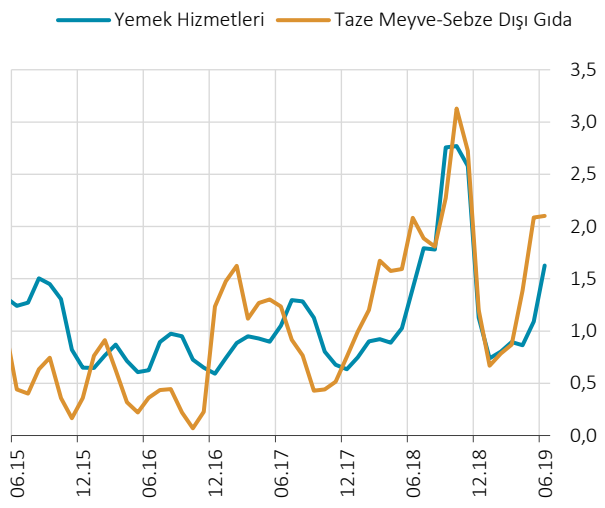
Grafik 3.1.6: Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

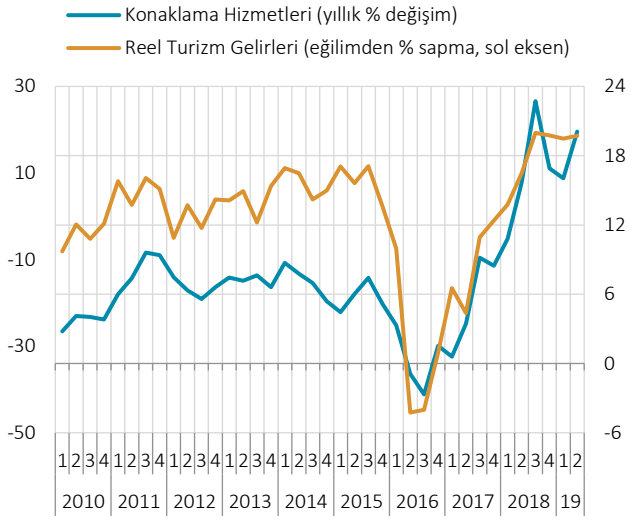
Hizmet alt gruplarında yıllık enflasyon haberleşme hizmetlerinde gerilerken, lokanta-otel ve ulaştırma hizmetlerinde yükselmiş; diğer hizmetler ve kira alt kalemlerinde ise yataya yakın seyretmiştir (Grafik 3.1.6). Bu dönemde haberleşme grubu yıllık enflasyonu baz etkisi kaynaklı 6,01 puan azalarak yüzde 6,47'ye gerilemiştir. Lokanta-otel grubu çeyreklik enflasyonu ortalamanın üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.5). Bu gelişmede, hem yemek hizmetleri hem de konaklama hizmetleri fiyatları üzerinde etkili olan turizm sektöründeki canlılığa bağlı olarak talep koşullarının yanında, gıda fiyatlarındaki görünüm de etkili olmuştur (Grafik 3.1.7 ve Grafik 3.1.8). Özellikle, belirli gıda ürünlerindeki birikmiş maliyet baskılarına bağlı olarak gözlenen fiyat artışlarının dolaylı yansımaları yemek hizmetleri üzerinde belirgin olarak izlenmiştir. Ulaştırma hizmetleri fiyatlarındaki çeyreklik artışta karayolu ile şehirlerarası yolcu taşımacılığı fiyatları öne çıkmıştır. Diğer hizmetler grubunda ise paket tur ve sağlık hizmetleri gibi döviz kuru gelişmelerine duyarlı kalemler ile emek yoğun kalemlerde (bakım onarım, ev içi hizmetler, berber-kuaför vb.) fiyat artışlarının yüksek seyrettiği gözlenmiştir. Geçmiş enflasyona endeksleme davranışına bağlı olarak eğitim hizmetleri enflasyonundaki yukarı yönlü seyir bu dönemde de sürmüştür. Özetle, ikinci çeyrek hizmet fiyatları görünümünde iktisadi faaliyetteki zayıf seyre karşın, döviz kuru, reel birim işgücü maliyetleri ve gıda gibi maliyet unsurlarının yansımaları ile canlı turizm talebinin etkileri izlenmiş ve yıllık hizmet enflasyonu görece yüksek seviyesini korumuştur.

Grafik 3.1.7: Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları
(Aylık % Değişimin 3 Aylık Ortalaması)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

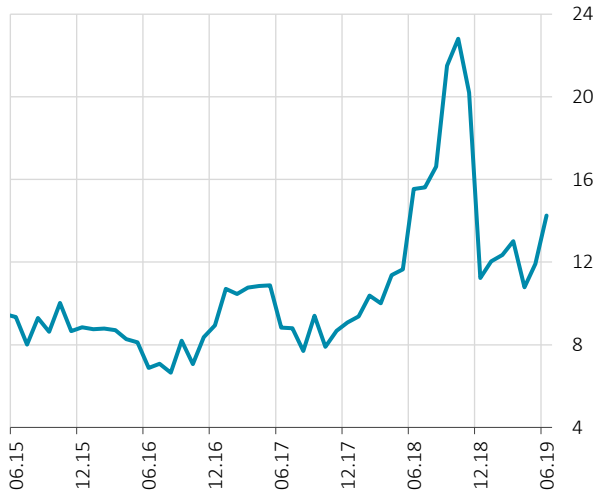
Grafik 3.1.8: Konaklama Hizmetleri Fiyatları ve Turizm Gelirleri



Kaynak: TCMB, TÜİK.

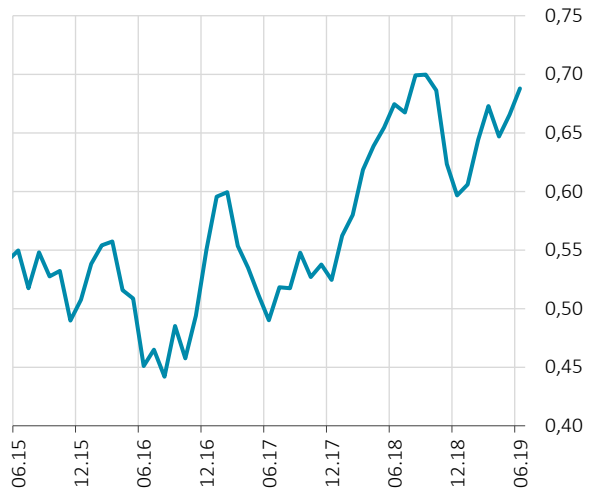
Bu gelişmeler doğrultusunda, yılın ikinci çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama artış eğilimi yükselmiş, fiyat artışlarının genele yayılma eğilimi güçlenmiştir (Grafik 3.1.9 ve Grafik 3.1.10). Bu göstergelerin yüksek oranlarda seyretmesi, hizmet grubunda fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir.

Grafik 3.1.9: Hizmet Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB,TÜİK.

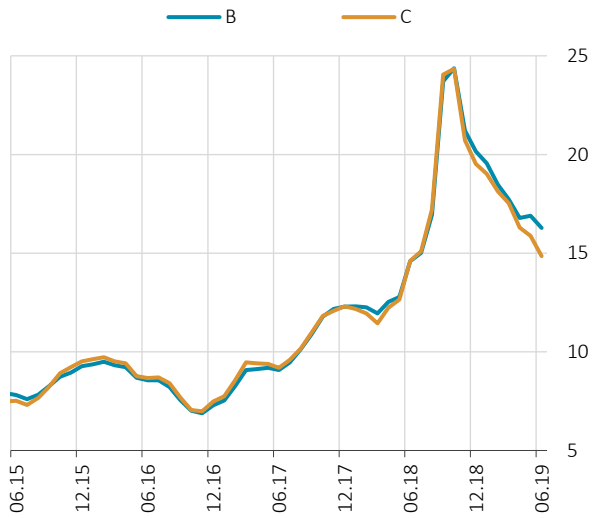
Grafik 3.1.10: Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB,TÜİK.
* Yayılım Endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.

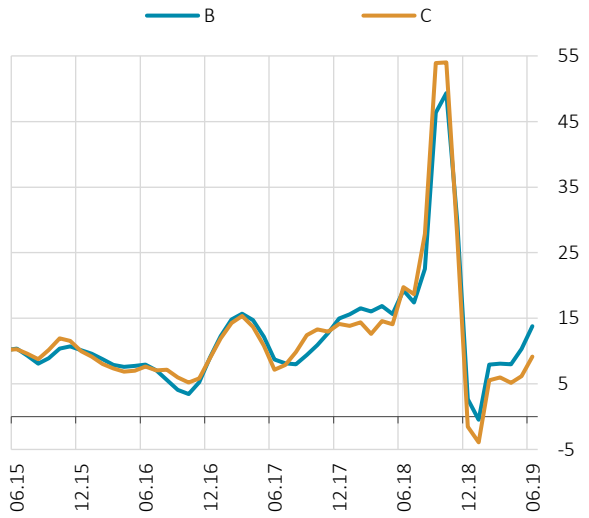
Yılın ikinci çeyreğinde, özellikle temel mal grubundaki yavaşlamaya bağlı olarak, çekirdek enflasyon göstergelerinden B ve C endekslerinin yıllık enflasyonları bir önceki çeyreğe kıyasla sırasıyla 1,44 ve 2,67 puan gerilemiş ve yüzde 16,28 ve 14,86 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.11). Çekirdek enflasyon göstergelerinin ana eğilimleri ise bu dönemde, Türk lirasında gözlenen değer kaybı ve belirli ürünlerdeki ertelenmiş fiyat artışlarının gerçekleşmesine bağlı olarak yükselmiştir (Grafik 3.1.12).

Grafik 3.1.11. B ve C Endeksi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

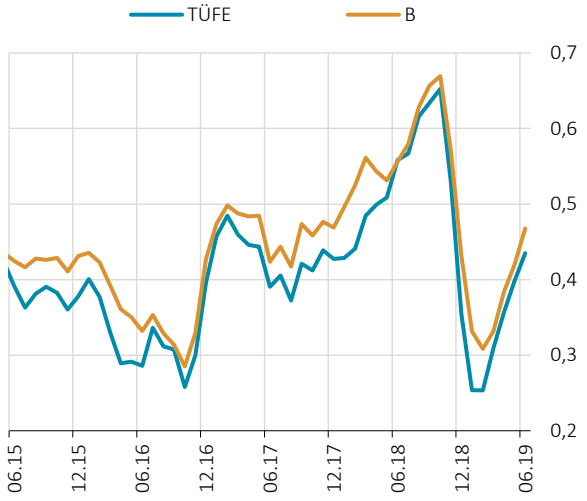
Grafik 3.1.12. B ve C Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB,TÜİK.

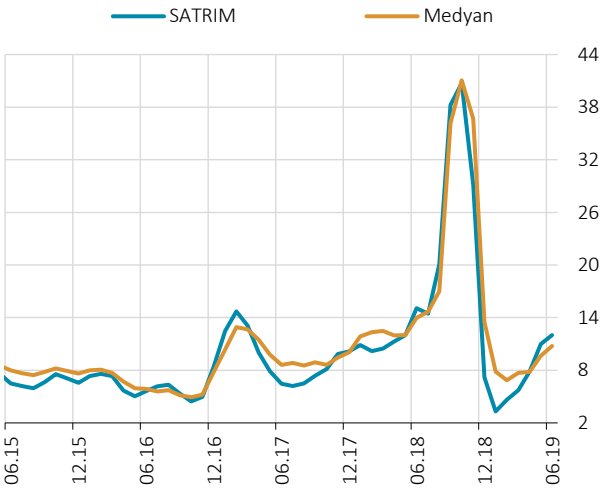
TÜFE ve çekirdek göstergelere ilişkin yayılım endekslerine göre fiyat artırma eğilimi bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir (Grafik 3.1.13). Benzer bir hareket, TCMB bünyesinde takip edilen SATRIM ve Medyan gibi alternatif temel enflasyon göstergelerinde de izlenmiştir (Grafik 3.1.14). Özetle, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler, enflasyonun ana eğiliminde yılın ikinci çeyreğinde bir miktar yükselişe işaret etmiş, ancak ana eğilim yıllık tüketici enflasyonunun altında seyretmiştir.

Grafik 3.1.13. TÜFE ve B Yayılım Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB,TÜİK.

Grafik 3.1.14. Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan** (Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama, %)

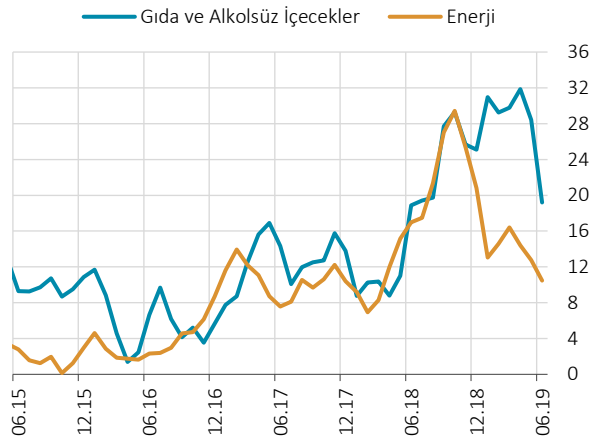


Kaynak: TCMB,TÜİK.
* SATRIM: Mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.
** Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeri.

3.2 Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

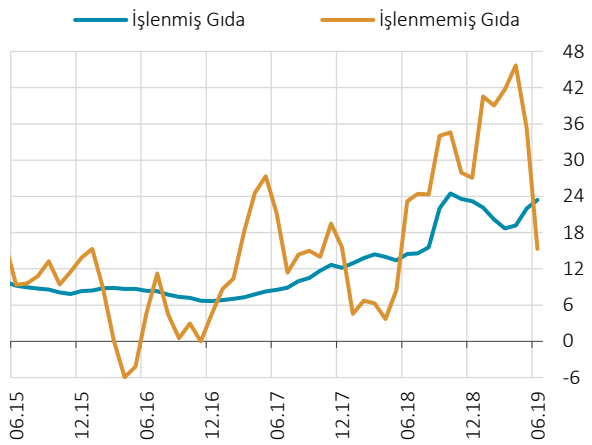
Mart ayında yüzde 29,77 seviyesinde olan gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu ikinci çeyrekte 10,57 puan düşüşle yüzde 19,20'ye gerilemiştir (Grafik 3.2.1). Bu gelişmede, sebze fiyatlarına bağlı olarak gerileyen işlenmemiş gıda grubu ana belirleyici olurken, işlenmiş gıda grubunda yıllık enflasyon yükseliş kaydetmiştir (Grafik 3.2.2). Gıda fiyatlarının seyrinde olumlu arz koşulları ile önceki seneden gelen yüksek bazın yanı sıra, döviz kuru gelişmeleri ve bazı ürünlerde ertelenen maliyet artışlarının fiyatlara yansımasının etkileri hissedilmiştir. Bu dönemde yıllık enflasyon taze meyve ve sebze grubunda önemli oranda gerilerken, taze meyve ve sebze dışı gıdada yatay seyretmiştir (Grafik 3.2.3).

Grafik 3.2.1: Gıda ve Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

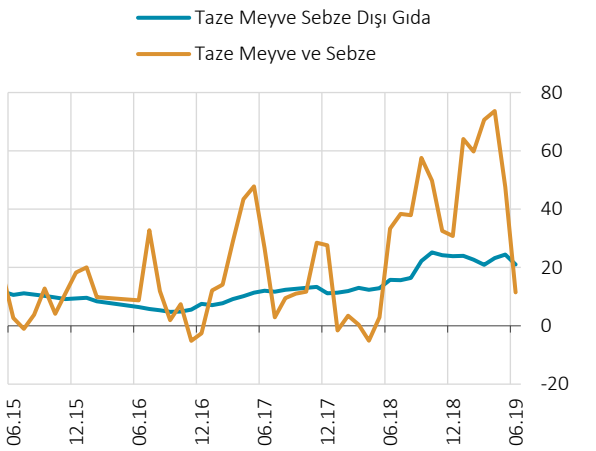
Grafik 3.2.2: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

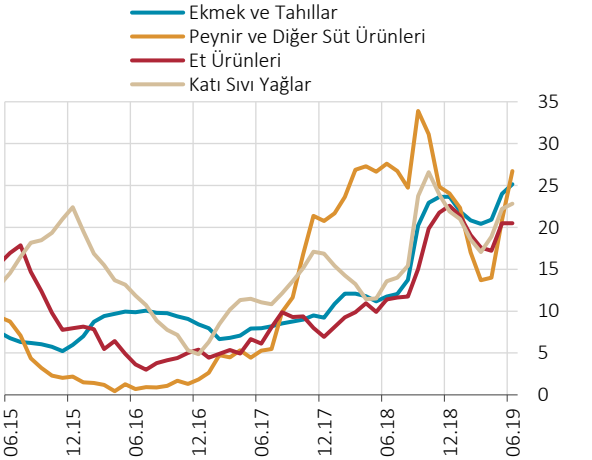
İşlenmemiş gıda yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 26,40 puan düşerek yüzde 15,31 olmuştur (Grafik 3.2.2). Bu dönemde, taze meyve-sebze grubunda yıllık enflasyon baz etkilerinin yanı sıra, Mayıs ve Haziran aylarında sebze fiyatlarının yeni ürün arzı ile birlikte tarihsel ortalamalarının üzerinde düşmesi sonucu yüzde 11,48 seviyesine gerilemiştir (Grafik 3.2.3). Yeni ürün arzının olumlu etkisi diğer işlenmemiş gıda grubunda patates fiyatlarında da gözlenirken, bu grupta yumurta fiyatları ihracatın zayıf olması sebebiyle yurt içi arz artışına bağlı olarak düşmüştür. Diğer taraftan bu dönemde beyaz ve kırmızı et fiyatlarındaki artışlar dikkat çekmiş; Ulusal Süt Konseyi'nin Mayıs ayından geçerli olmak üzere çiğ sütün alım fiyatını litre başına 1,7'den 2 Türk lirasına yükseltmesinin etkileri süt fiyatları üzerinde yakından izlenmiştir.

Grafik 3.2.3: Taze Meyve ve Sebze ile Diğer Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB,TÜİK.

Grafik 3.2.4: Seçilmiş İşlenmiş Gıda Kalemleri (Yıllık % Değişim)



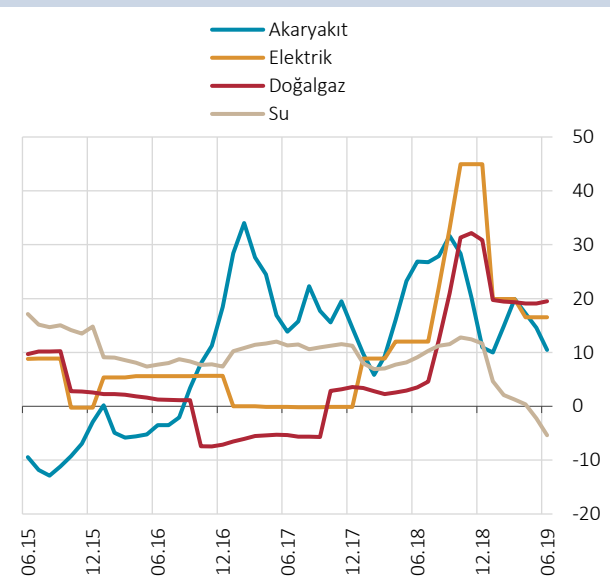
Kaynak: TCMB,TÜİK.

Yılın ilk çeyreğinde gerileyen işlenmiş gıda yıllık enflasyonu ikinci çeyrekte 4,72 puan artarak yüzde 23,41'e yükselmiştir (Grafik 3.2.2). Bu artışta döviz kuru gelişmelerine ek olarak süt ve et gibi girdi niteliğindeki işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler etkili olmuştur. Çiğ süt referans fiyatlarında gerçekleşen artış paralelinde peynir ve diğer süt ürünleri fiyatlarında belirgin bir yükseliş görülürken, ekmek-tahıllar grubunda başta ekmek olmak üzere ertelenmiş maliyet baskıları Mayıs ve Haziran aylarında fiyatlara yansımıştır. Bu dönemde, et fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak işlenmiş et ürünleri; çiğ süt ve kur gelişmeleri kaynaklı olarak ise katı-sıvı yağlar öne çıkan diğer gruplar olmuştur (Grafik 3.2.4). Bunların yanı sıra, kuru çay ve şeker fiyatları sırasıyla yüzde 15 ve 16 oranında artırılmıştır. Söz konusu artışların işlenmiş gıda kanalıyla tüketici fiyatları üzerindeki etkilerinin Temmuz ayından itibaren gözlenmesi beklenmektedir.

Tütün ürünleri fiyatları nispi ÖTV'deki yükselişe bağlı olarak ikinci çeyrekte yüzde 17,88 oranında artmıştır. Temmuz ayı başında ise tütün ve alkol ürünlerinden alınan maktu ve asgari maktu ÖTV tutarları Yİ-ÜFE'deki altı aylık değişime endeksli otomatik ayarlamaya bağlı olarak yükselmiştir. Bu durum, tütün ürünleri fiyatları üzerinde bir risk oluşturmaktadır.

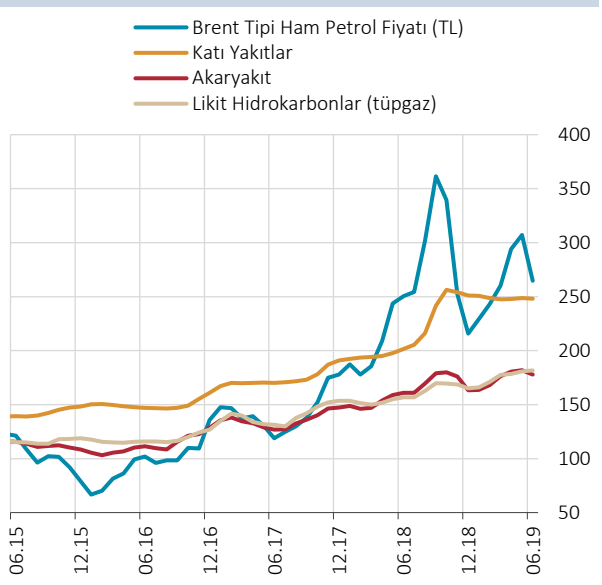
Enerji fiyatları yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir oranda artış göstermiştir (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, yönetilen/yönlendirilen kalemlerden elektrik ve doğalgaz fiyatlarında belirgin bir değişiklik olmazken, şebeke suyu fiyatları yüzde 3,20 oranında düşmüş ve bu grupta yıllık enflasyon yüzde -5,37 olmuştur (Grafik 3.2.5). Bir önceki çeyrek sonunda 66 ABD doları olan Brent tipi ham petrolün varil fiyatı, Nisan ve Mayıs aylarında 70 ABD dolarının üzerine çıktıktan sonra Haziran ayında 63 ABD dolarına gerilemiştir. Diğer taraftan bu dönemde Türk lirasında değer kaybı izlenmiştir. Bu gelişmeyle tüp gaz fiyatı bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 2,28 oranında artarken, eşel mobil sisteminin devrede olması nedeniyle akaryakıt fiyatlarındaki artış daha sınırlı olmuştur (Grafik 3.2.6). Sonuç olarak, enerji grubu yıllık enflasyonu bu dönemde 5,95 puan azalışla yüzde 10,46 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1). Öte yandan, 1 Temmuz 2019 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere elektrik fiyatlarında yüzde 15 oranında artış yapılmıştır. Elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artışların tüketici enflasyonu üzerinde doğrudan etkileri yanında dolaylı etkileri de olmaktadır. Bu tarz etkilere dair bir inceleme Kutu 3.1'de yer almaktadır.

Grafik 3.2.5: Yurt İçi Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.2.6: Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları (Aralık 2010=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

3.3 Yurt İçi Üretici Fiyatları

Yurt içi üretici fiyatları (Yİ-ÜFE) yılın ikinci çeyreğinde yüzde 5,83 oranında artmış, fiyat artışları genele yayılan bir seyir izlemiştir (Tablo 3.3.1). Bu çeyrekte uluslararası emtia piyasasında petrol ve metal fiyatlarındaki gelişmeler üretici fiyatlarını olumlu yönde etkilerken, Türk lirasındaki değer kaybı olumsuz etkide bulunmuştur. Diğer taraftan, üretici fiyatları yıllık enflasyonu, baz etkilerine bağlı olarak, bir önceki çeyreğe kıyasla 4,60 puan gerileyerek yüzde 25,04 olmuştur (Grafik 3.3.1).

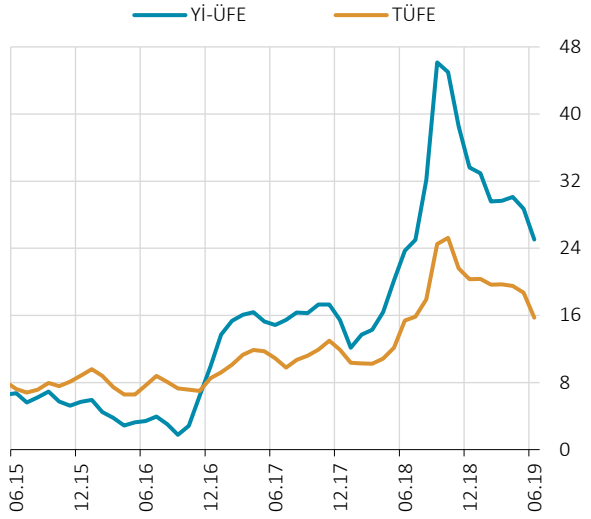
Tablo 3.3.1: Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler (Üç Aylık ve Yıllık % Değişim)

	2018				2019		
	II	III	IV	Yıllık	I	II	Yıllık
Yİ-ÜFE	**9,72**	**20,29**	**-3,83**	**33,64**	**2,14**	**5,83**	**25,04**
Madencilik	7,02	12,62	-3,14	24,34	5,72	5,92	22,15
İmalat	9,68	19,15	-4,44	31,11	2,68	5,34	23,15
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	9,04	18,50	-3,48	30,95	2,42	5,51	23,60
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	8,58	17,41	-2,16	30,81	2,61	5,49	24,34
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtımı	12,35	39,90	1,75	75,02	-5,24	14,30	54,20
Su Temini	3,17	3,65	2,02	9,13	-7,65	-1,74	-4,04
Ana Sanayi Gruplarına Göre Yİ-ÜFE							
Ara Malı	10,24	22,02	-5,37	34,14	2,04	4,87	23,57
Dayanıklı Tüketim Malları	6,69	14,90	-1,61	24,92	1,39	2,97	18,03
Dayanıklı Tüketim Malları (Mücevherat Hariç)	6,56	13,91	-1,08	24,31	1,19	2,72	17,12
Dayanıksız Tüketim Malları	7,61	12,56	-0,69	25,49	3,26	7,79	24,41
Sermaye Malı	8,39	19,63	-3,11	32,92	3,76	3,67	24,67
Enerji	15,58	34,48	-6,06	57,13	-1,23	8,54	35,44

Kaynak: TCMB,TÜİK.

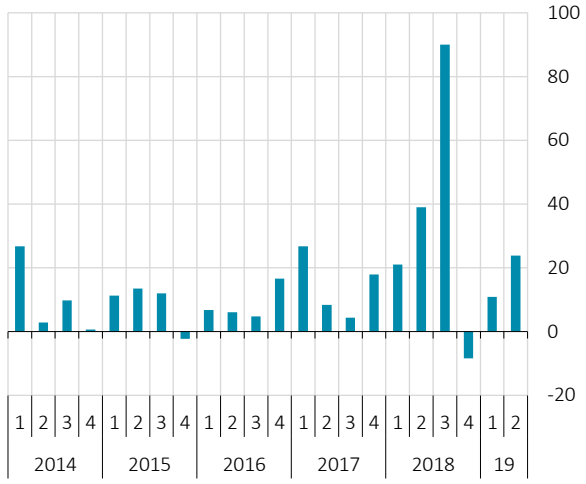
Fiyat gelişmeleri ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde, bu çeyrekte, enerji, dayanıksız tüketim malları ve ara malı gruplarında daha belirgin olmakla birlikte, fiyatların tüm alt gruplarda yükseldiği gözlenmiştir (Tablo 3.3.1). Ara malı grubunda başta demir-çelik, tekstil ürünleri, plastik ürünler, kağıt ürünleri, temel kimyasallar ve hazır hayvan yemleri olmak üzere genele yayılan fiyat artışları gözlenmiştir. Sermaye malı fiyatlarındaki yükselişte motorlu kara taşıtları ile parça ve aksesuarları, makineler ve metal yapı ürünleri ön plana çıkmıştır. Enerji fiyatları bu çeyrekte güçlü bir şekilde artmış; söz konusu artış gaz imalatı ve elektrik enerjisi üretimi, iletimi ve dağıtımı fiyatları kaynaklı gerçekleşmiştir. Dayanıklı tüketim malı fiyatlarında kaydedilen yükselişte ev aletleri ve mobilya belirleyici olurken; dayanıksız tüketim malı fiyatları işlenmiş gıda ürünleri imalatı öncülüğünde yükselmiştir. İşlenmiş gıda imalatı fiyatlarındaki söz konusu yükselişin bu dönemde tüketici fiyatlarına da yansıdığı gözlenmiştir. Bu gelişmelerle birlikte, üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatlarının mevsimsellikten arındırılmış ana eğilimi bu dönemde hızlanmaya devam etmiştir (Grafik 3.3.2). Sonuç olarak, tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları ilk çeyreğe kıyasla güçlenmiş, ancak üretici fiyatları yıllık enflasyonu bu dönemde baz etkisiyle gerilemiştir.

Grafik 3.3.1: Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.3.2: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Çeyreklik % Değişim)

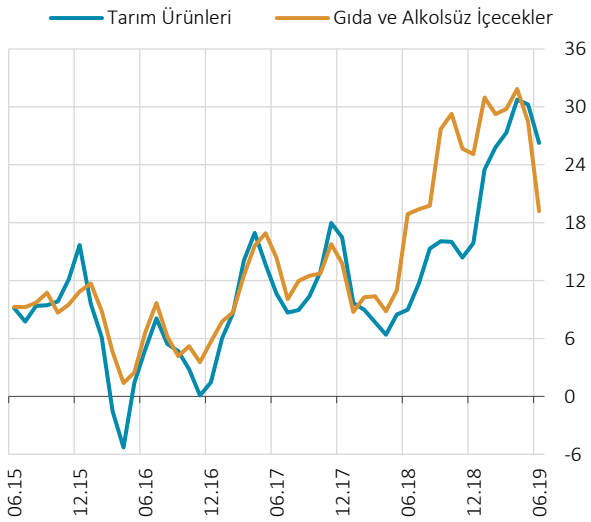


Kaynak: TCMB,TÜİK.

3.4 Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları

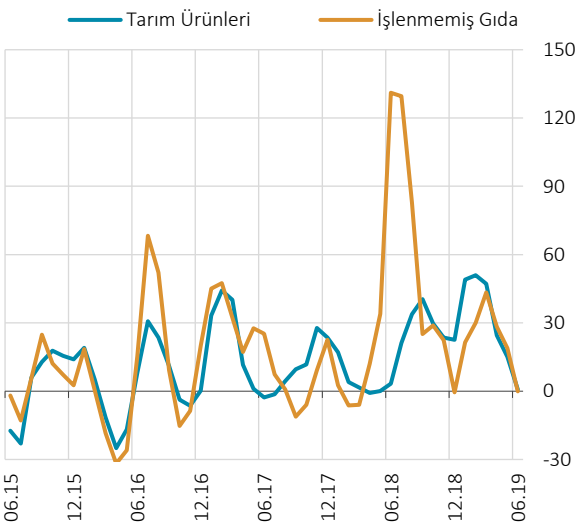
Tarım üretici fiyatları yıllık enflasyonu 2019 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre 1,07 puan azalarak yüzde 26,26 seviyesine gerilemiştir (Grafik 3.4.1). Bu gelişmede sebzelerin geneline yansıyan fiyat düşüşleri belirleyici olmuştur. Özellikle domates, patlıcan, biber, salatalık, patates ve soğan fiyatları önemli ölçüde azalmıştır. Sebzelerdeki fiyat düşüşleri bu dönemde tüketici işlenmemiş gıda fiyatlarına da yansımıştır. Diğer taraftan, yılın ikinci çeyreğinde yaş çay alım fiyatı yüzde 25 oranında artmış; çiğ süt referans alım fiyatlarındaki görünüme paralel olarak da sütte üretici fiyatları artış eğilimi sergilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle üç aylık ortalamalara göre incelendiğinde, bu dönemde temelde sebze fiyat gelişmelerine bağlı olarak hem tarım ürünleri üretici fiyatları hem de işlenmemiş gıda fiyatları ana eğilimlerinin önemli ölçüde gerilediği görülmektedir (Grafik 3.4.2).

Grafik 3.4.1: Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.4.2: Tarım Ürünleri ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

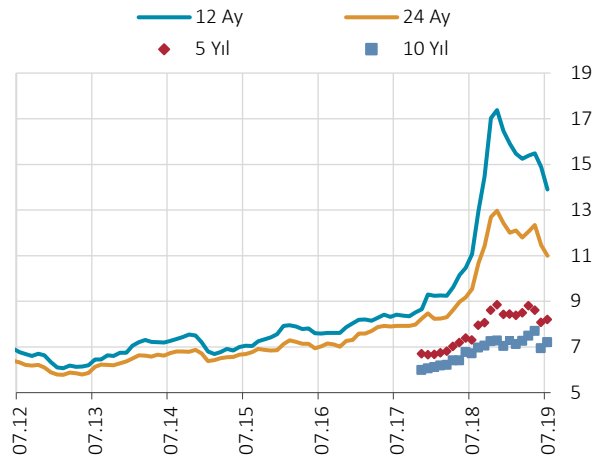


Kaynak: TCMB, TÜİK.

3.5 Beklentiler

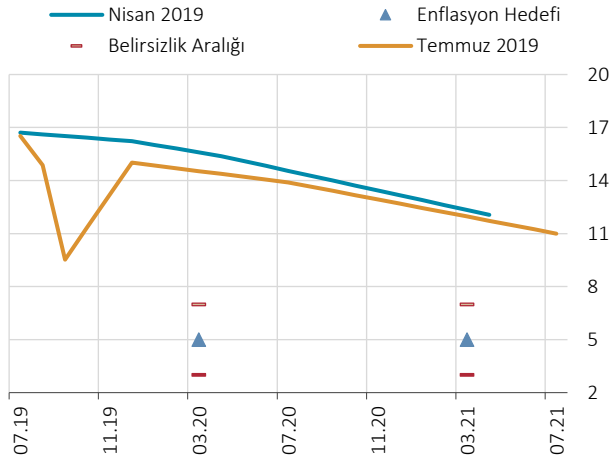
2019 yılının ikinci çeyreğinde enflasyondaki düşüşe bağlı olarak enflasyon beklentilerinde gerileme devam etmiştir. Yılsonu enflasyon beklentisi Temmuz ayı itibarıyla yüzde 15,01 seviyesindedir. 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri ise sırasıyla yüzde 13,90 ve 11,00 düzeyindedir (Grafik 3.5.1). 5 ve 10 yıllık uzun vadeli enflasyon beklentileri bu dönemde sınırlı bir oranda düşüş göstermiş olsa da orta vadeli resmi enflasyon hedefinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Enflasyon beklentilerinin kısa vadede bir önceki döneme kıyasla aşağı yönlü güncellendiği, orta vadede ise aşağı yönlü güncellemenin sınırlı olduğu görülmektedir (Grafik 3.5.2).

Grafik 3.5.1: TÜFE Enflasyon Beklentileri* (%)



Kaynak: TCMB.
* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketi verileri olup, 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir.

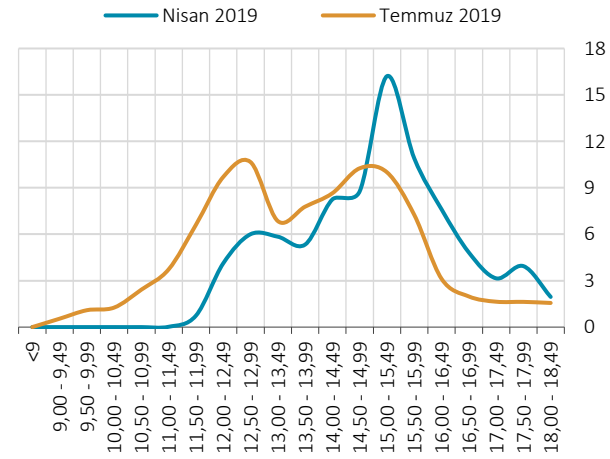
Grafik 3.5.2: Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi* (%)



Kaynak: TCMB.
* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketinde çeşitli vadelerde oluşan enflasyon beklentileri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemiyle oluşturulmuştur.

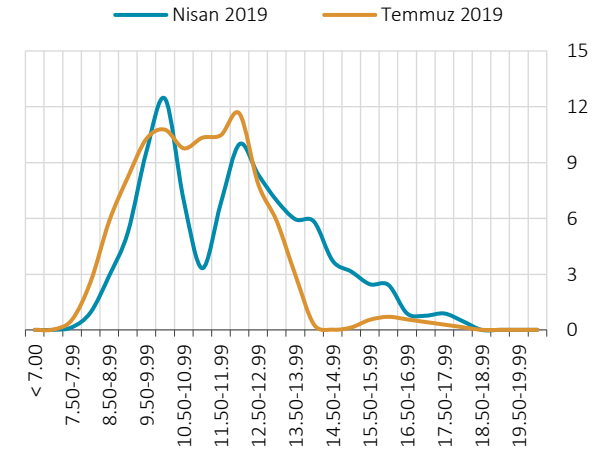
Enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımlarına bakıldığında, 12 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumsuzluğun arttığı ve enflasyonun hem 12 hem de 24 ay sonraki seyrine dair belirsizliğin devam ettiği görülmektedir (Grafik 3.5.3 ve Grafik 3.5.4).

Grafik 3.5.3: Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



Kaynak: TCMB.
* Yatay eksen enflasyon beklenti aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için TCMB Genel Ağ sayfasından İstatistikler/Eğilim Anketleri/Beklenti Anketi/Metaveri.

Grafik 3.5.4: Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



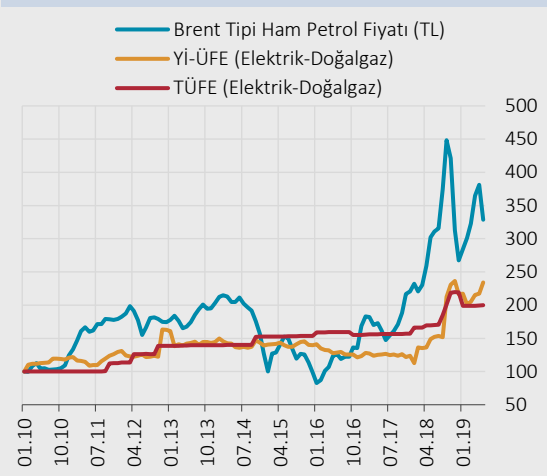
Kaynak: TCMB.
* Yatay eksen enflasyon beklenti aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için TCMB Genel Ağ sayfasından İstatistikler/Eğilim Anketleri/Beklenti Anketi/Metaveri.

Kutu 3.1

Elektrik ve Doğalgaz Fiyat Artışlarının Tüketici Fiyatlarına Dolaylı Etkileri

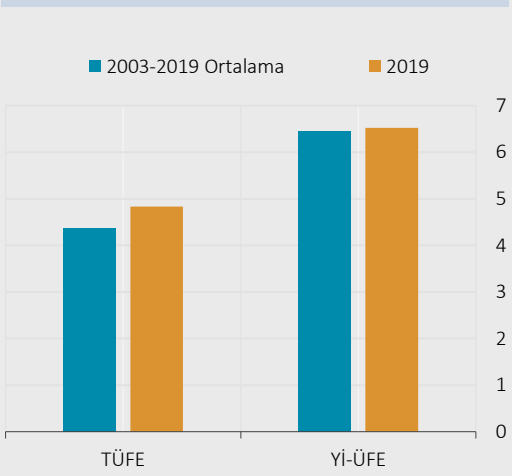
Türkiye net enerji ithalatçısı bir ülke olduğundan uluslararası piyasalarda belirlenen enerji fiyatları yurt içi enerji fiyatları için önemli bir maliyet unsuru oluşturmaktadır. Bunun yanında, döviz kurundaki dalgalanmalar da söz konusu maliyetlerin fiyatlara yansıması üzerinde ek bir baskı yaratmaktadır (Grafik 1). Bir taraftan da, enerji fiyatları hem hane halkının harcamaları içinde hem de imalat sanayi ve hizmet sektörlerinin giderleri içinde kayda değer bir paya sahiptir (Grafik 2).[1] Bu açıdan değerlendirildiğinde, enerji fiyatlandırması diğer mal ve hizmetlerin fiyatlandırmasından bir ölçüde farklılaşmaktadır. Ülkelerin genel enerji fiyatlandırma politikalarına bakıldığında, ya fiyatların bir kısmının veya tamamının doğrudan kamu tarafından belirlendiği; ya da enerji piyasasının tamamen özelleştirildiği durumlarda vergi politikası kanalıyla kamunun aktif yönlendirmesinin olduğu görülmektedir. Türkiye'de de, örneğin, akaryakıt fiyatları serbest piyasada belirlense de, nihai satış fiyatları üzerinde vergi ayarlamalarının belirgin bir ağırlığı vardır. Ya da, elektrik fiyatları Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) onayıyla belirlenmektedir.

Grafik 1: Petrol ile TÜFE ve Yİ-ÜFE Elektrik–Doğalgaz Endeksleri (Ocak 2010=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB,TÜİK.

Grafik 2: Elektrik ve Doğalgaz Kalemlerinin Endeks İçindeki Payları (%)



Kaynak: TÜİK.

Enerji fiyat ayarlamalarının, enflasyon üzerinde, bu ürünlerin fiyat endeksi içindeki payı ile orantılı olan doğrudan etkileri bulunmaktadır. Bunun yanında, üretim ve işletme maliyetleri ya da göreli fiyatlar kanalıyla, yönetilen enerji fiyatlarındaki ayarlamaların enflasyon üzerinde dolaylı yansımaları da gözlenebilmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda üretici ve tüketici fiyat endeksindeki elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki ayarlamaların tüketici enflasyonu üzerindeki dolaylı etkileri incelenmektedir. İlk olarak üretici tarafından bakıldığında, ilk dikkat çeken konu, enerji kalemlerinin kendi arasındaki geçişkenliktir. Türkiye'de elektrik üretiminin hatırı sayılır bir bölümü doğalgaz santralleri kanalıyla yapıldığından, doğalgaz üretici fiyatlarındaki artışlar elektrik üretici fiyatlarını etkilemektedir.[2]

[1] Firmaların maliyetlerine bakıldığında, Yüncüler ve Öğünç (2015), imalat sektörü ve hizmet sektöründe elektrik giderlerinin maliyet içindeki payını sırasıyla yüzde 2,3 ve 1,9 olarak hesaplamışlardır. Ayrıca, TCMB tarafından hazırlanan yayınlanmamış bir diğer çalışmanın sonuçlarına göre 2010-2015 döneminde elektrik giderlerinin maliyet içindeki ortalama payı imalat sektörü ve hizmet sektöründe sırasıyla yüzde 2,2 ve 1,9'dur.

[2] Enerji ve Tabi Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre 2018 yılında elektrik üretiminin yüzde 29,8'i doğalgazdan elde edilmiştir.

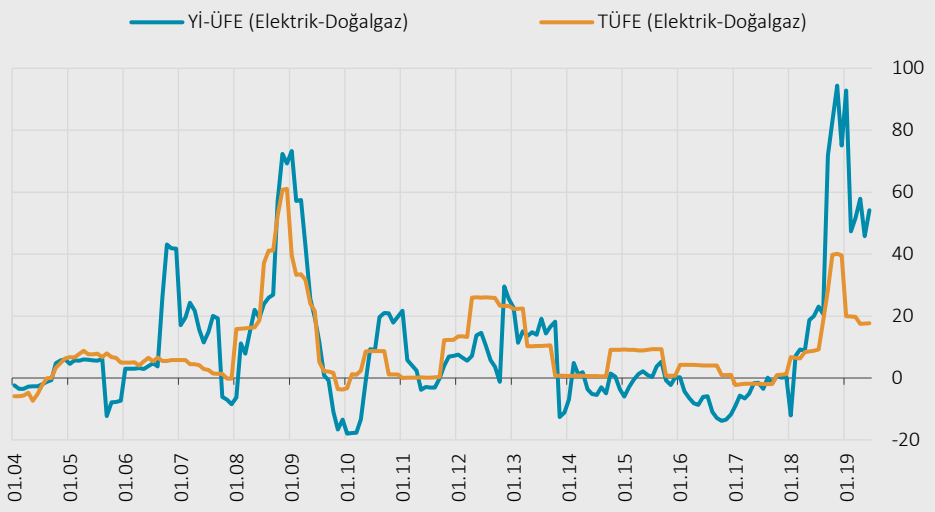
Diğer taraftan, sanayideki elektrik fiyatlarında gözlenen artışlar üretim maliyetleri kanalından imalat sanayi fiyatlarını etkilemekte; bu etki de daha sonra dolaylı olarak tüketici fiyatlarına yansımaktadır.

İkinci olarak, TÜFE'de yer alan elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artışların da tüketici fiyatlarına dolaylı yansımaları olabilmektedir. Her ne kadar TÜFE'de yalnızca konutta kullanılan elektrik ve doğalgaz fiyatları yer alsa da, örneğin, konuttaki fiyat ayarlamalarına benzer şekilde ticarethanelerdeki enerji fiyatlarında da ayarlamalar gözlenebildiğinden; bu kanalla da, hizmetler, temel mallar ya da işlenmiş gıda gibi grupların fiyatları üzerinde dolaylı yansımalar gözlenebilmektedir.

Bu kutuda, elektrik ve doğalgaz fiyatlarının tüketici enflasyonu üzerindeki dolaylı etkilerini ölçebilmek için çeşitli vektör öz gecikmeli regresyon (VAR) modelleri tahmin edilmektedir. Bu modellerden elde edilen etki-tepki fonksiyonlarını kullanarak enerji fiyatlarındaki ayarlamaların enflasyon üzerindeki dolaylı yansımaları incelenmektedir. Üretici fiyatları üzerinden gelen dolaylı etkileri ölçmek amacıyla, sırasıyla TL cinsinden ham petrol fiyatları, gaz imalatı fiyatları, elektrik üretimi fiyatları, çıktı açığı ile Yurtiçi ÜFE-İmalat sanayi sektörü fiyatlarından oluşan bir VAR modeli tahmin edilmiştir. Etkilerin doğru ayrıştırılabilmesi için ABD doları/Türk lirası kurundaki değişim (gecikmeli değerleriyle birlikte) modele dışsal bir değişken olarak eklenmiştir. Bu model, üretici fiyat ayarlamalarının tüketici fiyatlarının ana kalemleri üzerindeki dolaylı etkilerinin hesaplanabilmesi için, her seferinde farklı bir çekirdek tüketici alt grubu (işlenmiş gıda, temel mal ve hizmet) fiyatlarını içerecek şekilde genişletilmiştir.

Elektrik ve doğalgazın tüketici fiyatlarındaki değişimlerin TÜFE'nin enerji dışındaki ana kalemlerine olan dolaylı etkilerini ölçmek için öncelikle, üretici ve tüketici için elektrik ve doğalgazdan oluşan fiyat endeksleri oluşturulmuştur.[3] Genel olarak, sanayiye yönelik yapılan elektrik ve doğalgaz fiyat ayarlamalarının, tüketiciye yönelik ayarlamalarla eş anlı olarak gerçekleştiği dönemlere sıklıkla rastlanmaktadır (Grafik 3). Bu sebeple, tüketiciye yönelik enerji fiyat ayarlamalarının dolaylı etkilerine bakarken, üretici fiyatlarının da kontrol edilmesi uygun olacaktır.

Grafik 3: TÜFE ve Yİ-ÜFE Elektrik - Doğalgaz Fiyat Endeksleri (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

[3] Toplulaştırılmış endeks kullanımı hem VAR'daki değişken sayısını makul boyutlarda tutmak hem de kalemler arasındaki olası geçişleri ortadan kaldırmak için tercih edilmiştir. Bu durum, elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artışların diğer fiyatlar üzerindeki dolaylı etkisinin doğrudan etkisine oranının her iki kalem için aynı olduğunu ima etmektedir. Ek analizler, bu varsayımın makul olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, elektrik ve doğal gazın dolaylı etkileri hesaplanırken bu kalemlerin toplulaştırılmış endeks içindeki göreli payları dikkate alınmıştır.

Bu amaçla, sırasıyla TL cinsinden ham petrol fiyatları, üretici elektrik-doğalgaz fiyatları, tüketici elektrik-doğalgaz fiyatları, çıktı açığı ile çekirdek tüketici fiyatlarının bir alt grubunu (işlenmiş gıda, temel mal ve hizmet) içeren VAR modelleri tahmin edilmektedir.[4] ABD doları/Türk lirası kurundaki değişim yine dışsal değişkendir. Bu çerçevede, tüketici fiyatları üzerindeki dolaylı etkiler temel gruplar bazında gözlemlenip, etkiler toplulaştırılmaktadır.

Modellerden elde edilen etki-tepki fonksiyonları sonucunda hesaplanan, elektrik ve doğalgazın üretici ve tüketici fiyatlarındaki artışların işlenmiş gıda, temel mal ve hizmetler üzerinden tüketici fiyatlarına olan dolaylı etkileri Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1: Elektrik ve Doğalgaz Fiyat Ayarlamalarının Tüketici Enflasyonuna Etkileri (% Puan)

	% 10 Oranındaki Bir Fiyat Artışa Verilen Tepki	
Ayarlama Yapılan Kalem	TÜFE'ye Doğrudan Etki	TÜFE'ye Dolaylı Etki*
Yİ-ÜFE Doğalgaz	--	0,12 *(0,10-0,13)*
Yİ-ÜFE Elektrik	--	0,15 *(0,12-0,16)*
TÜFE Doğalgaz	0,18	0,12 *(0,09-0,18)*
TÜFE Elektrik	0,30	0,20 *(0,15-0,29)*

* Dolaylı etki, bir yıl içinde verilen birikimli tepkiyi göstermektedir. Parantez içindeki değerler tahmin ve/veya model belirsizliğine göre alt ve üst bant olarak değerlendirilebilir.

Buna göre, örneğin, TÜFE'deki elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki yüzde 10 oranındaki bir artışın doğrudan yansımaları sırasıyla 0,30 ve 0,18 puan olurken, bu artışların tüketici fiyatlarına dolaylı etkilerinin sırasıyla ortalama 0,20 ve 0,12 puan olarak hesaplanmaktadır. Ancak, model ve tahmin belirsizliğine istinaden, elektrik fiyatlarındaki ayarlamaların dolaylı etkisinin 0,15 ile 0,29 puan; doğalgaz fiyatlarındaki ayarlamaların da 0,09 ve 0,18 puan aralığında olabileceği değerlendirilmektedir.[5] Diğer taraftan, Yİ-ÜFE'deki elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki yüzde 10 oranındaki bir artışın üretim maliyetlerindeki artış kanalıyla tüketici fiyatları üzerinde dolaylı etkileri sırasıyla 0,10-0,13 ve 0,12-0,16 puan aralığında hesaplanmaktadır. Özetle, özellikle TÜFE'de yer alan elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki doğrudan etkisinin en az yarısı kadar dolaylı etkisinin olabileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Yüncüler, H.B. G. & Öğünç, F. (2015). "Firma Maliyet Yapısı ve Maliyet Kaynaklı Enflasyon Baskıları", TCMB Çalışma Tebliği Serisi, No. 15/03.

[4] Bazı VAR modellerinde üretici elektrik-doğalgaz fiyatlarındaki değişimler dışsal değişken olarak eklenmiştir. 2010 sonrası dönem için aylık bazda tahmin edilen modellerde serilerin durağan formları yer almaktadır.

[5] TÜFE'deki elektrik-doğalgaz artışlarının dolaylı etkilerini tahmin ederken, üretici fiyatlarındaki değişimlerin VAR modellerine farklı şekillerde dahil edilmesiyle model ve tahmin belirsizliğine ilişkin çıkarımlar yapılmıştır. Tüketici fiyatları üzerindeki dolaylı etkileri incelenirken bu kutuda, çekirdek enflasyon göstergelerinden B endeksinin kapsamına giren temel mallar, hizmet ve işlenmiş gıda alt grupları dikkate alınmıştır. Ancak, örneğin, elektrik-doğalgazın su ve katı yakıt gibi diğer enerji kalemleri ile işlenmemiş gıda üzerinde de dolaylı yansımaları gözlenebilir. Tahmin belirsizliğinin yanında bu etkiler de dikkate alındığında, bir üst limit olarak, elektrik ve doğalgaz fiyat artışlarının dolaylı etkilerinin doğrudan etkiler kadar güçlü olabileceği de değerlendirilmektedir.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

İktisadi faaliyet, 2019 yılı ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu olarak kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Çeyreklik büyümeye katkılar itibarıyla, net ihracat yatay bir seyir izlerken, yurt içi talepteki artış toparlanmanın sürükleyicisi olmuştur. Risk primlerindeki iyileşme, kredi-mevduat faiz farkının daralması, güçlü kredi ivmesi ve kamunun destekleyici duruşu yurt içi talebi desteklemiştir. Bu doğrultuda özel tüketim harcamaları dönemlik olarak artış sergilerken, kamu harcamalarındaki artış çeyreklik büyümeye yüksek bir katkı yapmıştır. Diğer yandan, inşaat sektörü kaynaklı olmak üzere, sabit sermaye yatırımları gerilemiştir.

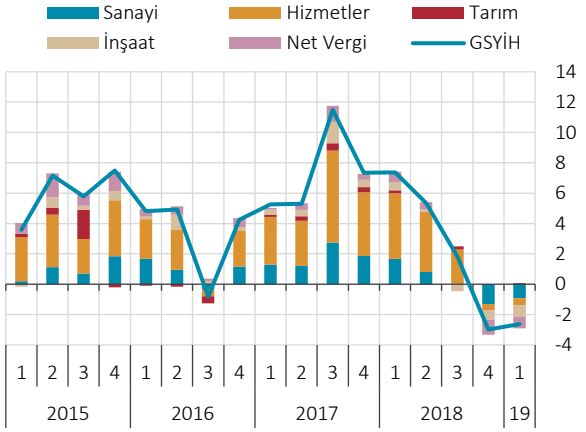
İktisadi faaliyetteki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde ılımlı bir şekilde devam ettiği görülmektedir. Bu dönemde ilk çeyrekteki güçlü kredi ivmesinin gecikmeli etkileri sürse de, artan finansal oynaklığa bağlı olarak yükselen risk primleri ve sıkılaşan finansal koşullar, başta yatırımlar olmak üzere, özel kesim talebini sınırlamıştır. Kamu harcamalarındaki zayıflama da yurt içi talebi yavaşlatan bir diğer unsur olmuştur. Buna karşılık, küresel büyümedeki yavaşlama sinyallerine rağmen iç talebe duyarlı sektörlerin ihracata yönelimi, firmaların pazar çeşitlendirme esnekliği ve Türk lirasındaki birikimli değer kaybının destekleyici etkisiyle mal ve hizmet ihracatı artmaya devam etmiştir. Özellikle turizmdeki güçlü seyir, doğrudan etkilerinin yanında dayanıksız tüketim malları ve taşımacılık gibi bağlantılı sektörler kanalıyla da iktisadi faaliyeti desteklemiştir.

Yılın ikinci yarısında, enflasyon görünümünün iyileşmesi ve ülke risk primindeki gerilemeyle birlikte yurt içi talepteki ılımlı toparlanmanın sürmesi beklenmektedir. Bu dönemde, rekabet gücü gelişmelerinin mal ihracatını desteklemeye devam edeceği, hizmet ihracatının da güçlü seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanmanın süreceği, toplam talep koşullarının ise enflasyona düşüş yönlü katkı vermeye devam edeceği öngörülmektedir. Öte yandan, jeopolitik gelişmelerin yanı sıra küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

4.1 Üretim Gelişmeleri

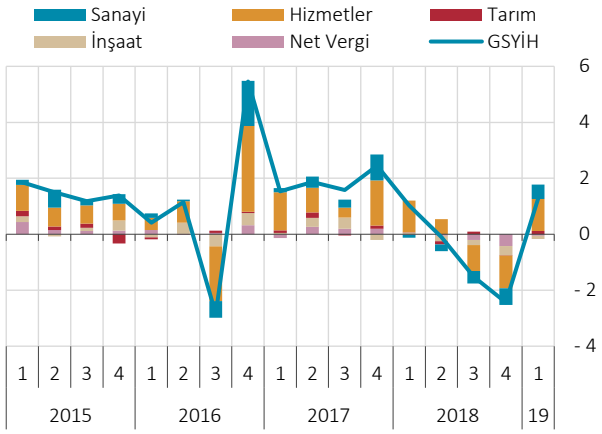
GSYİH, 2019 yılı ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında artarken, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,6 oranında daralmıştır. İlk çeyrekte iktisadi faaliyetteki toparlanma, inşaat hariç, sektörler geneline yayılmış, dönemlik büyümeye en yüksek katkıyı hizmetler sektörü yapmıştır. Yıllık bazda incelendiğinde ise tarım sektöründeki sınırlı pozitif katkı hariç tüm sektörlerin büyümeye negatif katkı yaptıkları dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.1 ve Grafik 4.1.2).

Grafik 4.1.1: GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

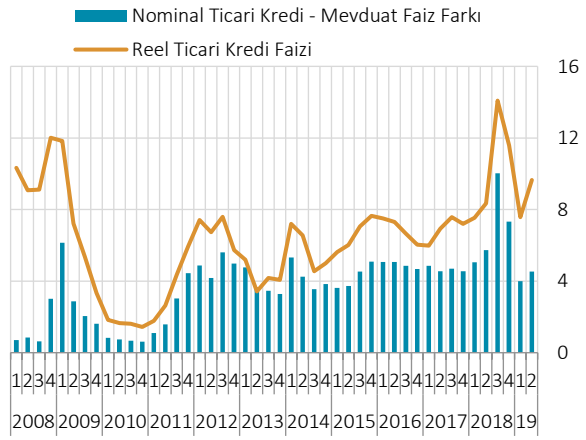
Grafik 4.1.2: GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

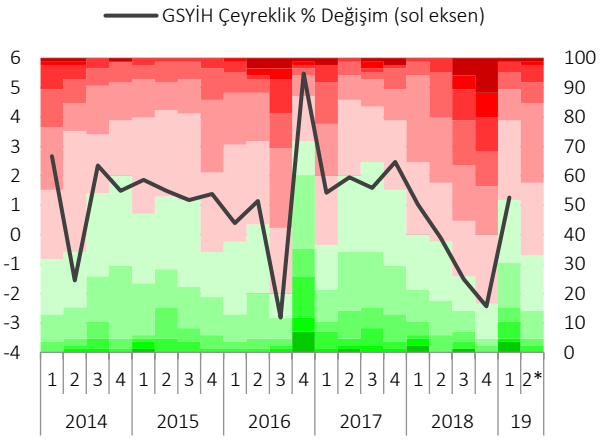
2018 yılının ikinci yarısında önemli ölçüde sıkılaşan finansal koşullar 2019 yılının ilk çeyreğinde kısmi bir iyileşme kaydetmiş ve iktisadi faaliyetteki toparlanmayı desteklemiştir. Ancak yılın ikinci çeyreğinde, reel ticari kredi faizi ve kredi-mevduat faiz farkında, daha sınırlı da olsa, yeniden artış gözlenmiştir (Grafik 4.1.3). Finansal oynaklıkta gözlenen artış iktisadi faaliyetteki toparlanmayı yavaşlatmıştır. Nitekim öncü göstergelerden oluşturulan ısı haritası, iktisadi faaliyette ilk çeyrekte gözlenen olumlu tablonun yılın ikinci çeyreğinde bir miktar zayıflayacağına işaret etmektedir (Grafik 4.1.4).

Grafik 4.1.3: Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı ve Reel Ticari Kredi Faizi* (Yıllık, Basit, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* 12 ay sonrasına ait TÜFE enflasyon beklentileri ile reelleştirilmiştir.

Grafik 4.1.4: İktisadi Faaliyet Isı Haritası ve GSYİH Dönemlik Büyümesi**

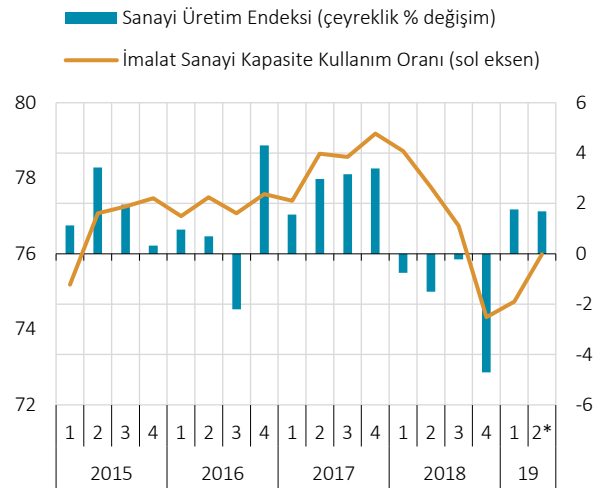


Kaynak: Yöntem ve veri kaynakları için detaylı bilgi 2019-Nisan tarihli Enflasyon Raporu Kutu 4.3'te sunulmuştur.
* 26 Temmuz itibarıyla.
** Yeşil rengin payının artması, iktisadi faaliyete dair takip edilen göstergelerin daha fazla kısmının olumlu seyrettiğini göstermektedir.

Sanayi sektörü faaliyetinde, yılın ilk aylarında giderek güçlenen artış eğilimi sonucunda ilk çeyrekte dönemlik artış gerçekleşmiştir. Sanayi üretimi ikinci çeyrek gelişmeleri incelendiğinde, Nisan ayındaki gerilemeden sonra, sektörün Mayıs ayında diğer ulaşım araçları kaleminin desteğiyle güçlü bir artış sergilediği ve yılın ilk çeyreğine kıyasla yüzde 1,7 oranında arttığı görülmektedir. Bayram nedeniyle öne çekilen ihracatın ve köprü günü etkisinin Haziran ayında üretimi sınırlayacağı ve ikinci çeyrekte üretimin ilk çeyreğe göre ılımlı bir artış sergileyeceği tahmin edilmektedir. Kapasite kullanım oranı verilerindeki artışın ikinci çeyrekte de devam etmesi bu görünümü desteklemektedir (Grafik 4.1.5). Reel ciro endeksleri, sanayi üretiminde ilk çeyrekte gözlenen toparlanmanın yurt içi talep kaynaklı olduğuna, ikinci çeyrekteki artışta ise yurt dışı satışların da olumlu katkı yaptığına işaret etmektedir. Diğer yandan, inşaat bağlantılı

sektörler zayıf seyrini sürdürerek toplam sanayi üretimini sınırlamaya devam etmiştir. PMI verileri, eşik seviyenin altında kalmakla birlikte, Haziran ayında güçlü sayılabilecek bir artış sergilemiş (Kutu 4.1) ve olumlu bir görünüm sunmuştur. Yeni siparişler incelendiğinde ise yurt içi kaynaklı artışın daha belirgin olduğu gözlenmektedir (Grafik 4.1.6).

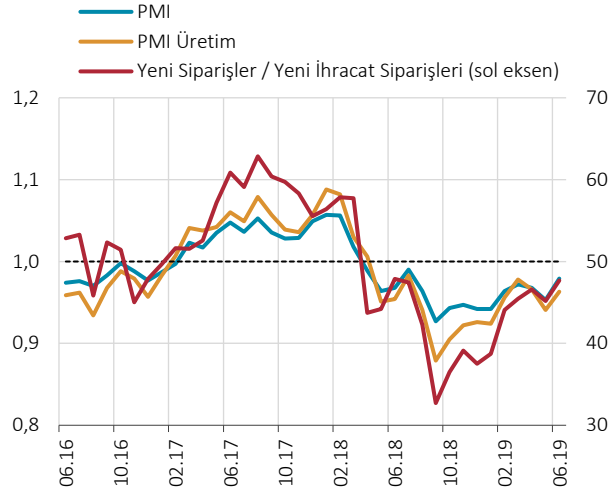
Grafik 4.1.5: Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK

* Sanayi üretimi Nisan-Mayıs dönemini kapsamaktadır.

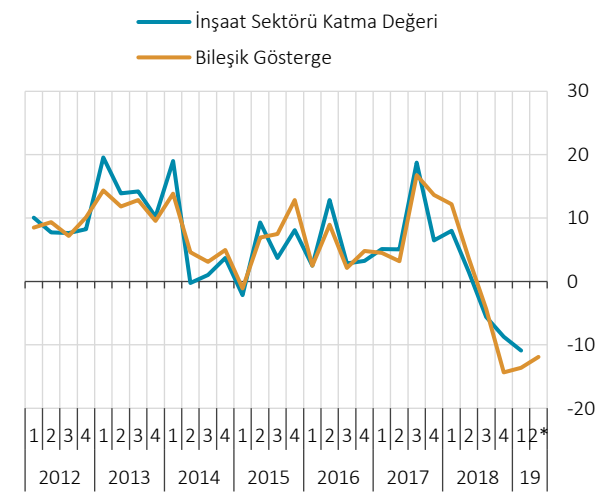
Grafik 4.1.6: PMI ve PMI Üretim (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

İnşaat sektörü katma değeri ilk çeyrekte dönemlik bazda daralmaya devam etmiş, yıllık bazda ise yüzde 10,9 oranında gerilemiştir. İnşaat sektörü bileşik göstergesinin yanı sıra imalat sanayiinde inşaatla bağlantılı sektörlerdeki gelişmeler ve sektördeki istihdam kayıplarının devamı, sektör katma değerinde dönemlik bazda süregelen düşüşün ikinci çeyrekte de devam edebileceğini göstermektedir (Grafik 4.1.7, Grafik 4.3.4). İnşaat sektörü güven endeksi göstergelerinden son üç aydaki inşaat faaliyetleri ve sipariş düzeyi sorularına verilen yanıtlar sektör faaliyetindeki zayıf seyri teyit etmektedir (Grafik 4.1.8).

Grafik 4.1.7: İnşaat Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi** (Yıllık % Değişim)

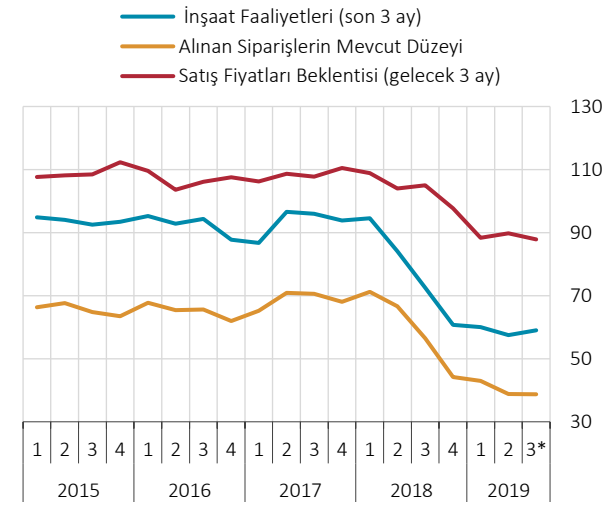


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mayıs ayı itibarıyla.

** Bileşik gösterge, fabrikasyon metal ve mineral maddeler sektörleri yurt içi reel cirolarının yıllık yüzde değişimlerinden elde edilmiştir. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

Grafik 4.1.8: İnşaat Sektörü Güven Endeksi Göstergeleri** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: TÜİK.

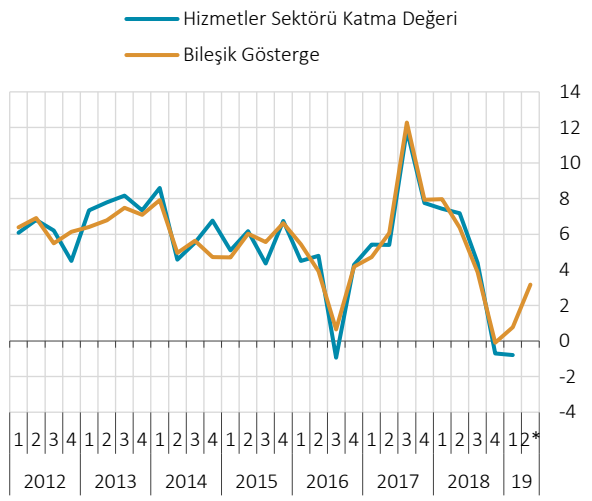
* Temmuz ayı itibarıyla.

** Endeksin 100'den büyük olması sektörün mevcut ve gelecek döneme ilişkin iyimserliğini, 100'den küçük olması ise kötümserliğini göstermektedir.

Hizmet sektörü katma değeri 2019 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda gerilemesine rağmen dönemlik artış sergilemiştir (Grafik 4.1.9). Bileşik gösterge, güçlü hizmet ihracatının desteğiyle sektörün ikinci çeyrekte yıllık ve dönemlik artış sergileyeceğine işaret etmektedir. Hizmetler sektörü güven endeksi de ikinci çeyrekte bir miktar yükselerek artış eğilimine ilişkin değerlendirmeyi desteklemektedir (Grafik 4.1.10).

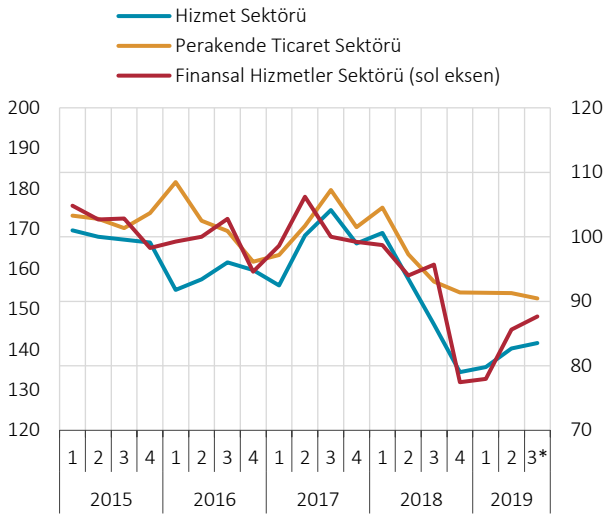
İkinci çeyreğe ilişkin göstergeler birlikte ele alındığında, inşaat sektöründeki zayıf görünüm ilk dikkat çeken unsurdur ve sektör iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmektedir. Diğer yandan, finansal koşullardaki sıkılaşmaya rağmen sanayi ve hizmetler sektörlerinde daha olumlu bir görünümün hakim olduğu ve bu sektörlerin dönemlik olarak artış sergileyeceği değerlendirilmektedir.

Grafik 4.1.9: Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi** (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Mayıs ayı itibarıyla.
** Bileşik gösterge, sanayi üretimi, reel hizmet ihracatı ve gıda-dışı perakende verilerinin yıllık yüzde değişimlerinden elde edilmiştir. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

Grafik 4.1.10: Sektörel Güven Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış)



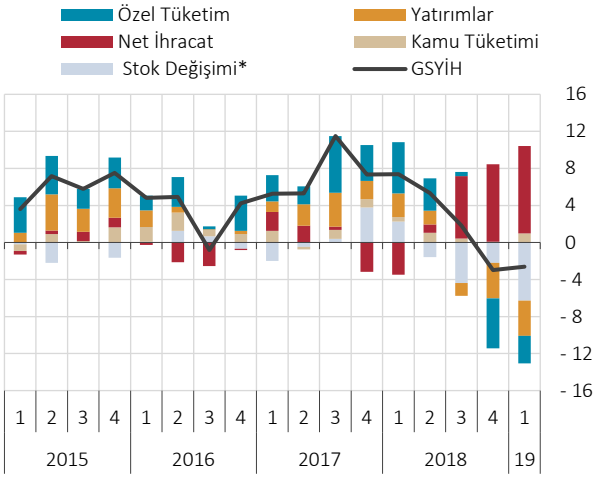
Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Temmuz ayı itibarıyla.

4.2 Talep Gelişmeleri

GSYİH verileri harcamalar yönünden incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen dönemlik büyümenin yurt içi talep kaynaklı olduğu gözlenmektedir. Bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla büyümeye en yüksek katkıyı sağlayan net ihracat ise gerek ihracat gerekse de ithalattaki gerilemeye bağlı olarak dönemlik bazda yatay bir seyir izlemiştir.[1] Zayıf istihdam görünümüne rağmen, döviz kuru oynaklığı ve finansal koşullardaki kısmi iyileşme ile ücretlerdeki reel artış neticesinde özel tüketim harcamaları dönemlik bazda yükselmiştir. Özel tüketim harcamalarındaki artış hem mal hem de hizmet kalemlerinden kaynaklanmıştır. Kamu tüketimi dönemlik büyümeye pozitif katkı sağlayan bir diğer kalem olmuştur. Diğer yandan, makine-teçhizat yatırımlarında dönemlik bazda güçlü bir artış gerçekleşmişken, inşaat yatırımlarındaki gerileme sürmüş ve toplam yatırımlar büyümeye negatif katkı yapmıştır (Grafik 4.2.1 ve Grafik 4.2.2).

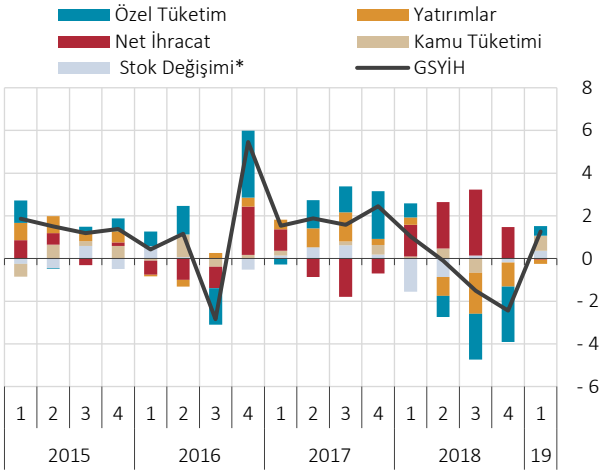
[1] Türkiye'nin OECD ülkelerine kıyasla yurtdışı piyasalardan ithal ettiği ürünlere daha fazla katma değer yaratabildiğini gösteren gözlemler Kutu 4.2'de sunulmaktadır.

Grafik 4.2.1: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

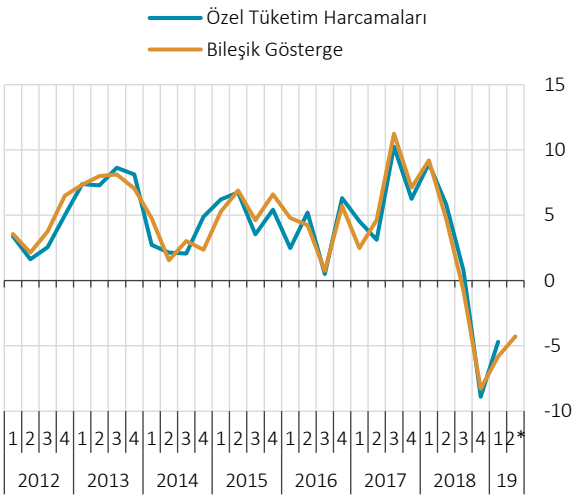
Grafik 4.2.2: Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

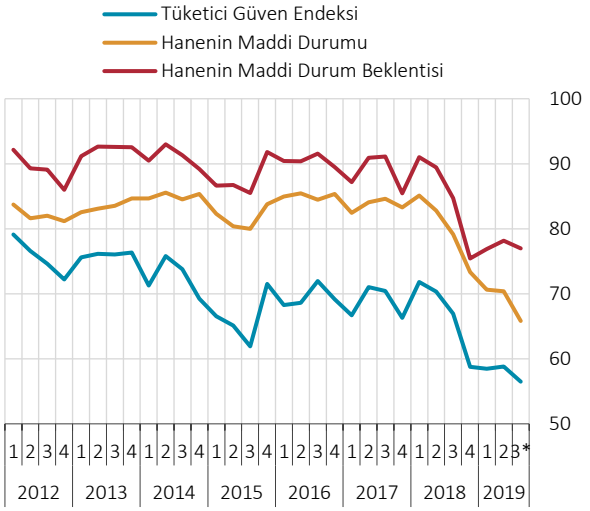
Yılın ikinci çeyreğinde özel tüketim harcamalarında toparlanma eğilimi devam etmektedir. İstihdam piyasasındaki zayıf görünüm tüketim harcamalarını baskılarken, kamu transferleri destekleyici rol üstlenmiştir. Yurt içi reel ciro endeksleri, dayanıksız mal satışlarında ilk çeyrekte görülen artışın Nisan-Mayıs döneminde yavaşlayarak devam ettiğine, dayanıklı mal satışlarındaki ılımlı seyrin ise korunduğuna işaret etmektedir. Nitekim tüketime ilişkin verileri bir arada sunan bileşik gösterge, ikinci çeyrekte özel tüketim harcamaları yıllık gerileme oranının bir miktar azalacağına işaret ederken, bu gelişme dönemlik artışa karşılık gelmektedir (Grafik 4.2.3). Bununla birlikte, tüketici güven endeksinde yılın ilk çeyreğinde gözlenen yatay seyir ikinci çeyrekte de korunmuştur. Tüketimde dönemlik artışlar gerçekleşmesine karşın güven endekslerinin düşük seviyelerdeki yatay seyri, tüketicilerin temkin düzeyinin yüksekliğini göstermektedir (Grafik 4.2.4).

Grafik 4.2.3: Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge** (Yıllık % Değişim)



Kaynak: HMB, TCMB, TÜİK.
* Mayıs ayı itibarıyla.
** Bileşik gösterge dayanıksız mallarda sanayi yurt içi reel ciro, tüketim malı ithalat miktar endeksi, vergi gelirleri ve gıda-dışı perakende satış hacim endeksi yıllık değişimlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar regresyon analizinden elde edilmiştir.

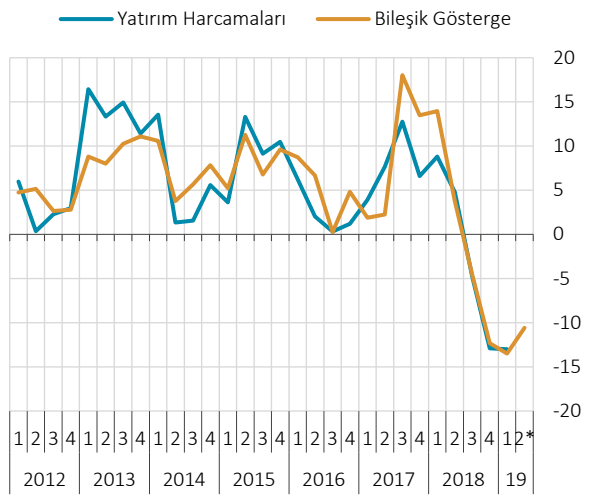
Grafik 4.2.4: Tüketici Güven Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: TÜİK.
* Temmuz ayı itibarıyla.

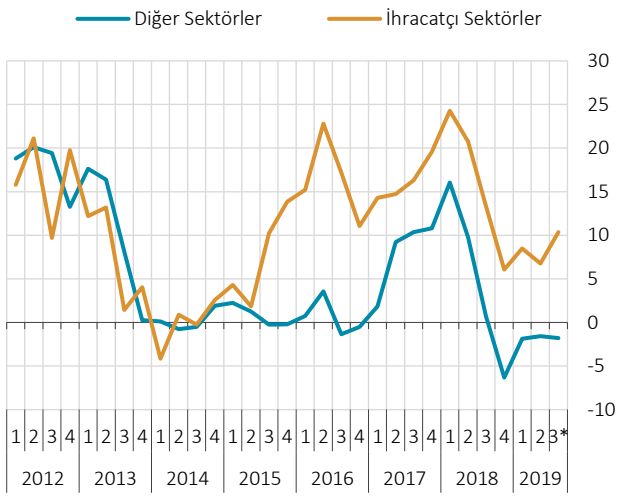
Yatırımların tüketim harcamalarına kıyasla daha zayıf seyrinin yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiği değerlendirilmektedir. Finansal oynaklık ile kredi koşullarındaki sıkılaşma yatırım harcamalarını sınırlamaya devam etmektedir. Nisan ve Mayıs aylarında yatırım malları ithalatı ilk çeyreğe kıyasla gerilerken, yatırım malları üretimi bir miktar artmıştır. Yılın ilk çeyreğinde güçlü yükselen kamu sermaye gider ve transferlerinin ikinci çeyrekte gerilemesi yatırımlardaki zayıf seyri getiren bir diğer gelişmedir. Bileşik gösterge, yatırım harcamalarında yıllık bazda daralmanın bir miktar azalacağına işaret etmesine rağmen, söz konusu gelişme dönemlik bazda düşüşe karşılık gelmektedir (Grafik 4.2.5). İktisadi Yönelim Anketi (İYA) sabit sermaye yatırım eğilimi verileri yılın ikinci çeyreğinde yatay seyrederken, ihracatçı sektörlerdeki nispeten olumlu görünüm bu dönemde de korunmuştur (Grafik 4.2.6).

Grafik 4.2.5: Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge**
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Mayıs ayı itibarıyla.
** Bileşik gösterge diğer metalik olmayan mineral maddeler üretimi, makine ve teçhizat üretimi, sermaye malları sanayi yurt içi reel ciro ve sermaye malları ithalat miktar endeksi yıllık değişimlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar regresyon analizinden elde edilmiştir.

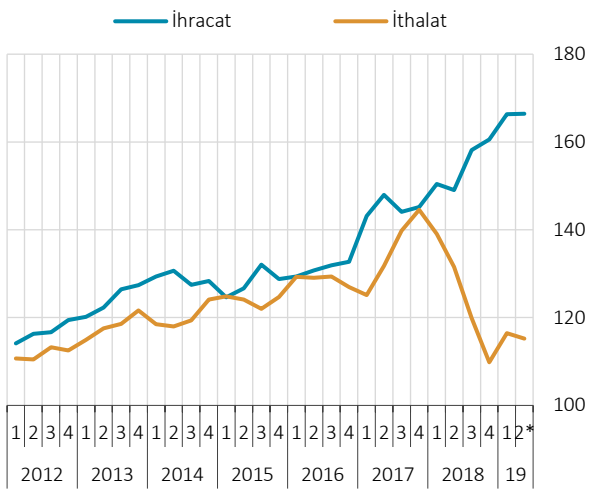
Grafik 4.2.6: İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak – Azalacak, %)



Kaynak: TCMB.
* Temmuz ayı itibarıyla.

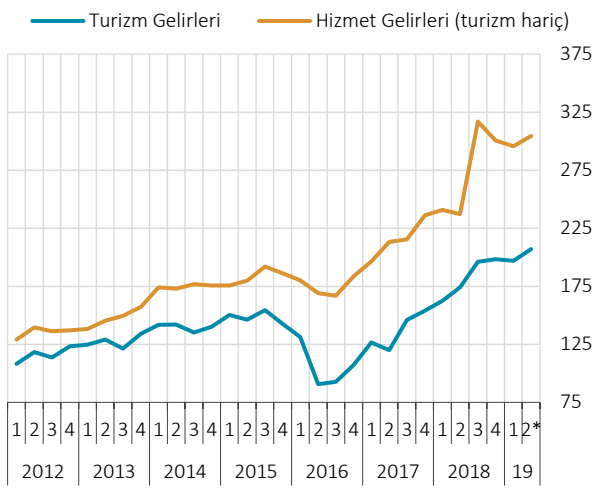
Net ihracatın dönemlik büyümeye yaptığı katkının ikinci çeyrekte arttığı ve yıllık büyümeye en yüksek katkı yapan bileşen olmaya devam ettiği değerlendirilmektedir (Grafik 4.2.7). Başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere küresel büyüme görünümüne ilişkin kısmi yavaşlama sinyallerine rağmen nispeten gücünü koruyan dış talep ve reel kurdaki birikimli değer kaybının yanı sıra yurt içi talepteki yavaşlamaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi mal ihracatını desteklemektedir. Mal ihracatındaki olumlu gelişmelerin yanı sıra yabancı ziyaretçi sayılarında tarihi en yüksek seviyelere ulaşılırken, Avrupa'dan gelen ziyaretçi sayısı da 2015 yılı seviyelerine geri dönmüştür. Turizm gelirlerindeki artışa paralel olarak taşımacılık gibi diğer hizmet gelirleri de yükselmektedir (Grafik 4.2.8). Bu kalemlerdeki olumlu seyir ikincil etkilerle de yurt içi talebi desteklemektedir.

Grafik 4.2.7: İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri (Altın Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Nisan ve Mayıs dönemi gerçekleşme, Haziran ayı tahmindir.

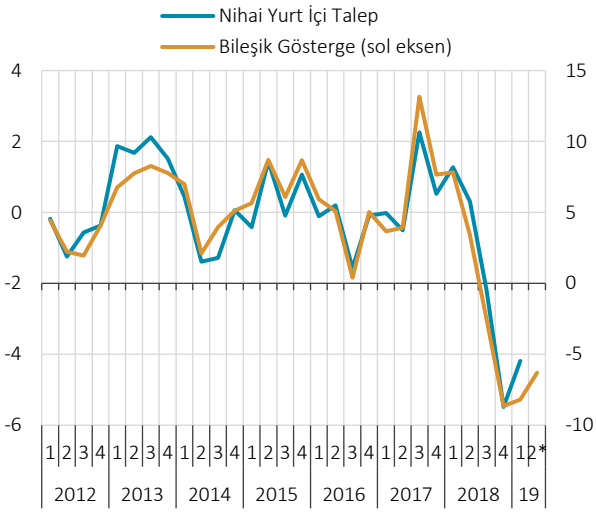
Grafik 4.2.8: Turizm ve Hizmet Gelirleri** (Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Nisan ve Mayıs dönemi gerçekleşme, Haziran ayı tahmindir.
** TÜFE ile reelleştirilmiştir.

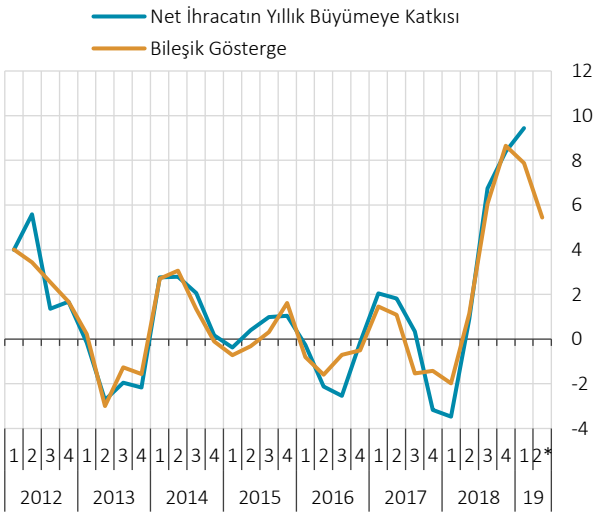
İkinci çeyreğe ilişkin gelişmeler birlikte ele alındığında, iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde toparlanmaya devam ettiği değerlendirilmektedir. Bileşik göstergeler, nihai yurt içi talepte yıllık bazda daralmanın süreceğine işaret ederken, dönemlik bazda yataya yakın bir seyre işaret etmektedir (Grafik 4.2.9). Net ihracatın yıllık büyümeye yüksek katkısının azalarak da olsa sürmesi, dönemlik büyümeye katkısının ise artması beklenmektedir (Grafik 4.2.10).

Grafik 4.2.9: Nihai Yurt İçi Talep ve Bileşik Gösterge ** (Yıllık % Değişim)



Kaynak: HMB, TCMB, TÜİK.
* Üretim ve ciro göstergeleri Mayıs, kredi ve vergi göstergeleri Haziran ayı itibarıyladır.
** Bileşik gösterge yurt içi ciro, sanayi üretimi, vergi gelirleri ve kredilerden seçilen 10 farklı göstergenin yıllık yüzde değişimlerinin ilk temel bileşenidir.

Grafik 4.2.10: Net İhracatın Katkısı ve Bileşik Gösterge** (% Puan)



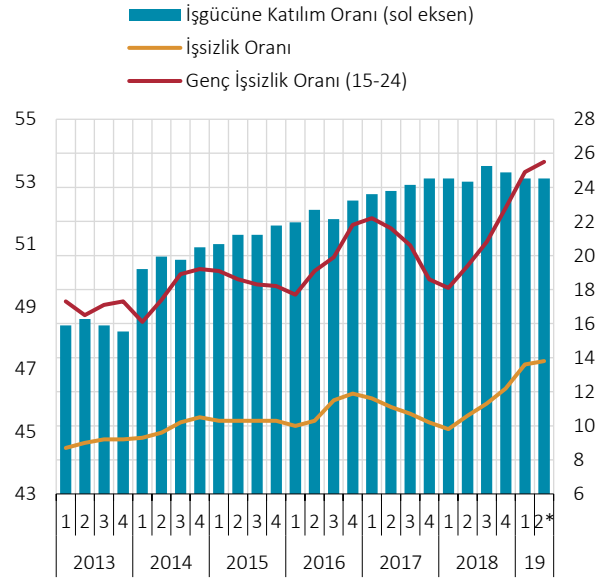
Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Nisan ve Mayıs ayları gerçekleşme, Haziran ayı tahmindir.
** Bileşik gösterge mal ihracat ve ithalat verileri ile dış hat yolcu sayıları kullanılarak oluşturulmuştur. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile elde edilmiştir.

2019 yılında iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanmanın ve ekonomideki dengelenmenin süreceği, toplam talep koşullarının ise enflasyona düşüş yönlü katkı vereceği öngörülmektedir. Dış talebin iktisadi faaliyeti olumlu etkilediği bu dönemde, jeopolitik gelişmelerin yanında, küresel iktisadi faaliyete ilişkin belirsizlikler sermaye akımları ve dış ticaret kanalıyla büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

4.3 İşgücü Piyasası

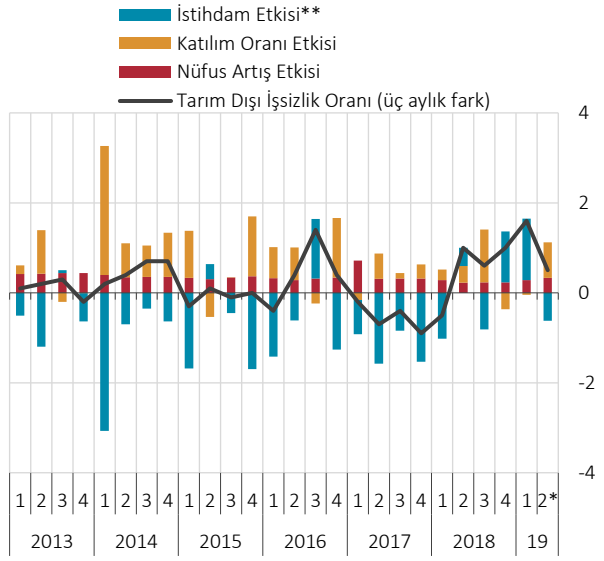
İşsizlik oranları 2019 yılı ilk çeyreğinde iktisadi faaliyette görülen toparlanmaya rağmen bir önceki çeyreğe göre artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 4.3.1). Mevsimsellikten arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları 2018 yılının son çeyreğine kıyasla sırasıyla 1,4 ve 1,6 puan artarak yüzde 13,6 ve 15,8 olarak gerçekleşmiştir. İşsizlik oranındaki artışın temel belirleyicisi özellikle inşaat ve sanayi sektörleri kaynaklı istihdam kayıpları olurken, katılım oranının gerilemesi bu yükselişi sınırlamıştır (Grafik 4.3.2). Yılın ikinci çeyreğinde işsizlik oranlarındaki artışın daha sınırlı olduğu gözlenmektedir. 2019 yılının Mart-Mayıs aylarını kapsayan Nisan döneminde mevsimsellikten arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları sırasıyla yüzde 13,8 ve yüzde 16,0 olmuştur.

Grafik 4.3.1: İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.
* Nisan dönemi itibarıyla.

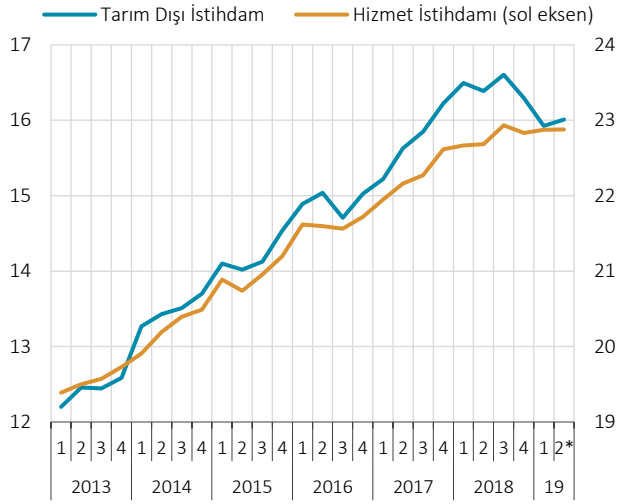
Grafik 4.3.2: Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkılar (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Nisan dönemi itibarıyla.
** İstihdam artışı, tarım dışı işsizlik oranını azaltıcı yönde etkilemektedir.

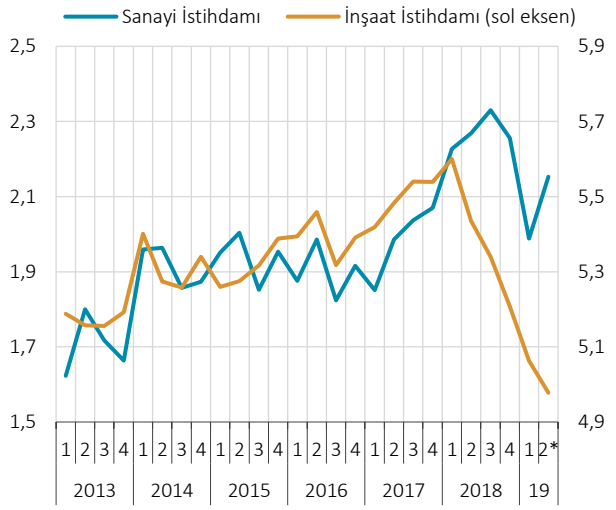
2019 yılının ilk çeyreğinde tarım dışı istihdam bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,6 oranında düşmüştür (Grafik 4.3.3). Hizmetler sektörü istihdamı oldukça sınırlı bir oranda artarken sanayi ve inşaat sektörlerinde istihdam sırasıyla yüzde 4,7 ve yüzde 7,8 gibi yüksek oranlarda azalmıştır (Grafik 4.3.4). Buna karşılık, söz konusu dönemde kamu kesimi tarafından istihdama verilen katkı sürmüştür. Nisan döneminde istihdam, sanayi sektöründe önemli oranda artarken, hizmetlerde turizm bağlantılı konaklama-yiyecek sektörünün yüksek katkısına rağmen iç talebe duyarlı sektörler kanalıyla gerilemiş, inşaat sektöründe ise düşüşünü sürdürmüştür (Grafik 4.3.5). Şubat sonu itibarıyla açıklanan istihdam teşvik paketinin, turizm bağlantılı sektörler gibi mevsimlik işçi çalıştıran işverenlerin eleman alımlarını öne çekme kanalıyla, son dönem itibarıyla işgücü piyasasını olumlu etkilemiş olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 4.3.3: Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.
* Nisan dönemi itibarıyla.

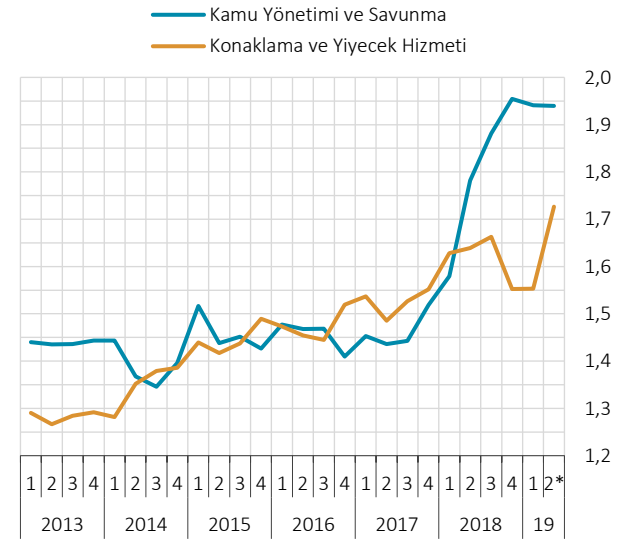
Grafik 4.3.4: Sanayi ve İnşaat İstihdamı (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.
* Nisan dönemi itibarıyla.

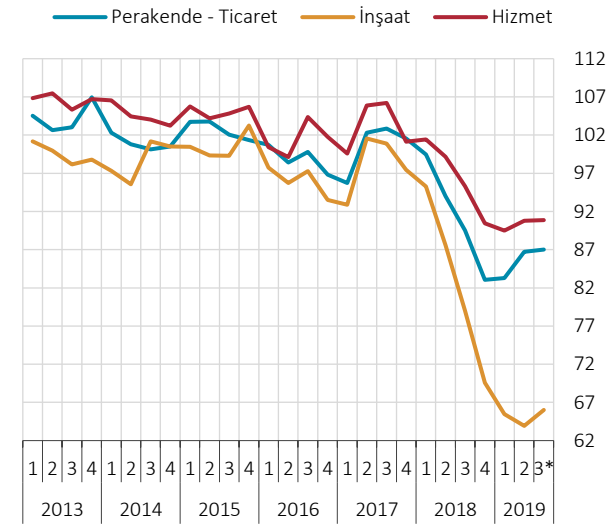
Öncü göstergeler incelendiğinde, ticaret ve hizmetler sektörü istihdam beklentilerinde ılımlı bir artış gözlenirken inşaat sektöründe azalış devam etmektedir (Grafik 4.3.6). Tarım dışı işsizlik oranıyla beraber hareket eden Kariyer.net ilan başına başvuru sayısının yükselişi de işsizlik oranlarının bir müddet daha yüksek seviyesini koruyacağına işaret etmektedir (Grafik 4.3.7).

Grafik 4.3.5: Seçilmiş Hizmet Sektörleri İstihdamı (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Nisan dönemi itibarıyla.

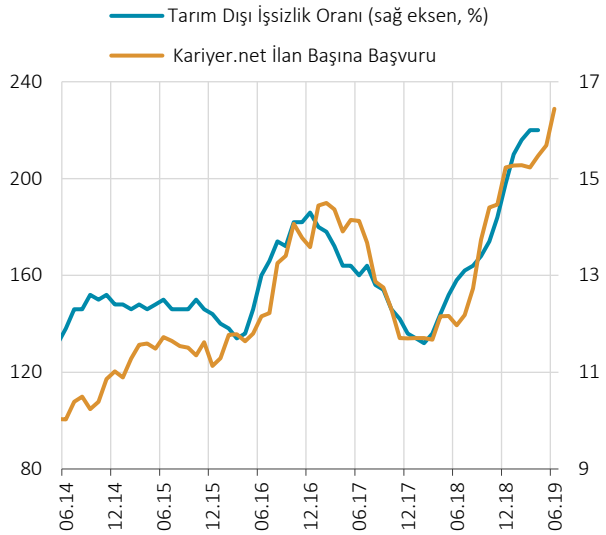
Grafik 4.3.6: Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: TÜİK.
* Temmuz ayı itibarıyla.

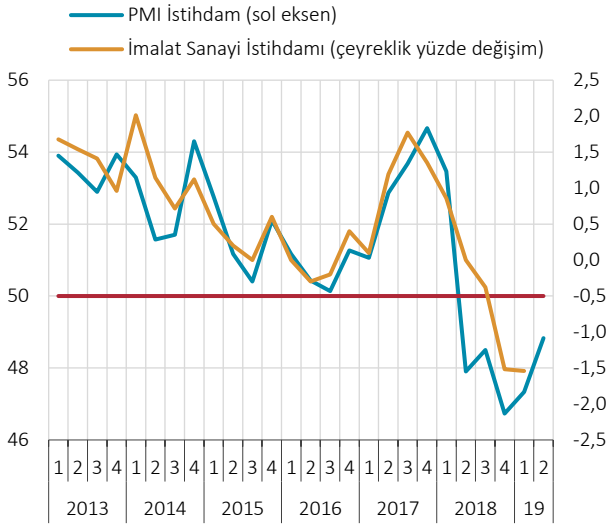
Sanayi istihdamı ile ilgili hem İYA hem de PMI göstergeleri ikinci çeyrek için artış yönündedir (Grafik 4.3.8). Bu gelişmelere ek olarak, Nisan- Mayıs ayları ortalaması itibarıyla sanayi üretimi verilerinin ilk çeyreğe göre artış kaydetmesi sektör istihdamını destekler niteliktedir. Ayrıca, Şubat sonunda açıklanan istihdam teşvik paketinin de Nisan dönemi itibarıyla işgücü piyasasını turizm bağlantılı sektörlerde olumlu etkilemiş olabileceği düşünülmektedir.

Grafik 4.3.7: Kariyer.net İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı* (Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: Kariyer.net, TCMB, TÜİK.
* Kariyer.net Haziran ayı, işsizlik oranı Nisan dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.8: İmalat Sanayi Sektörü İstihdamı ve PMI İstihdam Değeri (Mevsimsellikten Arındırılmış)

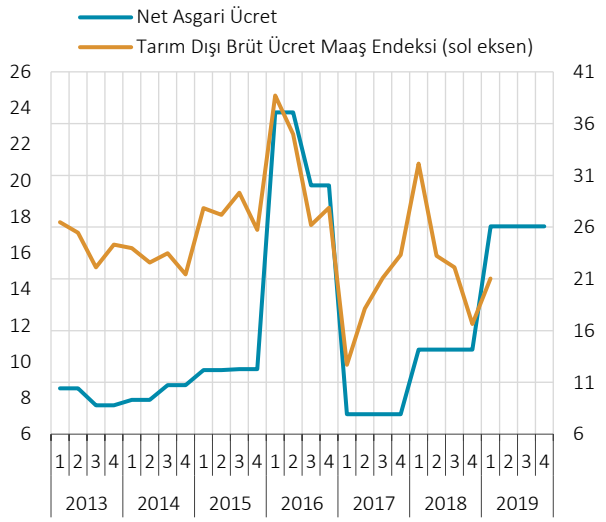


Kaynak: IHS Markit, TCMB, TÜİK.

4.4 Ücretler ve Verimlilik

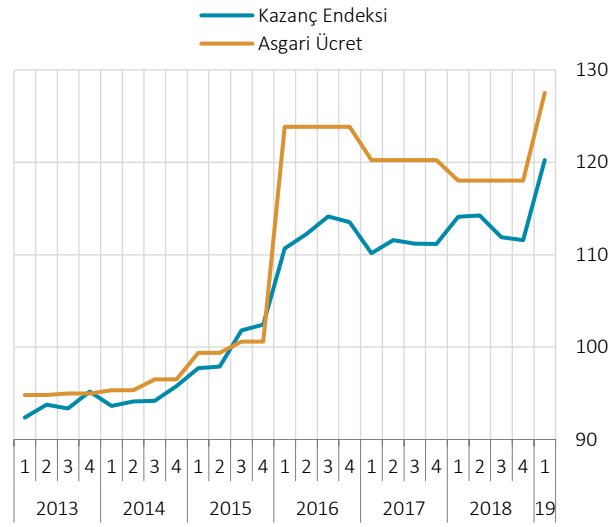
2019 yılında asgari ücret yüzde 26 oranındaki artışla net 2.020 TL olarak belirlenmiştir. Bu gelişmenin etkisiyle 2019 yılının ilk çeyreğinde tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık yükseliş oranı yüzde 14,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 4.4.1). Çeyreklik artış oranının enflasyonun üstünde kalmasıyla reel ücretler dönemlik bazda artmıştır (Grafik 4.4.2).

Grafik 4.4.1: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim, 2015=100)



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

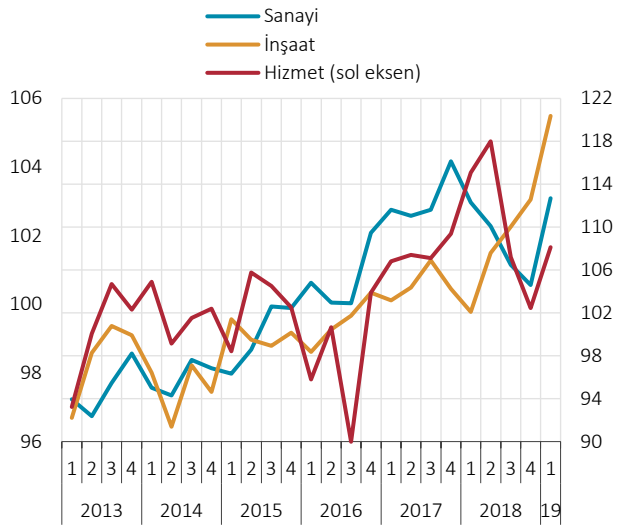
Grafik 4.4.2: Tarım Dışı Saatlik Kazanç Endeksi ve Asgari Ücret (Reel*, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

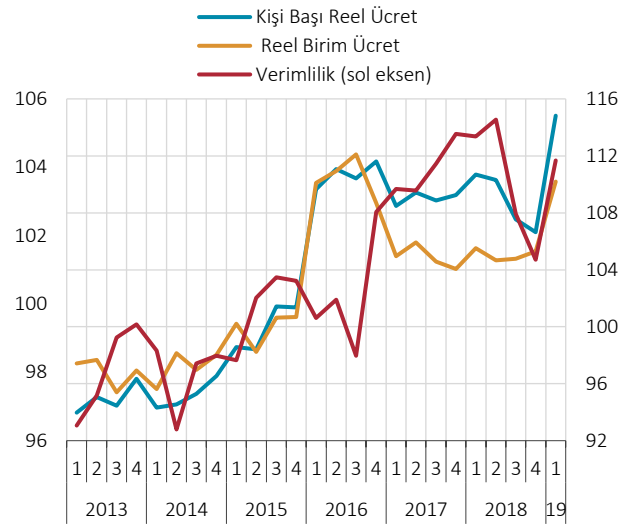
2019 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetteki kısmi toparlanmanın işgücü piyasasına yansıması sınırlı kalmış, bu doğrultuda tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/ tarım dışı istihdam) artmıştır (Grafik 4.4.3). Verimlilik artışının kişi başı reel ücretler artışının gerisinde kalması, tarım dışı reel birim ücretlerin (kişi başı reel ücret/verimlilik) ilk çeyrekte artmasına neden olmuştur (Grafik 4.4.4).

Grafik 4.4.3: Sektörel Kısmi Emek Verimliliği* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

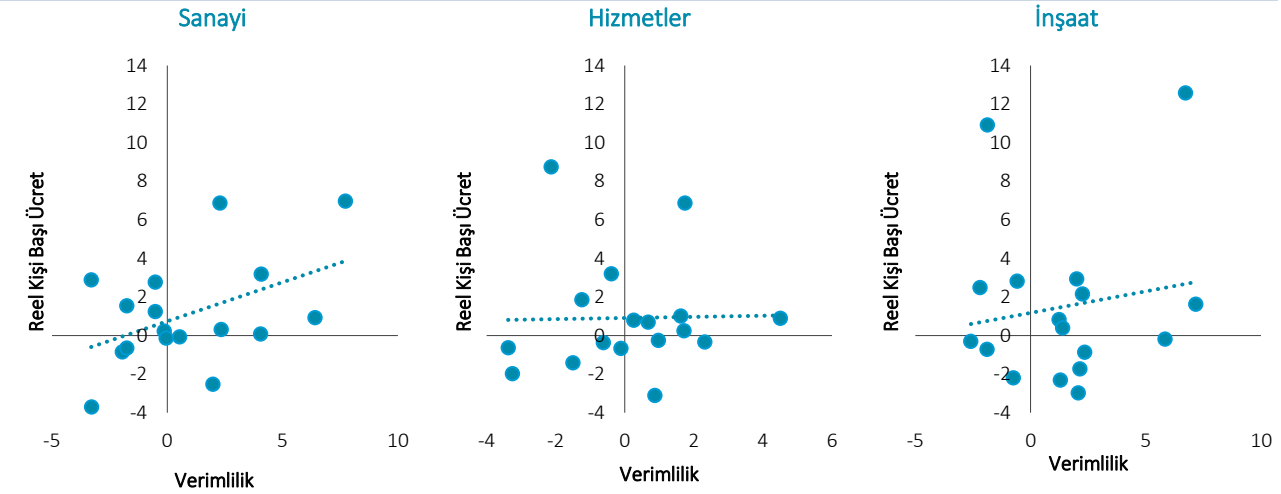
Grafik 4.4.4: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Birim ücretler açısından ekonomi genelinde verimlilik artışlarının ücretlere yansımasının sınırlı olduğu dikkat çekmektedir. Son dönemde gözlenen verimlilik artışının temel olarak inşaat sektörü istihdamındaki daralmadan kaynaklanması ekonomi genelinde ilave bir ücret baskısı oluşturmayacağına işaret etmektedir. Bununla birlikte, istihdam kayıplarının yaşandığı dönemlerde istihdam kompozisyonu nitelikli işgücü lehine değişerek ortalama ücretleri artış yönünde etkilediğinden, bu gibi dönemlerde ücretlendirme davranışıyla ilgili kesin bir çıkarım yapmak mümkün olmamaktadır. Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, ana sektörler incelendiğinde verimlilik-ücret ilişkisini en belirgin olarak yansıtan sektörün sanayi olduğu, tarım-dışı sektör genelinde ise verimlilik-ücret geçişkenliğinin daha sınırlı olduğu söylenebilir (Grafik 4.4.5).

Grafik 4.4.5: Sektörel Verimlilik ve Reel* Kişi Başı Ücret Gelişmeleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Bir Önceki Döneme Göre Değişim, 2015-2019 Yılları Arasındaki Çeyrekler)



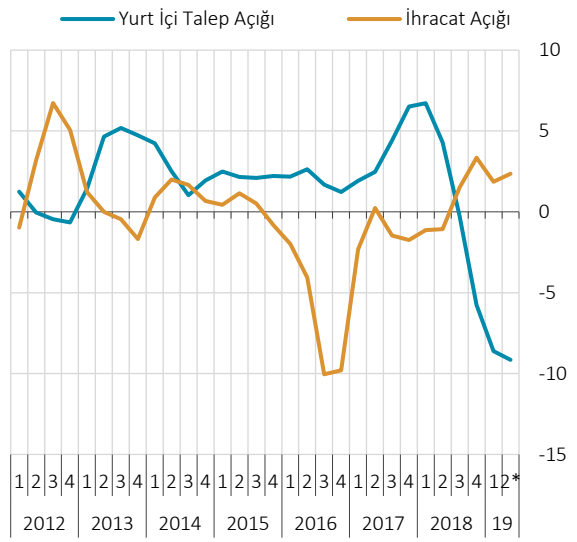
Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Sonuç olarak, asgari ücretteki yüksek oranlı artışın ve diğer ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının belirgin olması nedeniyle 2019 yılında nominal ücret artış oranlarının bir önceki yıla göre daha yüksek olması beklenmektedir. Ancak, istihdam piyasası görünümdeki zayıf seyrin bu artışı kısmen sınırlayacağı öngörülmektedir.

4.5 Çıktı Açığı

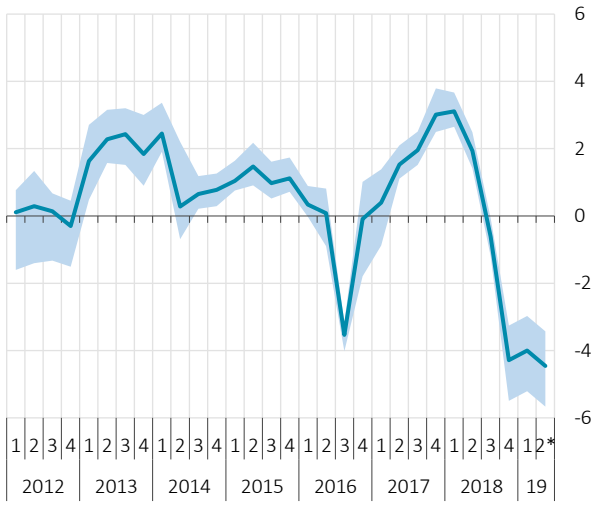
Ekonominin çevrimsel durumu ve enflasyon üzerindeki talep yönlü baskıların değerlendirilmesine yönelik olarak TCMB bünyesinde çeşitli yöntemlerle türetilen çıktı açığı göstergeleri takip edilmektedir.[2] Mevcut görünüm altında çıktı açığının bileşenleri incelendiğinde, 2019 yılının ilk yarısında ihracatın uzun dönem eğiliminin üstündeki, yurt içi talebin ise altındaki seyirlerini korudukları tahmin edilmektedir (Grafik 4.5.1). Toplam çıktı açığı ise, talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü katkısının sürdüğüne işaret etmiştir (Grafik 4.5.2).

Grafik 4.5.1: Talep Bileşenlerine Göre Ayrıştırılmış Çıktı Açığı** (İki Çeyreklik Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.
* İkinci çeyrek tahminleriyle üretilmiştir.
**Talep bileşenlerine göre oluşturulmuş çıktı açığı serisi (bk. Enflasyon Raporu 2018-III Kutu 4.1).

Grafik 4.5.2: Çıktı Açığı Göstergeleri (Ortalama ve Minimum-Maksimum Bandı, %)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.
* İkinci çeyrek tahminleriyle üretilmiştir.

[2] Bkz. Enflasyon Raporu 2017-1, Kutu 4.2, "Alternatif Göstergelerle Çıktı Açığına Bakış", sf. 55-59.

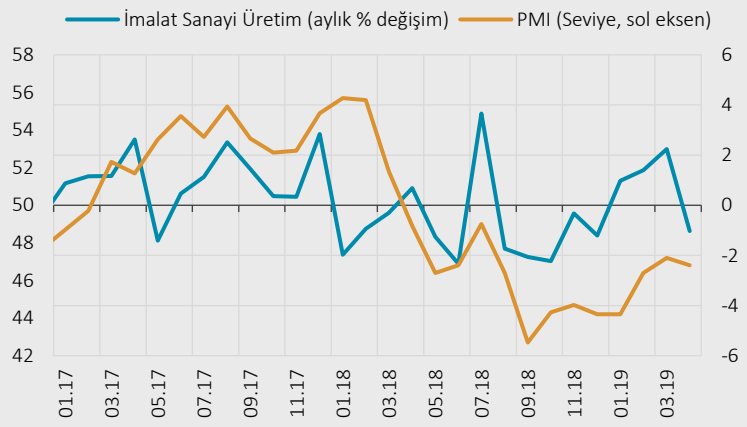
Kutu 4.1

İmalat Sanayi Üretimi ve PMI Göstergeleri İlişkisi

Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) iktisadi faaliyetin seyrine dair takip edilen önemli göstergelerden birisidir.[1] PMI'ın her ayın ilk iş gününde bir önceki aya dair eğilimleri sunması, zamanlı bilgi açısından ankete atfedilen önemi artırmaktadır. Anket katılımcıları, kendilerine yöneltilen soruları faaliyetin bir ay öncesine göre yönünü belirtecek şekilde yanıtlamakta, birleştirilen sonuçlar yayılım endeksine çevrilmektedir. 50 değeri endeksin eşik seviyesiyken, bu değerin altı imalat sanayi üretiminin daraldığı, üstü ise genişlediği şeklinde yorumlanmaktadır.

Son dönem gelişmeleri incelendiğinde, endeks manşet değerinin 2018 yılı Nisan ayından itibaren 50 seviyesinin altında kaldığı gözlenmektedir. Endeksin eşik seviyenin altında kalması imalat sanayi üretiminin daralacağı yönünde yorumları beraberinde getirmektedir. Ancak, 2019 yılında daha belirgin olmak üzere, söz konusu dönem içinde belirli aylarda imalat sanayi üretiminin aylık bazda artış sergilemiş olması, endeksi yorumlarken dikkatli olunması gerektiğine işaret etmektedir (Grafik 1).

Grafik 1: İmalat Sanayi Üretimi ve PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: IHS Markit-İstanbul Sanayi Odası, TÜİK.

Bu kutuda, Koenig (2002) çalışmasını takiben şu sorulara yanıt aranmaktadır:

- Eşik seviyesi fiili olarak 50 değerinden farklılaşmakta mıdır?
- PMI endeksinin seviyesi kadar aylık değişimleri de önemli midir?
- Zaman içinde bu ilişkiler değişmekte midir?

PMI anketinin sadece büyük ölçekli firmalarla yapılması, anket yanıtlarında sadece yön bilgisinin aranması, diğer bir deyişle değişimin büyüklüğüne ilişkin bilgi olmaması ve finansal çalkantı dönemlerinde katılımcıların daha karamsar bir tutum izleme ihtimali gibi unsurlar endeksin bilgi değerinin incelenmesini gerekli kılmaktadır.[2] Bu amaçla, imalat sanayi üretim endeksindeki çeyreklik yüzde değişimin, PMI seviyesi ve çeyreklik değişimi ile açıklandığı aşağıdaki denklem 2005Ç2-2019Ç1 dönemi için tahmin edilmiştir. İlişkinin zaman içinde değişip değişmediğini izleyebilmek için, 2005-09, 2010-14 ve 2015-19 alt dönemleri için tahmin işlemi tekrarlanmıştır. Aynı analiz PMI manşet verisinin yanı sıra üretim alt endeksi için de gerçekleştirilmiş ve elde edilen sonuçlar raporlanmıştır. Analizde kullanılan tüm veriler mevsimsellikten arındırılmıştır.

$$(\Delta imsue_t / imsue_{t-1}) * 100 = c(1) * \left(pmi_t - c(2)\right) + c(3) * \Delta pmi_t + \varepsilon_t$$

[1] Türkiye'de PMI anketi İstanbul Sanayi Odası ve IHS Markit tarafından birlikte düzenlenmektedir.

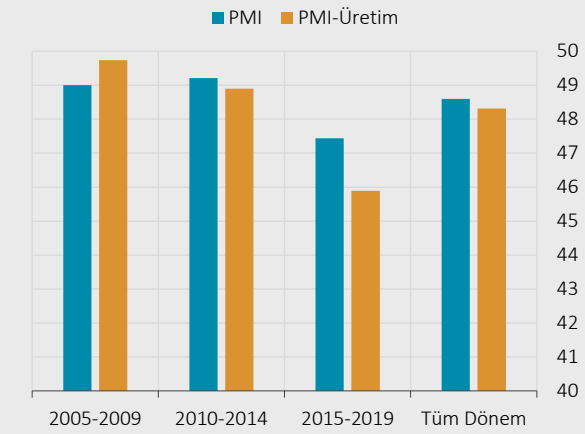
[2] Türkiye'de eşik seviyeye ilişkin bir çalışma Eren (2014) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada açıklanan değişken olarak GSYİH kullanılmıştır.

Denklemde c(2) katsayısı eşik seviyeyi gösterirken; c(1) katsayısı PMI endeksi ile eşik seviye arasındaki farkın, c(3) ise PMI endeksindeki çeyreklik farkın imalat sanayi üretimi çeyreklik değişimi üzerindeki etkisini göstermektedir.

Tahmin sonuçları incelendiğinde dikkat çeken ilk husus eşik seviyenin (c(2) katsayısı), 50'den farklı olması ve zaman içinde değişmesidir. Tüm dönem için yapılan analizde eşik seviyenin 48,6 olduğu saptanırken, 2015-2019 dönemi için yapılan analizde söz konusu seviye 47,4'e gerilemiştir. Üretim alt endeksi için analiz tekrarlandığında ise eşik seviye için tahmin edilen değer, aynı dönemler için, 48,3'ten 45,9'a gerilemektedir (Grafik 2).

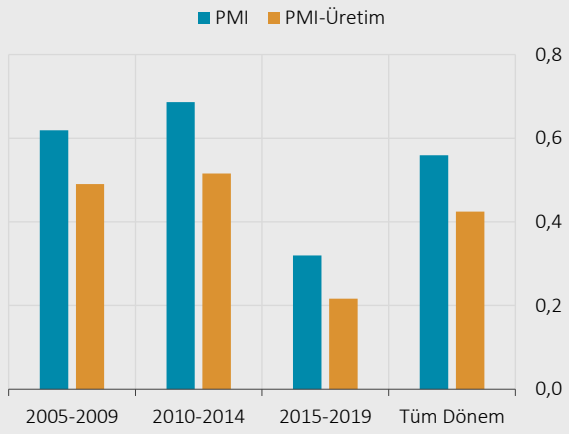
Eşik değerden sapmanın imalat sanayi üretimi değişimi üzerindeki etkisini gösteren c(1) katsayısı tüm dönem için yapılan analizde 0,56 olarak tahmin edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, PMI eşik değerinin 1 puan üzerine çıktığında imalat sanayi üretimi için yaklaşık yüzde 0,6 oranında artış ima etmektedir. 2015-2019 dönemi için yapılan tahminde, bu katsayı diğer alt dönemlere kıyasla daha düşük bir değer (0,32) almaktadır. Alt endeks için analiz tekrarlandığında da benzer bir görünüm ortaya çıkmaktadır (Grafik 3).

Grafik 2: Eşik Değer Tahmini - $c(2)$



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Grafik 3: Eşik Değerden Sapma Katsayısı Tahmini - $c(1)$



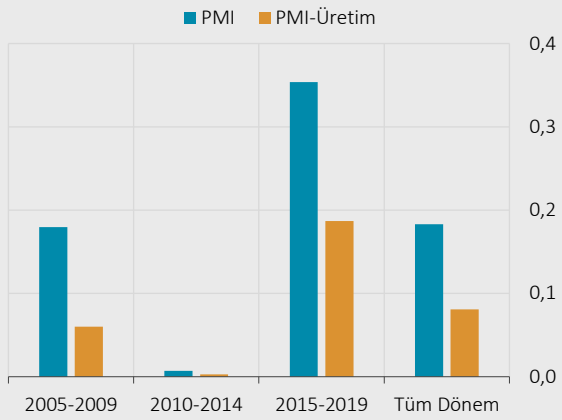
Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

PMI çeyreklik değişiminin imalat sanayi üretimi üzerindeki etkisi, c(3), incelendiğinde, tüm dönem için yapılan tahminden elde edilen katsayının 0,18 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.[3] Bu gözlem, özellikle daralmayı takip eden toparlanma dönemlerinde (örneğin 2009 yılının ilk yarısında) endeks eşik değerin altında kalsa dahi endeksteki yükselişin imalat sanayi üretiminde artış ima edebileceğine işaret etmektedir. PMI değişimi için 2015-2019 dönemi için yapılan tahminden elde edilen katsayı tahmini 0,35 seviyesine yükselmiş ve son dönemde endeksteki değişime atfedilmesi gereken önemin arttığına işaret etmiştir. Üretim alt endeksi için analiz tekrarlandığında da tahmin edilen değer zaman içinde büyümekte ve istatistiki anlamlılığı ifade eden t-değeri yükselmektedir (Grafik 4 ve 5).

Tahmin edilen denklemin sanayi üretimindeki değişimi açıklama gücü incelenecek olursa, uyarlanmış belirleme katsayısının (R^2) tüm dönem için yapılan analizde yüksek bir değer aldığı gözlenmektedir. Ne var ki, beşer yıllık dönemler için yapılan tahminler belirleme katsayısının düşme eğiliminde olduğunu ortaya koymaktadır ve 2015-2019 döneminde söz konusu denklemin açıklayıcı gücü oldukça zayıflamıştır (Grafik 6). Diğer yandan, denkleme PMI'daki değişimin eklenmiş olması (2010-2014 dönemi hariç) alt dönemlerde ve tüm dönem için yapılan analizlerde uyarlanmış belirleme katsayısını yükseltmektedir.

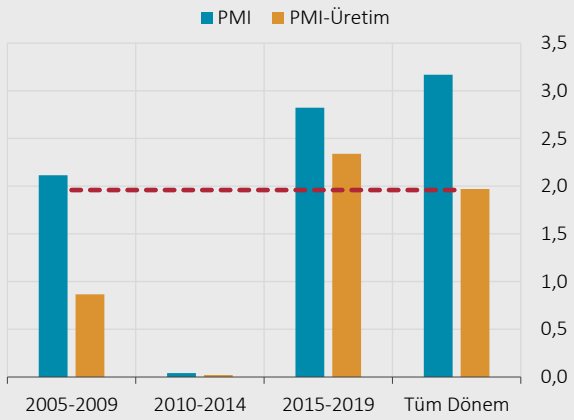
[3] Grafik 5'te yer alan yatay doğru kritik değeri göstermektedir.

Grafik 4: PMI Değişim Katsayısı Tahmini - $c(3)$



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

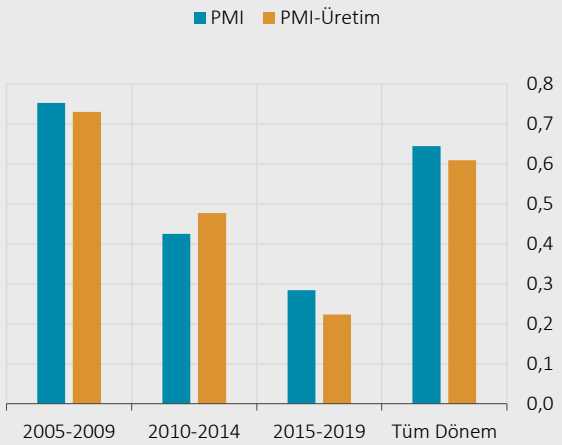
Grafik 5: PMI Değişim Katsayısı İstatistiki Anlamlılık Düzeyi (t-Değerleri)



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

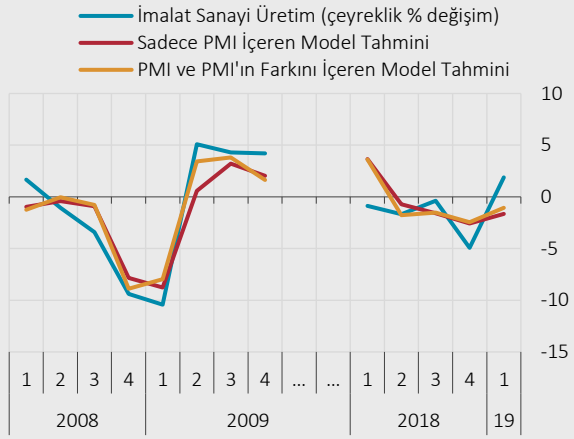
Bu kutuda, iktisadi faaliyetin seyrine ilişkin bilgi edinebilmek için sıklıkla takip edilen PMI göstergelerinin imalat sanayi üretimi çeyreklik yüzde değişimini açıklama gücü incelenmiştir. Bulgularımız, endeksin seviyesi kadar endeksteki değişimin de önemli olduğunu ve eşik seviyenin 50 değerinden farklılaştığını ortaya koymaktadır. Alt dönemler için analizler tekrarlandığında, katsayı tahminleri farklılaşabilmekte ve istatistiki olarak anlamlılıklarını kaybedebilmektedir. Manşet PMI değeri için elde ettiğimiz tahminler, son beş yıllık dönemde eşik seviyenin düştüğüne, bu seviyeden sapmanın açıklayıcı gücünün düştüğüne, buna karşılık PMI'daki değişimin öneminin arttığına işaret etmektedir. Bu nedenle, sadece açıklanan manşet PMI değerinin 50 seviyesine kıyasla konumunu dikkate alarak imalat sanayi üretimi hakkında çıkarımda bulunmanın yanıltıcı olabileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte son yıllarda, endeksteki değişim bilgisi dikkate alındığında dahi, PMI ile imalat sanayi üretimi arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülmektedir (Grafik 7). İmalat sanayiine sektörel katkıların dönemsel olarak değişebilmesi, örneklemi görece sabit olan anketlerle gerçekleşmeler arasındaki ilişkinin zaman içinde zayıflamasına sebep olabilecek bir unsurdur. Örneğin, son yıllarda diğer ulaşım araçları ve temel eczacılık ürünleri gibi sektörlerin görece olumlu performansına karşılık inşaat, taşıt ve makine-teçhizat bağlantılı sektörlerdeki zayıflamanın endeksin bilgi değerindeki düşüşte etkili olmuş olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 6: Uyarlanmış Belirleme Katsayısı (R^2) Değerleri



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Grafik 7: İmalat Sanayi Üretimi ve Model Tahminleri



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Kaynakça

Eren, O. (2014). Forecasting the Relative Direction of Economic Growth by Using the Purchasing Managers` Index. İktisat, İşletme ve Finans, 29(344), sayfa 55-72.

Koenig, E. (2002). Using the Purchasing Managers' Index to Assess the Economy's Strength and the Likely Direction of Monetary Policy. Federal Reserve Bank of Dallas Economic & Financial Policy Review, 1(6).

Kutu 4.2

Türkiye'nin Küresel Değer Zincirleri İçerisindeki Konumu

Küresel ekonomideki genel eğilime bakıldığında üretim, dış ticaret ve yatırımlar küresel değer zincirleri olarak adlandırılan ve farklı üretim aşamalarının birçok ülkede gerçekleştirilmesine dayanan bir sürece tabi olmaktadır. Üretim aşamalarının farklı sektörlerde ve ülkelerde gerçekleşmesi küresel ticaretin artmasında önemli bir rol oynamıştır. Diğer taraftan, üretimde en çok katma değer gerçekleştirilen aşamaya ev sahipliği yapan ülkeleri küresel ticarette de önemli bir oyuncu haline getirmiştir. Dolayısıyla ülkelerin küresel değer zincirlerindeki pozisyonunu ve bunun zaman içerisinde nasıl değiştiğini anlamak, küresel dış ticaret pastasından alınacak pay açısından önem arz etmektedir.

İktisat yazınında son zamanlarda "*yukarı akım* (*upstreamness*)" olarak bilinen ve üretimin nihai tüketimden uzaklığının ölçülmesinde kullanılan bir yöntem geliştirilmiştir (Antrás ve diğ. 2012). Yukarı akım nihai tüketime doğru gerekli aşama sayısını ifade eden ve ülkelerin katma değer yaratma becerilerini yansıtan bir kavramdır. Toplam N tane sektörü içeren bir ekonomide herhangi bir $i \in \{1,\ldots,N\}$ sektörü için yukarı akım değeri U_i olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$U_i = 1 \,.\, \frac{F_i}{Y_i} + 2 \,.\, \frac{\sum_{j=1}^{N} d_{ij} F_j}{Y_i} + 3 \,.\, \frac{\sum_{j=1}^{N} \sum_{k=1}^{N} d_{ik} d_{kj} F_j}{Y_i} + 4 \,.\, \frac{\sum_{j=1}^{N} \sum_{k=1}^{N} \sum_{l=1}^{N} d_{il} d_{lk} d_{kj} F_j}{Y_i} + \cdots \qquad (1)$$

Burada *i* endüstrisindeki toplam üretim miktarı Y_i,, bu toplam üretimin nihai mal olarak tüketilen kısmi F_i olarak gösterilmektedir. Bir diğer terim olan d_{ij} ise j sektöründe 1 dolarlık ürün üretebilmek için i endüstrisinden tedarik ettiği girdi malına ait üretimin dolar cinsinden ifadesidir. i endüstrisinin yukarı akım değeri ne kadar yüksekse o endüstri üretim zincirlerinin her katmanında o kadar çok işlenmekte ve katma değer kazanmaktadır. Burada dikkat çeken husus i endüstrisinde üretilen çıktının hem nihai mal hem de değer zincirinde sonra gelen endüstrilerde ara mal olarak kullanılabilmesidir. (1) nolu denklemden görülebileceği üzere değer zincirlerinde başlangıç endüstrisi i, nihai tüketime ulaşımı sağlayan son aşamadaki endüstri ise j olarak tanımlanmıştır. i ve j endüstrileri arasındaki diğer endüstriler l ve k (ekonomide toplamda dört farklı endüstri olduğunu varsayarsak) ise değer zincirlerindeki ara endüstriler olarak gösterilmiştir. i sektöründe üretilen çıktının j sektörüne, dolayısıyla nihai tüketime ulaşabilmesi için aynı zamanda l ve k olarak adlandırılan ara endüstrilerde sırasıyla işlenmesi ve ulaşabildiği her endüstride katma değer kazandıktan sonra nihai tüketiciye ulaşması gerekmektedir. i sektörünün çıktısının sonraki üretim aşamalarındaki kullanım eğilimini daha iyi yakalayabilmek için bu denklemdeki her bir terim karşılık geldiği sektörün nihai tüketime olan uzaklığına 1 eklenmesiyle ve i sektörünün toplam üretimindeki payıyla ağırlıklandırılmıştır (Antrás ve Chor 2013). Örneğin başlangıç olan i endüstrisini ele alalım. Eğer i endüstrisindeki çıktı değer zincirindeki diğer endüstriler tarafından kullanılmıyorsa (1) nolu denklemin sağ tarafında sadece ilk terim anlamlı olacak, nihai tüketim toplam üretime eşit olacağından yukarı akım değeri 1 olacaktır. Eğer i sektörünün çıktısı aynı zamanda sadece j endüstrisinde girdi olarak kullanılıyorsa, (1) nolu denklemin sağ tarafındaki ilk iki terim yukarı akım değerini oluşturacaktır. Diğer taraftan, i endüstrisinden çıkan ürün önce k endüstrisinde işleniyor ve buradan çıktıktan sonra da j endüstrisinde girdi malı olarak kullanılıyorsa, yukarı akım değeri ilk üç terime bağlı olacaktır. Dolayısıyla yukarı akım değeri nihai tüketime doğru gerekli aşama sayısının analitik bir ölçütüdür. Üretimin doğrudan tüketilmesi durumunda ilgili sektörün endeks değerinin 1'e yakın olması beklenirken, sektördeki üretim başka sektörlerde girdi olarak kullanılıyorsa endeks değeri 1'in üzerinde olacaktır. Endeksin 1'e yakın olması söz konusu üretimin doğrudan nihai piyasada talep edildiğini göstermektedir.

Örneğin, Antrás ve diğ. (2012) makalesinin OECD ülkeleri için yaptığı çalışmada petrokimya endüstrisinin yukarı akım değeri 4,65 olarak bulunmuştur. Bu petrokimya endüstrisinden çıkan ürünün en az 4 farklı endüstride kullanıldıktan sonra nihai tüketime hazır hale geldiği anlamına gelmektedir. Aynı şekilde kahvaltı gevreğinin yukarı akım değeri ise 1,05 olarak ölçülmektedir. Diğer bir deyişle girdi malını üreten bir sektör ile tüketim malını üreten sektörün yukarı akım açısından farklı değerler alması beklenen bir durumdur.

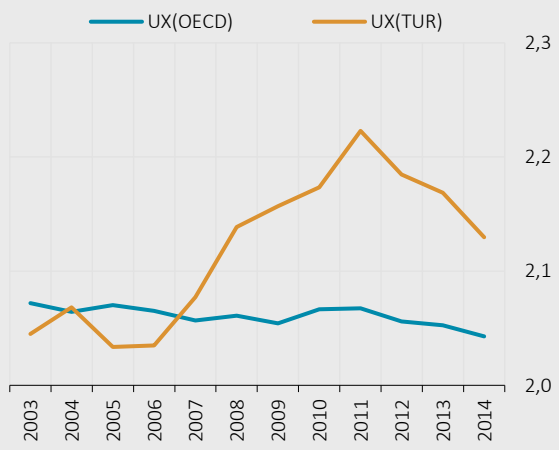
Bu kutuda, Türkiye'nin OECD ülkeleriyle karşılaştırmalı olarak küresel değer zincirleri konumundaki değişimi yukarıda bahsedilen yukarı akım çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu amaçla, Türkiye'nin ihracat ve ithalat yukarı akım değerleri hesaplanmış[1] ve zaman içerisindeki değişimi gösterilmiştir.[2] Yöntem olarak (Antrás ve Chor, 2013)'ın kullandığı 1 no'lu denklem takip edilmiştir:[3]

$$U^{M}_{TUR,t} = \sum_{i=1}^{N} \frac{M_{TUR,it}}{M_{TUR,t}} U_i \qquad U^{X}_{TUR,t} = \sum_{i=1}^{N} \frac{X_{TUR,it}}{X_{TUR,t}} U_i$$

Burada $M_{TUR,it}$ ($X_{TUR,it}$) Türkiye'nin t zamanında i ürünü kategorisindeki ithalatını (ihracatını); $M_{TUR,t}$ ($X_{TUR,t}$) ise t zamanındaki toplam ithalatını (ihracatını) göstermektedir. U_i ise her bir i sektörünün *yukarı akım* değeridir. İthalat *yukarı akım* değeri yükseldikçe Türkiye ithal ettiği ürünleri doğrudan tüketmek yerine yurt içinde katma değer yaratacak şekilde daha fazla sektörde işleyebilmekte, ihracat yukarı akım değeri düştükçe ise ihracata konu ürünler görece nihai ürünler olup dış piyasalarda doğrudan tüketicileri hedeflemektedir. Benzer mantıkla ithalat yukarı akım değeri azaldıkça Türkiye kendi sınırları içerisinde dışarıdan ithal ettiği ürünlere daha az katma değer yaratmakta, ihracat yukarı akım değeri yükseldikçe ise Türkiye'nin ihraç ürünleri ara mal yoğun olmaya başlamaktadır. Bu durumda diğer ülkeler Türkiye'nin ihraç ürünleri üzerinde daha çok katma değer yaratma fırsatı elde etmektedir.

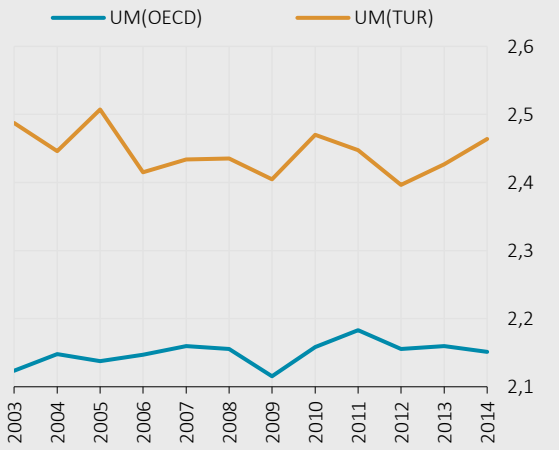
Aşağıdaki grafiklerde Türkiye'nin OECD ülkelerinin ortalamasına göre 2003'den 2014'e kadar ithalat ve ihracat yukarı akım değerinin nasıl değiştiği görülmektedir.

Grafik 1: Türkiye'nin OECD Ülkelerine Göre İhracat Yukarı Akım Değerinin Değişimi



Kaynak: TCMB hesaplamaları.

Grafik 2: Türkiye'nin OECD Ülkelerine Göre İthalat Yukarı Akım Değerinin Değişimi



Kaynak: TCMB hesaplamaları.

1 Birleşmiş Milletlerin (UNComtrade) veri tabanı her bir HS4 ürün kategorisinde 2003-2014 arasında ülkelerin ihracat ve ithalat değerlerini vermektedir.
2 Antrás ve diğ. (2012) 426 farklı endüstri için yukarı akım değerlerini 6 haneli I-0 endüstri kodları halinde sağlamaktadır. İhracat ve ithalat yukarı akım değerleri HS4 ve I-O arasında bir uyum tablosu kullanılarak bu 426 farklı yukarı akım değerinin karşılık geldiği sektörlerdeki ihracat ve ithalat değerleri ile ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır.
3 Antrás ve diğ.(2012) tarafından sağlanan yukarı akım değerlerinin OECD ülkeleri arasında tutarlı bir ölçüt olduğu vurgulanmış ve bu değerler kullanılarak hesaplanan ihracat ve ithalat değerlerinin standart bir kıyaslama aracı olduğu varsayılmıştır.

2007 yılına doğru Türkiye, OECD ülkelerinin ortalamasına göre nihai talebe yönelik ürünleri ihraç ederken, bu yıldan sonra bu göreli pozisyonunda bir değişim yaşanmıştır. 2011 yılına kadar Türkiye'nin ihraç ürünleri dış piyasalarda ara mal olarak kullanılma eğilimi göstermiş ve OECD ortalamasındaki göreli düşüş de dikkate alındığında Türkiye'nin ihraç ettiği ürünler üzerinde yurt dışında daha fazla katma değer yaratılmıştır (Grafik 1). İthalat yukarı akım değeri aynı dönem içerisinde OECD ortalamasından yüksek seviyelerde dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 2). Bu durum Türkiye'nin OECD ülkelerine kıyasla yurtdışı piyasalardan ithal ettiği ürünlere daha fazla katma değer yaratabildiğini göstermektedir. İthalat ve ihracat yukarı akım değerleri arasındaki fark, yurtiçinde katma değer yaratabilen üretim katmanlarının artışını gösteren bir unsurdur. 2006 - 2011 yılları arası gerçekleşen ihracat yukarı akım değerindeki artış, aynı dönemin başında ve sonunda yakın değerler aldığı görülen ithalat yukarı akım değeri ile beraber göz önünde bulundurulduğunda, bu dönem aralığında katma değer yaratacak üretim katmanlarında bir azalış gözlenmektedir. 2011 yılından sonra ise bu durumun tersi yönünde bir gelişme olmuş; ithalat yukarı akım değerindeki artışa ihracat yukarı akım değerindeki hızlı düşüşün eşlik etmesi, bu katmanların daha çok katma değer yaratacak düzeyde genişlemesine pozitif bir katkı sunmuştur.

Kaynakça

Antrás, P., Chor, D., Fally, T., & Hillberry, R. (2012). Measuring the Upstreamness of Production and Trade Flows. American Economic Review Papers and Proceedings, 102(3), 412–416.

Antrás, P. & Chor, D. (2013). Organizing the Global Value Chains. Econometrica, 81(6), 2127–2204.

United Nations Commodity Trade Data (2010) https://comtrade.un.org/

5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

2019 yılının ikinci çeyreğinde, küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğilimi devam ederken jeopolitik sorunların ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların sürdüğü Mayıs ve Haziran aylarında küresel risk iştahı bir miktar zayıflamıştır. Haziran ayı sonlarından itibaren ise gelişmiş ülkelerde para politikası görünümündeki gevşemenin belirginleşmesi ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların nispeten azalması, küresel risk iştahında canlanmaya yol açmış; gelişmekte olan ülkelerin risk primleri gerilemiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle Haziran ayına dek diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden olumsuz yönde ayrışmakla birlikte, Haziran ayından itibaren hızla gerilemiştir. Başta enflasyon görünümü ve cari işlemler dengesi olmak üzere makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler ve risk primindeki gerileme piyasa faizlerinin tüm vadelerde düşmesine yol açmıştır.

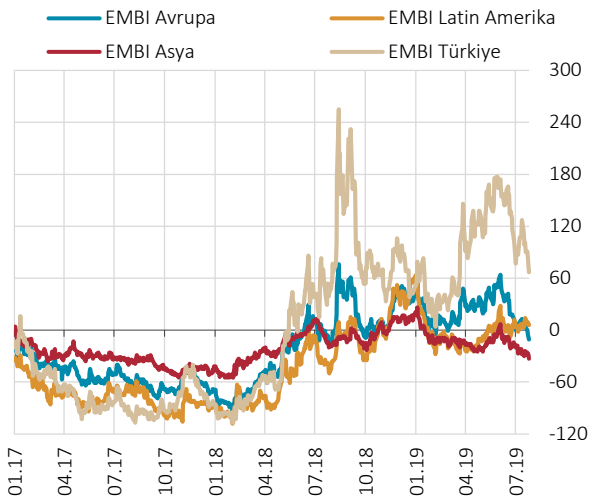
Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri zayıf seyrederken Türkiye'de ise hisse senedi piyasalarında ağırlıklı olmak üzere özellikle Haziran sonrası dönemde portföy girişlerinde bir toparlanma göze çarpmaktadır. Buna paralel olarak hisse senedi fiyatlarında artış eğilimi gözlenirken Haziran ayından itibaren risk primindeki olumlu ayrışmanın da etkisiyle Türk lirası benzer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla olumlu performans sergilemiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde kredi faizlerindeki artışların yanı sıra genel ekonomik görünümün ve beklentilerdeki zayıflamanın etkisiyle kredi büyüme hızları azalmaya devam etmiştir. Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçları, kredi büyüme hızındaki gerilemede kredi koşullarındaki sıkılık ve kredi talebindeki zayıflamanın etkili olduğunu göstermektedir.

5.1 Finansal Piyasalar ve Para Politikası

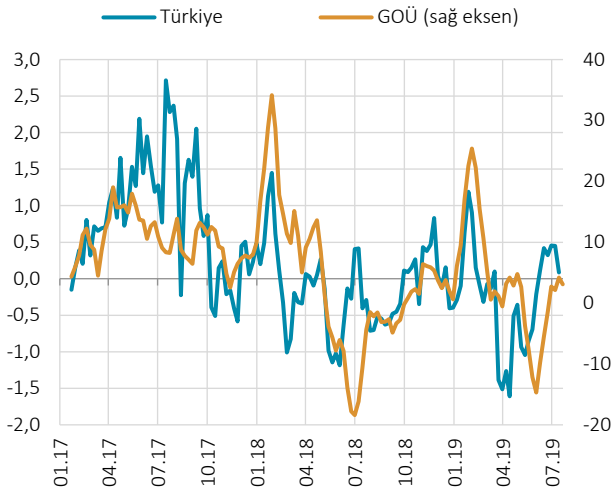
Küresel iktisadi görünümdeki yavaşlama eğilimi yılın ikinci çeyreğinde devam etmiş, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarına ilişkin gevşeme sinyalleri vermesi küresel risk iştahını olumlu etkilerken, süregelen jeopolitik sorunlar ve uluslararası ticarete ilişkin belirsizliklerin devam etmesi küresel risk iştahını geriletmiştir. Haziran ayından itibaren ise uluslararası ticarete ilişkin kaygıların kısmen azalması ve gelişmiş ülkelerde para politikası görünümündeki gevşemenin belirginleşmesiyle birlikte küresel risk iştahında yeniden canlanma gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de küresel risk iştahına paralel olarak ikinci çeyreğin ilk yarısında yükselirken, Haziran ayından itibaren yeniden bir gerileme eğilimi sergilemiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise Haziran ayına kadar olan dönemde belirsizlikler ve jeopolitik risklerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden olumsuz yönde ayrışmış, ancak Haziran sonrası dönemde hızla gerilemiştir (Grafik 5.1.1). Mevcut Rapor döneminde gelişmekte olan ülke grubuna yönelen portföy akımlarının zayıf bir seyir izlediği gözlenmektedir. Türkiye'de ise Haziran ayına kadar olan dönemde portföy çıkışları gözlenmiş; Haziran sonrasında ise, hisse senedi piyasasına daha ağırlıklı olmak üzere, yeniden portföy girişleri gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.2).

Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (2 Ocak 2017 = 0, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.
* 2 Ocak 2017'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

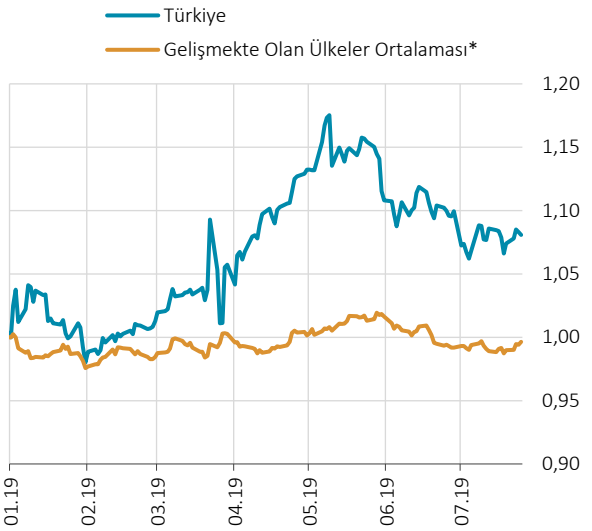
Grafik 5.1.2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri* (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, TCMB.
* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelen portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dâhildir. GOÜ verisi EPFR veri tabanından alınmıştır ve veri tabanında bulunan tüm fonların gelişmekte olan ülke hisse senedi ve DİBS piyasalarına yaptığı haftalık net yatırımları kapsamaktadır.

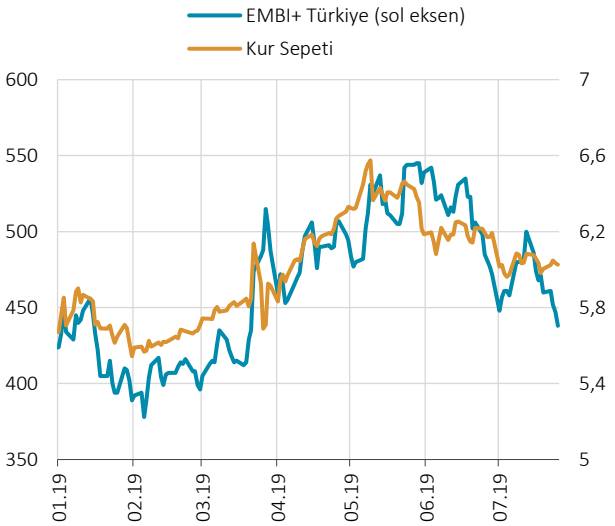
Mevcut Rapor döneminde, Fed'in para politikasında gevşemeye yönelik verdiği sinyallerin ve küresel risk iştahındaki gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD dolarına karşı bir miktar değer kazanmıştır. Türk lirası ise yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin etkisiyle Nisan ve Mayıs aylarında diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumsuz yönde ayrışmış, ancak Haziran ayından itibaren yeniden değerlenmiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4).

Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (01.01.2019=1)



Kaynak: Bloomberg.
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, G.Afrika, Hindistan, Endonezya, Filipinler ve Türkiye.

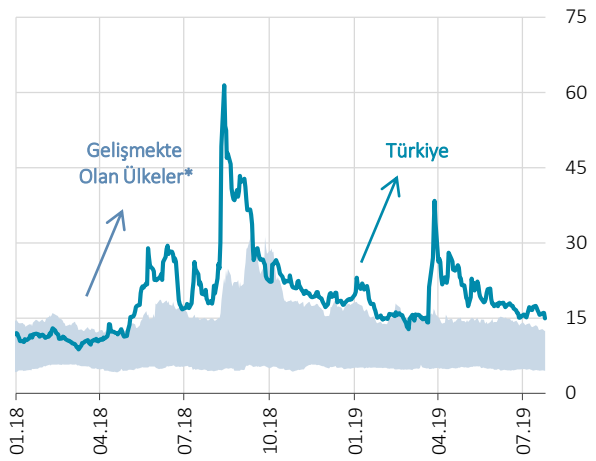
Grafik 5.1.4: Kur Sepeti* ve Türkiye'nin EMBI Endeksi



Kaynak: Bloomberg.
* Kur sepeti 0.5*ABD doları + 0.5*euro karşısında Türk lirasının değerini temsil etmektedir.

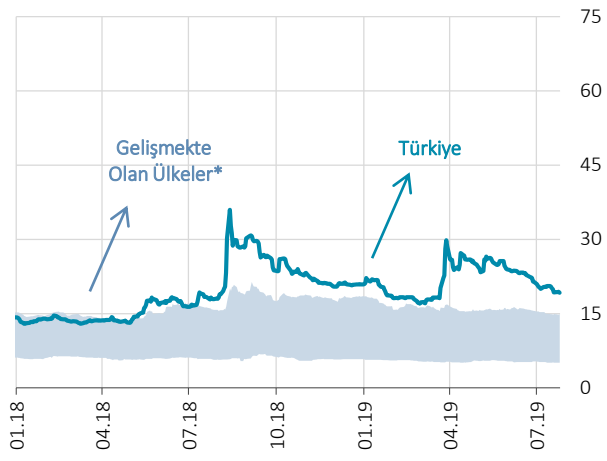
Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde gerilemiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Öte yandan, opsiyonların ima ettiği 12 ay vadeli Türk lirası oynaklığının 1 ay vadeli oynaklığa kıyasla daha yüksek olması, piyasaların Türk lirası oynaklığındaki mevcut düzeyin önümüzdeki bir yıllık dönemde devam etmesini beklediğine işaret etmektedir.

Grafik 5.1.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)



Kaynak: Bloomberg.
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

Grafik 5.1.6: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)

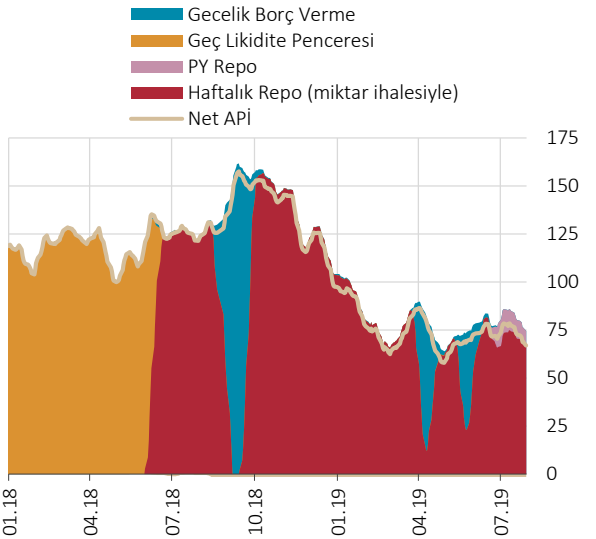


Kaynak: Bloomberg.
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

Para Politikası

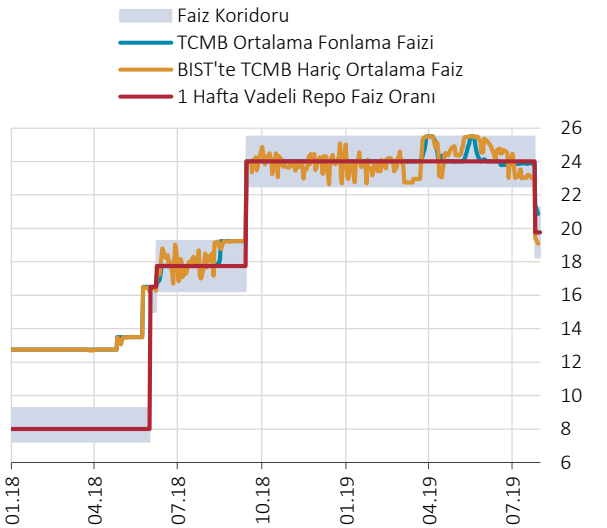
Yılın ilk yarısında, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulurken Türk lirası ve döviz likidite yönetimine ilişkin bir dizi kararlar alınmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak 9-20 Mayıs 2019 tarihleri arasında haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve fonlama gecelik borç verme oranı olan yüzde 25,5'ten sağlanmıştır (Grafik 5.1.7). Bu dönemde BIST Repo Piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz oranı artarak TCMB borç verme faiz oranı seviyesine yakınsamıştır. Bir hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlanması ardından kademeli olarak gerileyen BIST gecelik repo faizleri, 17 Haziran 2019 tarihinde yapılan duyuru ile Piyasa Yapıcısı (PY) bankalara tanınan gecelik repo imkânı kullanımı ardından politika faizinin bir miktar altında oluşmaya başlamıştır. Açık piyasa işlemleri kapsamında gerçekleştirilen toplam TCMB fonlamasının sınırlı bir payını oluşturan söz konusu repo imkânı kullanımı sonrasında TCMB ortalama fonlama faizi, 18 Haziran-10 Temmuz 2019 döneminde yüzde 23,85 düzeyinde gerçekleşmiştir. Temmuz ayında ise olumlu seyreden enflasyon görünümüne bağlı olarak parasal duruşun sıkılığının azaltılmasına karar verilmiş ve bir hafta vadeli repo ihale faizi yüzde 19,75'e indirilmiştir (Grafik 5.1.8).

Grafik 5.1.7: TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.8: Kısa Vadeli Faizler (%)



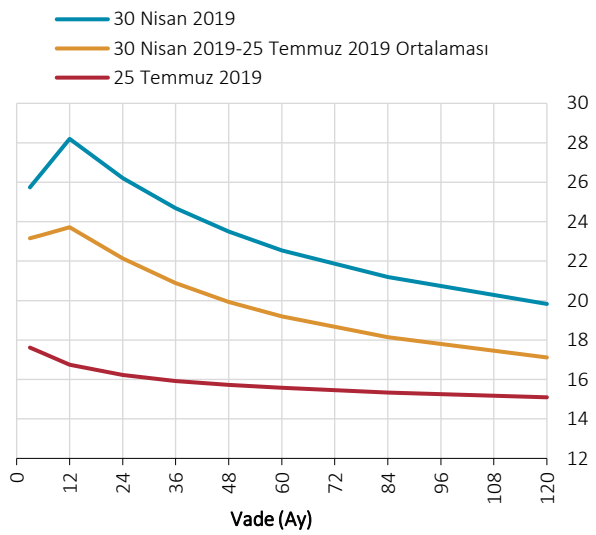
Kaynak: BIST, TCMB.

Bu kararlara ek olarak finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler göz önünde bulundurularak finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla zorunlu karşılıklara ilişkin bazı değişiklikler yapılmıştır. Haftalık repo ihalelerine ara verildiği 9 Mayıs tarihinde, zorunlu karşılıklarda yapılan düzenlemeler ile bankacılık sisteminin döviz likiditesini önemli ölçüde değiştirmeden sistemden Türk lirası likiditesi çekilmiştir. 27 Mayıs 2019 tarihinde finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla yabancı para mevduat ile katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde yükseltilerek piyasadan döviz likiditesi çekilmiştir. Ayrıca, 17 Haziran 2019 tarihinde, piyasa yapıcı bankalara politika faiz oranının 100 baz puan altında gecelik vadeli likidite imkânı kullandırılmasına karar verilmiştir. TCMB fonlamasının sınırlı bir payını teşkil edecek olan bu yeni likidite imkânı ile desteklenen piyasa yapıcılığı sisteminin finansal piyasaların derinleşmesine ve para politikası etkinliğinin artırılmasına katkı sağlayacağı değerlendirilmiştir.

Sıkı parasal duruşun korunduğu mevcut Rapor döneminde getiri eğrisinin ters eğimini koruduğu, ülke risk primindeki düşüşün de katkısıyla kur takası getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine göre gerilediği gözlenmiştir (Grafik 5.1.9). Para politikasındaki sıkı duruşun bir yansıması olarak, Türkiye bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en fazla negatif seviyede olan ülke olmuştur (Grafik 5.1.10).

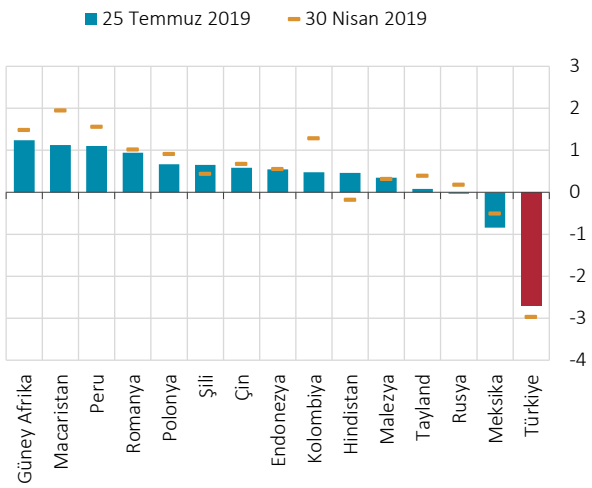
İç talep gelişmeleri ve parasal sıkılaştırmanın etkileri enflasyondaki düşüşü desteklemektedir. Bununla birlikte 2019 yılı Haziran ayındaki PPK toplantısında Kurul, fiyatlama davranışlarına dair riskleri sınırlamak ve enflasyonun düşüş sürecini hızlandırmak amacıyla sıkı parasal duruşun korunmasına karar vermiştir. Haziran ayındaki toplantıdan sonraki dönemde enflasyon görünümündeki iyileşme devam etmiş, böylelikle yılın ikinci çeyreğinde enflasyon belirgin bir düşüş sergilemiştir. Enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirmesiyle, Temmuz ayı PPK toplantısında politika faizinin 425 baz puan indirilmesine karar verilmiştir. Enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesi için para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi gerektiği not edilmiştir.

Grafik 5.1.9: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

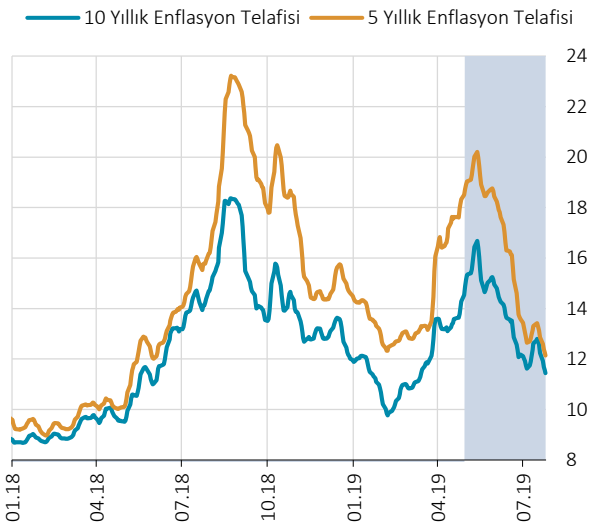
Grafik 5.1.10: Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri* (% Puan)



Kaynak: Bloomberg.
* Getiri eğrisi eğimi, ülkelerin 5 yıl vadeli tahvil getirileri ile 6 ay vadeli tahvil getirilerinin farkı şeklinde hesaplanmıştır.

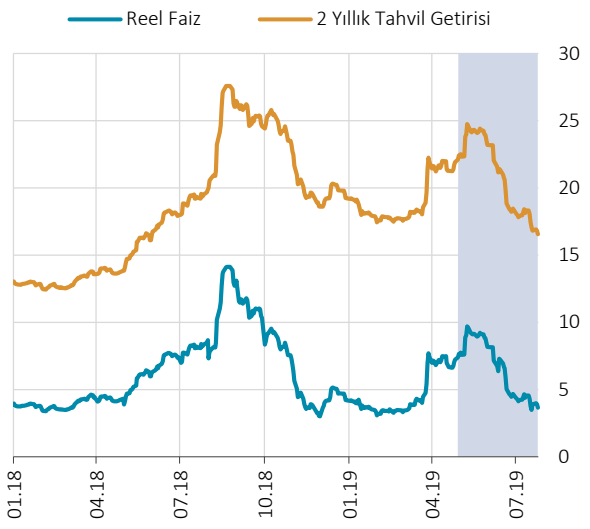
TCMB'nin koruduğu sıkı parasal duruşa ek olarak mevcut Rapor döneminde jeopolitik risklerin azalması ve döviz kurlarındaki istikrarlı seyir orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerini ve enflasyon primini fiyatlayan enflasyon telafilerinin hızla gerilemesinde etkili olmuştur (Grafik 5.1.11). Fiyatlanan enflasyon beklentilerinde ve risk primindeki düşüş tüm vadelerde tahvil getirilerinin de azalmasına yol açmıştır. Enflasyon beklentilerine kıyasla daha fazla gerileyen nominal faizler nedeniyle iki yıllık beklenen (ex ante) reel faiz belirgin ölçüde düşmüştür (Grafik 5.1.12).

Grafik 5.1.11: Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.12: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Beklenen Reel Faizi* (%)



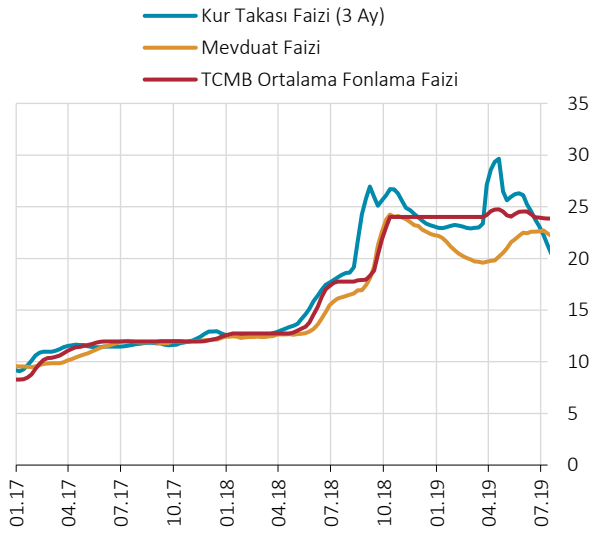
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* 2 yıllık devlet tahvili getirilerinden, TCMB Beklenti Anketi verileri ile hesaplanan önümüzdeki 2 yıla ilişkin toplam TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

5.2 Kredi Koşulları

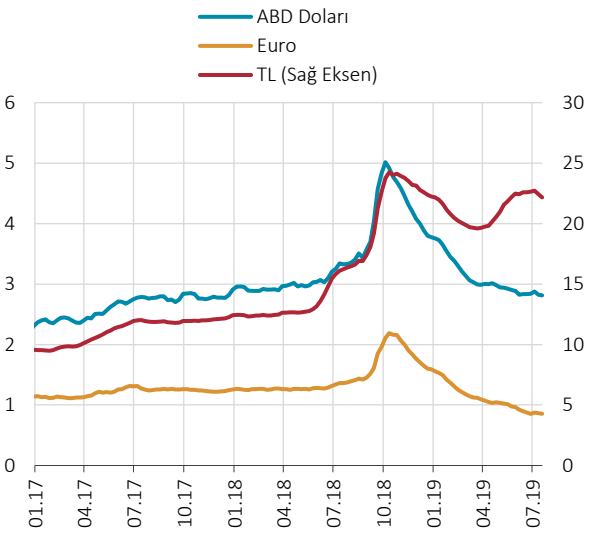
2019 yılı ikinci çeyreğinde, risk priminde gözlenen olumlu gelişmeler neticesinde kur takası faiz oranları azalarak, mevduat faiz oranlarından daha düşük seviyelere gelmiş, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ise söz konusu fonlama maliyetlerinin üzerinde seyretmiştir (Grafik 5.2.1). Mevcut Rapor döneminde, yurt dışı piyasalarda ABD doları ve euro cinsinden piyasa faizlerinin düşmesi, yurt içinde yabancı para fonlama ihtiyacındaki azalmanın devam etmesi ve Türk lirasının bir miktar değer kazanması sonucunda ABD doları ve euro mevduat faiz oranları gerilemeye devam ederken, TL mevduat faiz oranları yükselmiştir (Grafik 5.2.2).

Grafik 5.2.1: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB, Bloomberg.

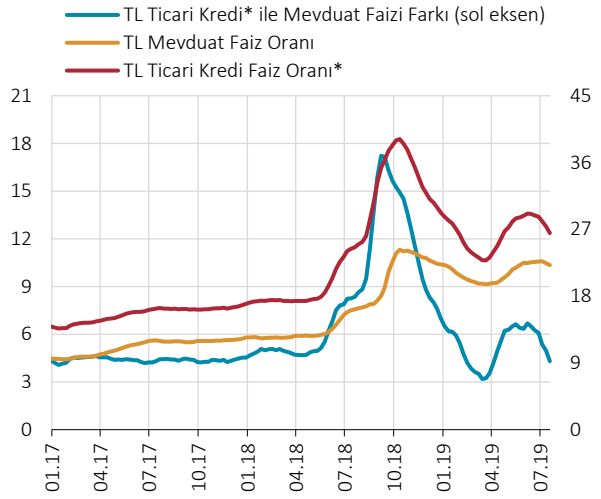
Grafik 5.2.2: Mevduat Faiz Oranları, Para Birimi Ayrımında (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.

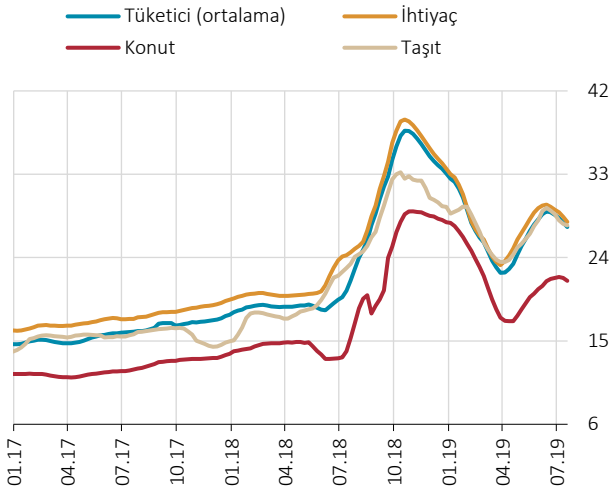
Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde (BKEA) belirtildiği üzere 2019 yılı ikinci çeyreğinde, yurt içi fonlama koşulları sıkılaşan bankalar, TL fonlama maliyetlerindeki artışı ticari kredi ve tüketici kredisi faiz oranlarına yansıtmıştır. Haziran ayı ortalarından itibaren ise finansal piyasalarda görülen olumlu gelişmelere paralel olarak tüm kredi faiz oranlarında düşüş kaydedilmiştir. Ticari kredi faiz oranları ile TL mevduat faiz oranları arasındaki fark da Haziran ayının ikinci yarısından itibaren azalarak, uzun dönem ortalama değerine yakınsamıştır (Grafik 5.2.3 ve 5.2.4).

Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.
* Kredi Mevduat Hesabı, Kredi Kartı ve Sıfır Faizli Krediler Hariç

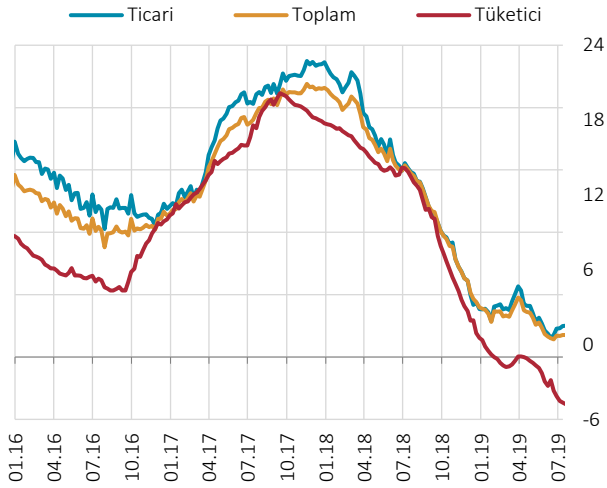
Grafik 5.2.4: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.

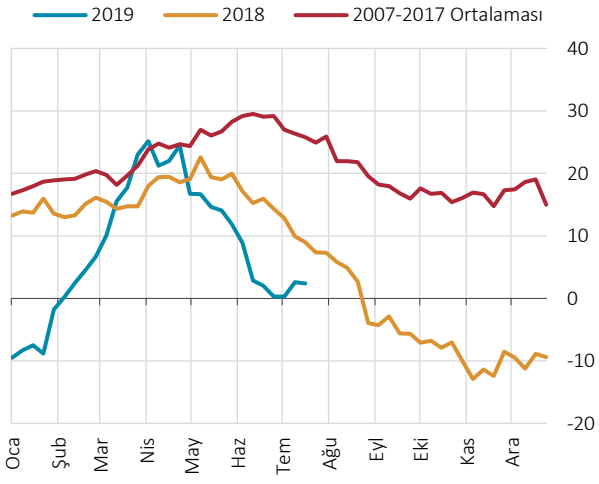
Mevcut Rapor dönemi genelinde ticari kredi ve tüketici kredisi faiz oranlarındaki yükselme ve BKEA'nın işaret ettiği üzere özellikle tüketici kredilerinde genel ekonomik görünüme ve ilgili piyasaya yönelik beklentilerdeki zayıflama kredi büyümesinin yavaşlamasında etkili olmuştur (Grafik 5.2.5 ve 5.2.6). Bununla birlikte, Haziran ayının ikinci haftasından itibaren azalmaya başlayan ticari kredi faiz oranlarının da etkisiyle ticari kredi büyüme oranı yükselmeye başlamıştır. Ayrıca, Haziran ayı üçüncü haftasında kullanıma sunulan ve reel sektöre 25 milyar TL'lik finansman imkânı oluşturması beklenen Hazine destekli Kredi Garanti Fonu kefaletli Ekonomi Değer Kredi paketinin yılın kalan döneminde ticari kredi büyümesini bir ölçüde destekleyebileceği öngörülmektedir.

Grafik 5.2.5: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

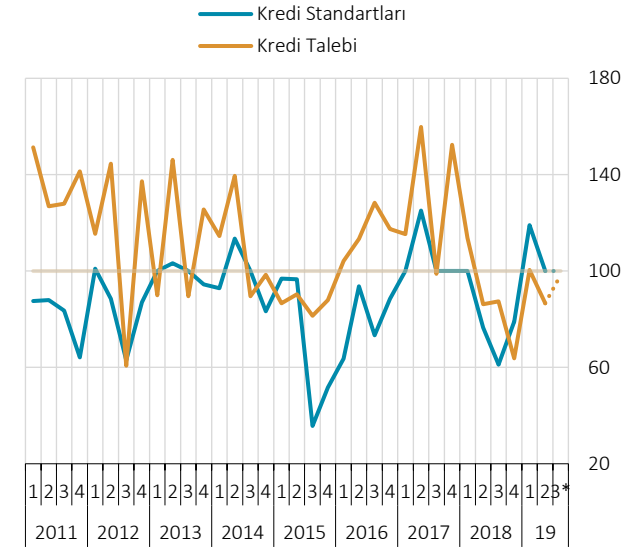
Grafik 5.2.6: Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

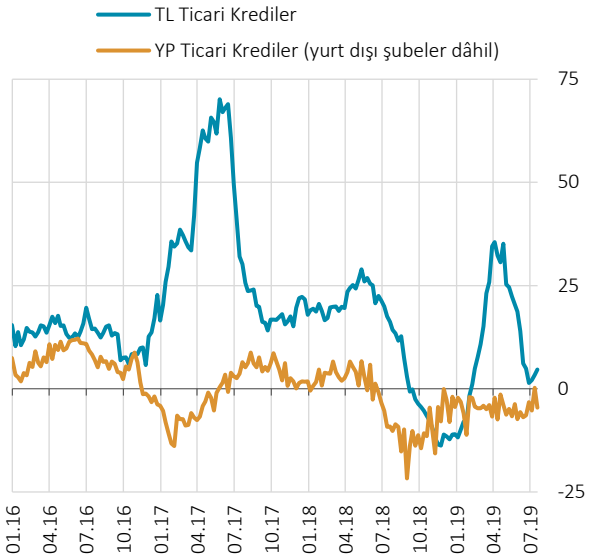
Öte yandan, BKEA'ye verilen yanıtlar, ticari kredi büyüme hızındaki gerilemede kredi koşullarındaki sıkılık ve kredi talebindeki zayıflamanın etkili olduğunu göstermektedir (Grafik 5.2.7). Bu gelişmede, işletmelerin sabit yatırım, stok artırımı ve işletme sermayesi kaynaklı kredi talebinin zayıf seyretmesinin yanında, ticari kredi faiz oranlarındaki yükseliş ve yılın ilk çeyreğinde hızlı bir şekilde kullanılan KOBİ değer kredilerinin kredi talebini öne çekmesinin etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 5.2.7: İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve Kredi Talebi*



Kaynak: TCMB.
*2019 üçüncü çeyrek verisi beklenti değeridir. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

Grafik 5.2.8: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Firmaların yabancı para cinsinden borçlanmalarını sınırlayan düzenlemelerin yanı sıra, firmaların yatırım amaçlı kredi talebinin zayıf seyretmesi nedeniyle yabancı para cinsinden ticari kredi büyümesinin TL cinsi kredilere kıyasla zayıf seyrettiği değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.8). BKEA'da bankaların yılın ikinci çeyreğine ilişkin yanıtları, TL cinsinden kredi standartlarındaki sıkılıkta bir miktar azalma gözlendiğini, YP cinsi kredi standartlarında ise sıkılaşma olduğunu göstermektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde de, işletmelere verilen TL cinsi kredi standartlarının temelde aynı kalacağı, YP cinsi kredi standartlarında ise sıkılaşmaya gidileceği öngörülmektedir.

6. Kamu Maliyesi

Maliye politikası, 2019 yılının ilk çeyreğinde mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra, kamu harcamaları kanalıyla iktisadi faaliyetteki toparlanmaya katkıda bulunmuştur. Takip eden dönemde ise özellikle yatırım kanalıyla kamunun destekleyici duruşu zayıflamıştır. Yılın ilk yarısında faiz dışı harcamalar ve faiz giderlerinde artış gözlenirken, dolaylı vergilerde daha belirgin olmak üzere, vergi gelirlerinin artış hızında yavaşlama söz konusu olmuştur. Bununla birlikte, yüksek seviyede gerçekleşen Merkez Bankası kâr transferinin katkısıyla olumlu bir performans sergileyen vergi dışı gelirler, bütçe açığındaki artışı sınırlandırmıştır.

2018 yılında bütçe açığındaki artış ve net dış borçlanmadaki azalış büyük ölçüde iç borçlanmayla finanse edilirken, kamu mevduat birikimleri de kısmen finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılmıştır. 2018 yılında iç borç çevirme oranı yüzde 98,1; dış borç çevirme oranı ise yüzde 70,4 olmuştur. 2019 yılının ilk yarısında ise kamu finansman ihtiyacının karşılanmasında başta iç borçlanma olmak üzere hem iç hem de dış borçlanma önemli bir rol oynamış; bu dönemde iç borç çevirme oranı yüzde 132, dış borç çevirme oranı ise yüzde 109,3 olarak gerçekleşmiştir.

6.1 Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçe dengesi 2019 yılının ilk yarısında 78,6 milyar Türk lirası açık vermiştir. Borçlanma maliyetlerindeki yükselişin etkisiyle artan faiz giderleri bütçe açığını artıran bir unsur olmuştur. Vergi dışı gelirlerin güçlü performansı bütçe dengesini olumlu yönde etkilemiş, vergi gelirlerindeki artış harcama artışının oldukça gerisinde kalarak bu etkiyi sınırlamıştır. 2018 yılının ikinci çeyreğinde 12,3 milyar TL olan faiz dışı bütçe açığı 2019 yılının ikinci çeyreğinde 27,8 milyar Türk Lirası olmuştur (Tablo 6.1.1).

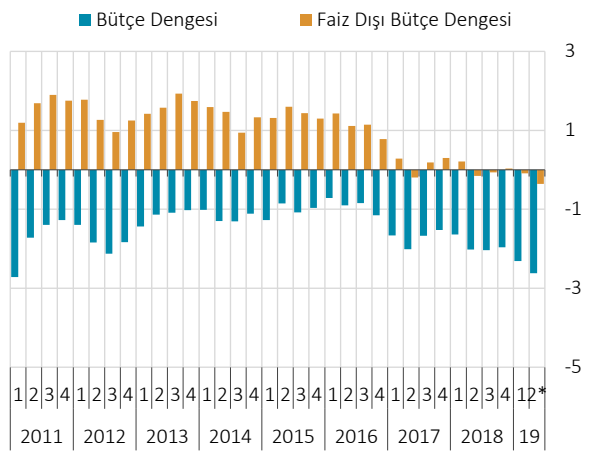
Tablo 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2018	Ocak-Haziran 2019	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	399,7	481,6	20,5	50,1
Faiz Giderleri	33,8	50,7	50,1	43,3
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	365,9	430,8	17,7	51,1
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	353,6	403,0	14,0	45,8
I. Vergi Gelirleri	294,8	307,7	4,4	40,7
II. Vergi Dışı Gelirler	58,8	95,2	62,0	76,9
Bütçe Dengesi	**-46,1**	**-78,6**	**70,5**	**97,5**
Faiz Dışı Denge	**-12,3**	**-27,8**	**126,6**	**-75,9**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

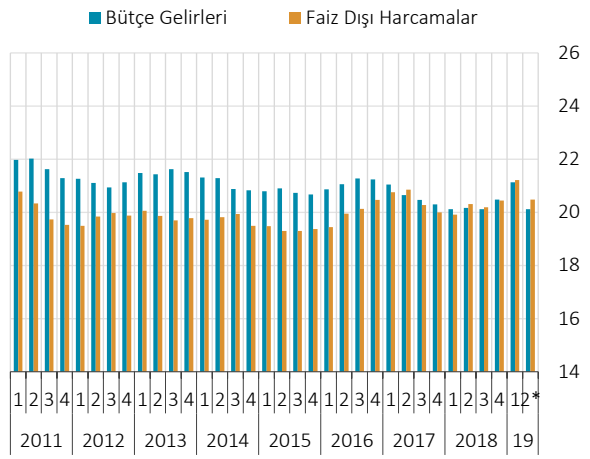
2019 yılı ikinci çeyreğinde yıllıklandırılmış bütçe açığının GSYİH'ye oranının yüzde 2,6; faiz dışı bütçe açığının GSYİH'ye oranının ise 0,4 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir (Grafik 6.1.1). Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının 2019 yılı ikinci çeyreği itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre 0,1 puan düşerek yüzde 20,1 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının ise geçen yılın aynı dönemine göre 0,2 puan artarak yüzde 20,5 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.2).

Grafik 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri (Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
*Tahmin.

Grafik 6.1.2: Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar (Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
*Tahmin.

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri, 2019 yılı Ocak-Haziran döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,7 oranında artarak 430,8 milyar Türk lirası olmuştur. Cari transferler ile personel ve SGK devlet primi giderlerinde ortaya çıkan artışlar faiz dışı harcamalardaki yükselişte belirleyici olurken mal ve hizmet alım giderlerindeki artış sınırlı kalmıştır. Faiz dışı harcamalar içindeki en önemli kalem olan cari transferler incelendiğinde, sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerinin yüksek oranda arttığı görülmektedir. Kamu yatırımlarını gösteren sermaye giderleri ile sermaye transferlerindeki gerileme yatırım kanalıyla kamunun büyümeye desteğinin bir önceki yılın ilk yarısına kıyasla zayıfladığına işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

Tablo 6.1.2: Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları (Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2018	Ocak-Haziran 2019	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Faiz Dışı Bütçe Giderleri	**365,9**	**430,8**	**17,7**	**51,1**
1. Personel Giderleri	98,6	125,8	27,7	50,9
2. SGK Devlet Primi Giderleri	16,4	21,7	32,3	50,0
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	30,7	31,9	3,9	47,2
4. Cari Transferler	164,7	199,3	21,0	50,9
a) Görev Zararları	3,6	3,8	8,2	47,9
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	75,0	98,1	30,8	53,0
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	10,6	11,9	12,0	73,8
d) Gelirden Ayrılan Paylar	45,6	47,3	3,7	41,4
e) Hanehalkına Yapılan Transferler	13,5	13,1	-3,4	58,6
5. Sermaye Giderleri	35,6	31,0	-13,0	56,9
6. Sermaye Transferleri	8,1	7,3	-9,1	73,0
7. Borç Verme	11,9	13,8	16,7	63,6

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri, 2019 yılı ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 14,8 oranında artarak 389,6 milyar Türk lirası olmuştur (Tablo 6.1.3). Genel bütçe gelirlerinin büyük çoğunluğunu oluşturan vergi gelirleri yüzde 4,4 oranında sınırlı bir artış kaydederken, vergi dışı gelirlerdeki artış yüzde 83,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, 2019 yılında Merkez Bankası kârının 37,5 milyar Türk lirası ile oldukça yüksek gerçekleşmesi önemli bir rol oynamıştır. Buna ilaveten, yılın ilk yarısında yeniden yapılandırma yasaları (7143, 7020 ve 6736 sayılı Yasalar) çerçevesinde 10 milyar Türk lirası, imar barışı kapsamında ise 4 milyar Türk lirası bütçeye aktarılmıştır. Doğrudan vergi kalemleri incelendiğinde, gelir vergisi görece daha yüksek bir hızda artarken, kurumlar vergisindeki artış hızı düşük düzeyde kalmıştır. Tüketime dayalı dolaylı vergilerden ÖTV ve dâhilde alınan KDV tahsilatının gerilediği, ithalde alınan KDV'nin ise Türk lirasındaki değer kaybına karşın ithalat talebindeki yavaşlamaya bağlı olarak görece sınırlı düzeyde arttığı gözlenmektedir.

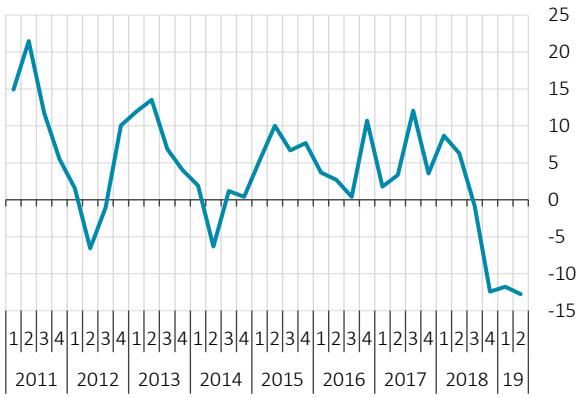
Tablo 6.1.3: Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri (Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2018	Ocak-Haziran 2019	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Genel Bütçe Gelirleri	**339,5**	**389,6**	**14,8**	**45,2**
I-Vergi Gelirleri	**294,8**	**307,7**	**4,4**	**40,7**
Gelir Vergisi	63,4	74,8	17,8	43,5
Kurumlar Vergisi	34,7	36,5	5,2	49,2
Dâhilde Alınan KDV	29,5	25,2	-14,7	35,6
ÖTV	67,7	64,8	-4,2	39,9
İthalde Alınan KDV	55,3	57,9	4,6	34,9
II-Vergi Dışı Gelirler	**44,7**	**81,9**	**83,2**	**77,1**
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	19,3	45,5	135,2	133,9
Faizler, Paylar ve Cezalar	19,8	26,7	34,7	48,9
Sermaye Gelirleri	4,1	2,9	-30,5	21,3

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

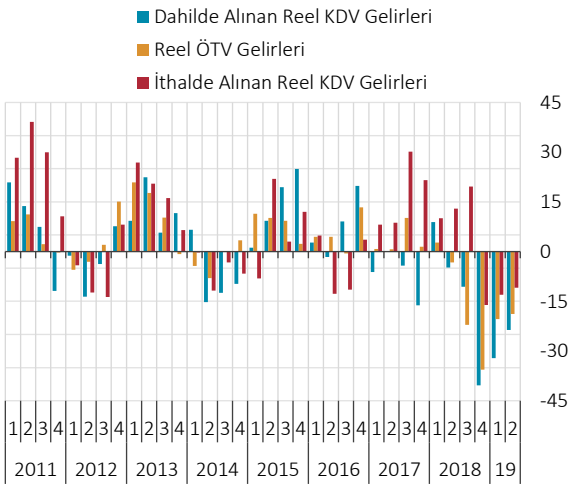
2019 yılı ikinci çeyreği itibarıyla reel vergi gelirlerindeki azalışın sürdüğü görülmektedir (Grafik 6.1.3). Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, reel bazda KDV ve ÖTV gelirlerindeki daralmanın yavaşlayarak devam ettiği izlenmektedir (Grafik 6.1.4).

Grafik 6.1.3: Reel Vergi Gelirleri (Yıllık % Değişim)*



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
*Reeleştirme TÜFE ile yapılmıştır.

Grafik 6.1.4: Reel KDV ve ÖTV Gelirleri (Yıllık % Değişim)*

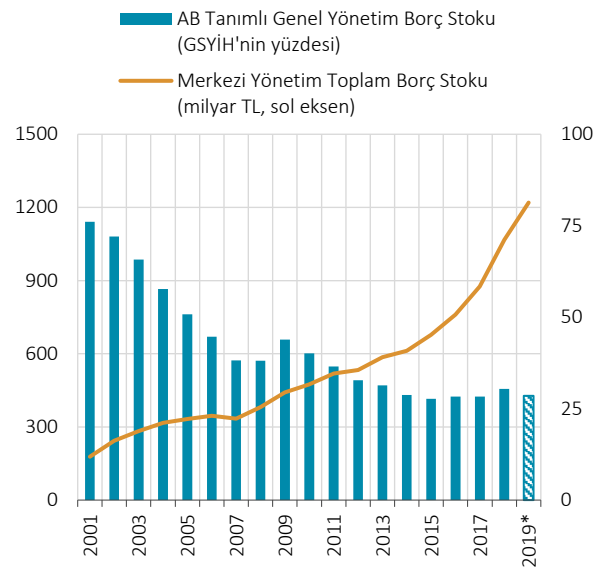


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
*Reeleştirme TÜFE ile yapılmıştır.

6.2 Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

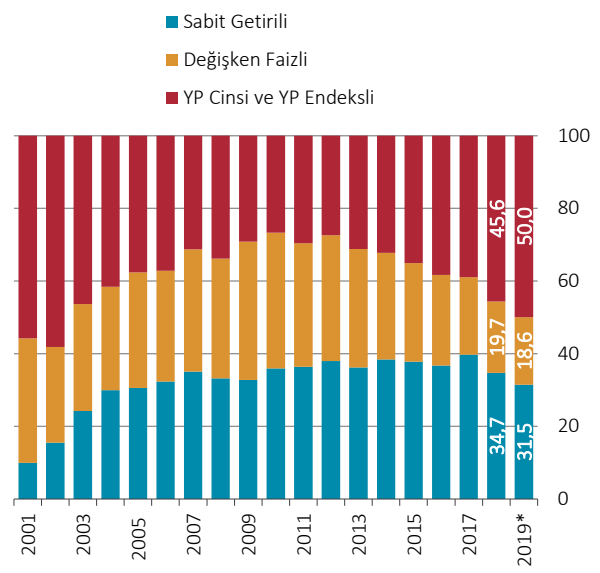
Yeni Ekonomi Programı'nda (YEP'te) 2019 yılı hedefi yüzde 28,5 olarak verilen AB tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYİH'ye oranı, 2019 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıla göre 1,4 puan artarak yüzde 31,8 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 6.2.1).

Grafik 6.2.1: Kamu Borç Stoku Göstergeleri



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
* Merkezi yönetim toplam borç stoku için 2019 yılı Haziran ayı gerçekleşmesi, AB tanımlı genel yönetim borç stoku için YEP 2019 yılı hedefi kullanılmıştır.

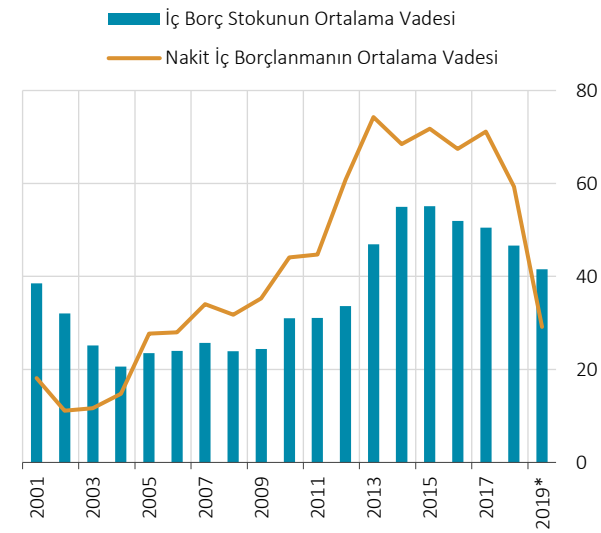
Grafik 6.2.2: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu* (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
* Haziran ayı itibarıyla.

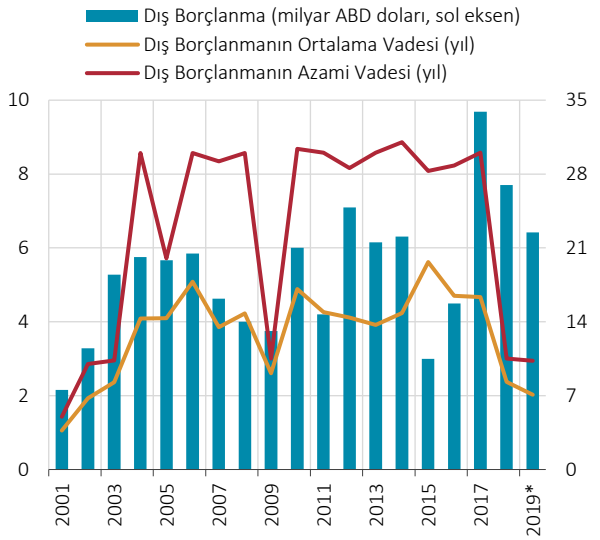
2019 yılı Haziran ayı itibarıyla, sabit getirili ve değişken faizli borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payları 2018 yılına göre azalırken, yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin payı artmıştır (Grafik 6.2.2). Söz konusu dönemde iç borçlanma, ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla gerçekleştirilmiştir.

Grafik 6.2.3: Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
* Haziran ayı itibarıyla.

Grafik 6.2.4: Tahvil İhracı Yoluyla Dış Borçlanma

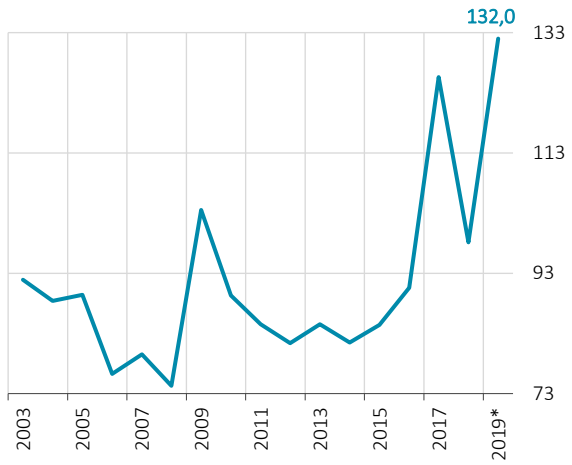


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
* Haziran ayı itibarıyla.

İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 2019 yılı Haziran ayı itibarıyla 41,5 ay düzeyindedir (Grafik 6.2.3). 2019 yılı ilk yarısında, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanma tutarı 6,4 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 7,1 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4). Dış borç çevirme oranı, 2019 yılı Haziran ayı itibarıyla yüzde 109,3 düzeyindedir.

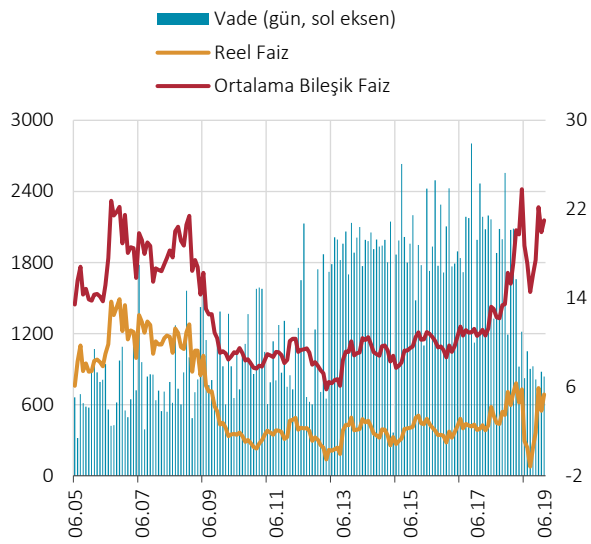
İç borç çevirme oranı, 2019 yılı Ocak-Haziran döneminde yüzde 132 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). Bu dönemde kamu finansman ihtiyacı iç borçlanma ağırlıklı olmak üzere hem iç hem de dış borçlanma yoluyla karşılanmıştır. Ortalama iç borçlanma reel faiz oranı[1] ise Ocak ayını takip eden dönemde borçlanma maliyetlerinin görece yüksek olması ve enflasyon beklentilerindeki kısmi düşüş nedeniyle bir miktar artmıştır (Grafik 6.2.6).

Grafik 6.2.5: Toplam İç Borç Çevirme Oranı (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.
* Haziran ayı itibarıyla.

Grafik 6.2.6: Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

[1] Reel faizler, Hazine ihalelerinde gerçekleşen nominal faiz oranlarının TCMB Beklenti Anketinden alınan gelecek 12 aylık TÜFE beklentisinden arındırılması yoluyla hesaplanmıştır.

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

Enflasyon: Tüketici enflasyonu, 2019 yılının ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin altında gerçekleşerek yüzde 15,7'ye gerilemiştir. Çekirdek enflasyon ise yüzde 16,3 ile Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar altında kalmıştır (Tablo 7.1.1). Bu dönemde, iç talep gelişmeleri ve parasal sıkılaştırmanın etkileri enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin altında kalmasında işlenmemiş gıda enflasyonundaki hızlı yavaşlama ile petrol fiyatlarındaki gerileme ve şebeke suyu gibi yönetilen/yönlendirilen enerji kalemlerindeki fiyat düşüşlerinin öncülüğünde enerji enflasyonundaki yavaşlama rol oynamıştır.

İktisadi Faaliyet: İktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu öngörüleri ile uyumlu olarak 2019 yılı ilk çeyreğinde kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Net ihracatın güçlü katkısıyla 2019 yılı ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde toparlanmaya devam ettiği görülmektedir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri yılın ikinci çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, net ihracatın büyümeye katkısının süreceği, enflasyon görünümünün iyileşmesi ve ülke risk primindeki gerilemeyle birlikte finansal koşullardaki sıkılığın kademeli olarak azalacağı ve maliye politikasının ekonomideki dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirleneceği bir görünüm esas almıştır.

Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2019-I	2019-II
Çıktı Açığı	-4,0 (-4,2)	-4,5 (-4,7)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	19,7 (19,7)	15,7 (18,6)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	17,7 (17,7)	16,3 (17,2)

* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.
** B endeksi işlenmemiş gıda, alkol, tütün, enerji ve altın hariç TÜFE'yi ifade etmektedir.

Finansal Koşullar: 2019 yılı ilk çeyreğinde gelişmiş ülke para politikalarının normalleşme sürecinin tamamlanmasının daha uzun süreceğine dair beklentiler güçlenmişti. Yılın ikinci çeyreğinde ise gelişmiş ülke para politikasına dair söz konusu beklentilerin yerini gevşeme beklentilerine bırakmasıyla küresel risk iştahında iyileşme gözlenmiştir. Bu gelişme sonucu gelişmekte olan ülkelerin risk primleri gerilerken, Türkiye'nin ülke risk primi Haziran ayı ortalarına kadar belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle yüksek seyretmiş, sonrasında ise belirgin şekilde gerileyerek gelişmekte olan ülkelerden olumlu yönde ayrışmıştır. Küresel risk iştahındaki kısmi iyileşmeye rağmen, iktisadi görünüm ve jeopolitik faktörlere bağlı belirsizliklerin arz ve talep kaynaklı etkileriyle kredi büyümesi yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamıştır (Grafik 5.2.5). Söz konusu dönemde ticari kredi ile mevduat faiz oranları arasındaki fark yatay seyretmiştir (Grafik 5.2.3).

Para Politikası: TCMB, 2019 yılı Nisan ve Haziran aylarındaki Para Politikası Kurulu toplantılarında enflasyon görünümüne ilişkin devam eden riskler doğrultusunda bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 24 seviyesinde sabit tutarak sıkı duruşunu korumuştur. Ayrıca, Mayıs ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak geçici olarak haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve kısa bir süre için fonlama gecelik borç verme oranı olan yüzde 25,5'ten sağlanmıştır. Haziran ayında ise finansal piyasaların derinleşmesine ve para politikasının etkinliğinin artırılmasına sağladığı katkılar dikkate alınarak Piyasa Yapıcı bankalara politika faiz oranının 100 baz puan altında gecelik vadeli repo imkânı tanınmıştır. Temmuz ayı PPK toplantısında ise, enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirmesiyle parasal duruşun sıkılığının azaltılmasına karar verilmiş ve bir hafta vadeli repo ihale faizi yüzde 19,75'e indirilmiştir.

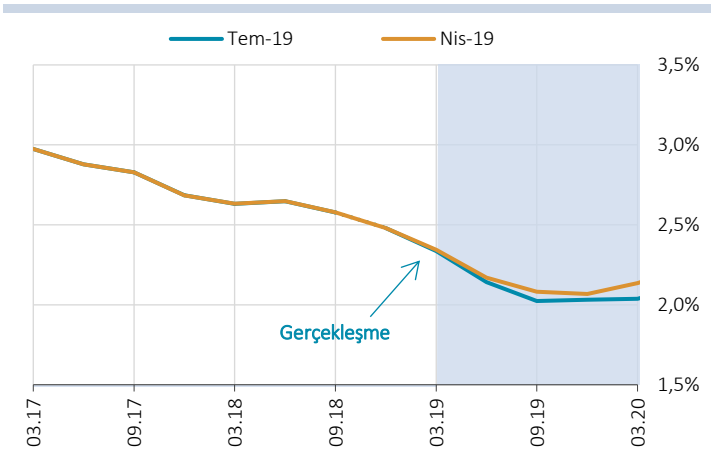
Sıkı para politikasıyla birlikte enflasyon beklentilerinin gerilemesi, ülke risk primindeki düşüş ve olumlu makroekonomik gelişmelere bağlı olarak kur takası faizleri, tüm vadelerde bir önceki döneme göre gerilemiştir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel Büyüme

2019 yılının ilk çeyreği gerçekleşmeleri Euro bölgesi büyümesinde görülen yavaşlamanın belirginleştiğini ve gelişmekte olan ülkelerin büyümesinde süregelen yavaşlamanın devam ettiğini göstermektedir. 2019 yılının ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler ise, dünya ticaretinde uzun süredir devam eden belirsizliklerin yeniden tırmanması ve jeopolitik risklerin etkisiyle küresel ekonomide süregelen yavaşlamanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak devam ettiğine işaret etmektedir. Takip eden dönemde, söz konusu faktörlerin yanı sıra gelişmiş ülke para politikası beklentilerinin seyri de küresel büyüme görünümü üzerinde etkili olacaktır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı Nisan Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla sınırlı bir miktar aşağıya çekilmiştir (Grafik 7.1.1).

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

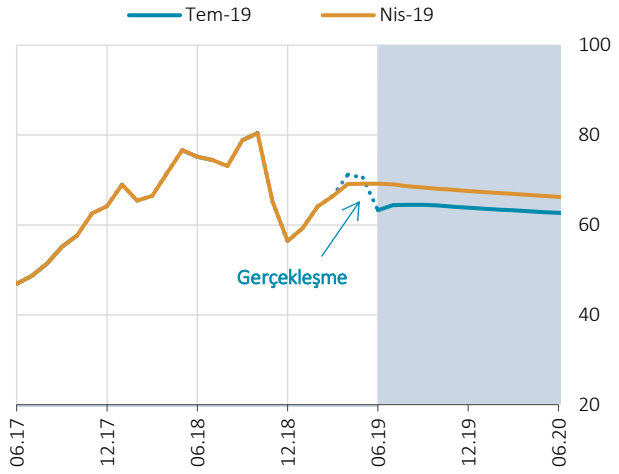


Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.
* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

İthalat Fiyatları

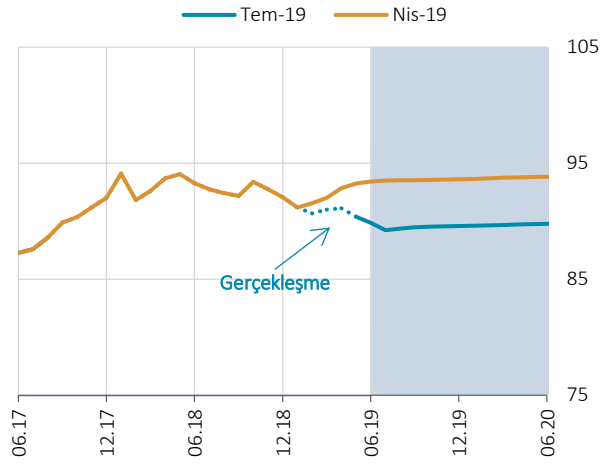
Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşmeler, Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Arz yönlü olumsuz gelişmelerin devam etmesine karşın küresel ticaret ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama nedeniyle ham petrol fiyat varsayımları aşağı yönlü güncellenmiştir. Nisan Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için ortalama 67,2 ABD dolarından 65 ABD dolarına, 2020 yılı için ortalama 66,2 ABD dolarından 62,6 ABD dolarına indirilmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımı ile uyumlu olarak aşağı 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: TÜİK, TCMB.
* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliğin yüksek seyri ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi, gelişmiş ülke para politikası görünümünde gevşemeye yol açmış, önümüzdeki dönemde bu ülkelerde daha gevşek bir para politikası uygulanacağına dair beklentileri güçlendirmiştir. Fed, Haziran toplantısında politika faizinde değişikliğe gitmese de ileride yapılması olası faiz indirimlerine dair daha güçlü bir sinyal vermiştir. Aynı şekilde ECB faizleri sabit tutsa da olası faiz artışı öngörüsünü öteleyerek daha gevşek bir para politikasına işaret etmiştir. Nitekim, Fed ve ECB'nin yanı sıra İngiltere ve Japonya için de 2019 yıl sonu opsiyonlarının ima ettiği politika faizleri Nisan Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla daha düşük bir seviyede oluşmuştur (Tablo 2.3.1). Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının etki alanının görece daha dışında olduğu düşünülerek dışsal olarak alınan bir değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu, özellikle sebze fiyatlarında ürün arzının artışına bağlı olarak Nisan Enflasyon dönemine göre belirgin ölçüde gerilemiştir. Öte yandan, işlenmiş gıda fiyatları hem döviz kuru etkileri hem de et ve süt gibi girdi niteliği taşıyan ürünlerdeki fiyat artışlarına bağlı olarak görece yüksek bir seyir izlemiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında birbirini dengeleyen gelişmeler ışığında Nisan Enflasyon Raporu'nda 2019 yılı sonunda yüzde 16 olacağı varsayılan gıda enflasyonu tahmini yüzde 15'e çekilmiş, 2020 ve 2021 yılları için gıda enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.2).

Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası, Nisan Enflasyon Raporu dönemi öngörüleri ile uyumlu olarak 2019 yılının ilk yarısında mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra artan kamu harcamaları kanalıyla iktisadi faaliyeti desteklemiştir. Yılın geri kalanında, kamunun iktisadi faaliyete yılın ilk yarısına kıyasla daha ılımlı bir destek verdiği bir çerçeve varsayılmıştır.

Fiyatları yönetilen ve yönlendirilen kalemlerden alkollü içecekler ve tütün ürünlerinde yılın ikinci çeyreğinde yapılan ÖTV artışları 2019 yıl sonu enflasyon tahminini yukarı yönlü etkilemektedir. Öte yandan, ikinci çeyrekte, şebeke suyu fiyatlarındaki indirimler ve petrol fiyatlarındaki gerilemenin de etkisiyle Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinden olumlu seyreden enerji fiyatlarının yıl sonu artış patikasında Nisan Enflasyon Raporu'na göre önemli bir değişiklik yapılmamıştır.

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonu risk primi ve belirsizlik algılamalarındaki iyileşmenin devam etmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

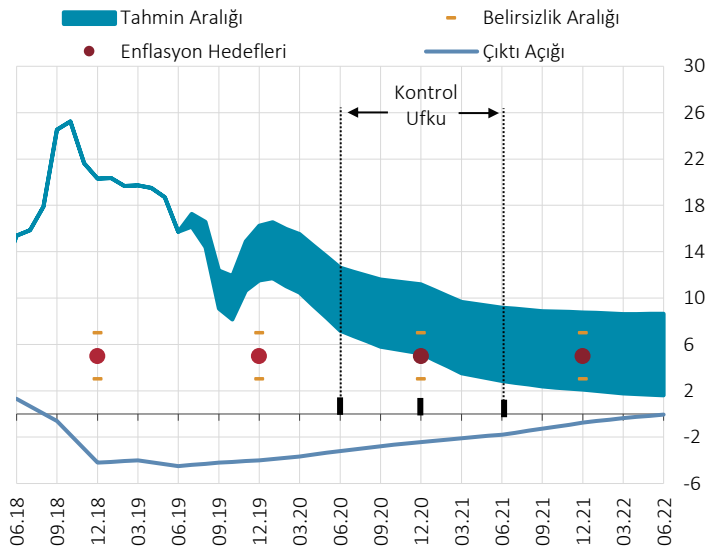
	2019	2020
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,03 (2,07)	2,14 (2,37)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	65,0 (67,2)	62,6 (66,2)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-3,06 (0,0)	-0,47 (0,8)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	15,0 (16,0)	11,0 (11,0)

* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir

7.2 Orta Vadeli Görünüm

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 13,9 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yıl sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,5 ile yüzde 16,3 aralığında (orta noktası yüzde 13,9), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,2 ile yüzde 11,2 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Nisan Enflasyon Raporunu takip eden dönemde enflasyon belirgin bir düşüş göstererek tahmin aralığının altında gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüşün yanı sıra parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme ve ithalat fiyatları ile gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemektedir. Diğer taraftan, çıktı açığındaki ılımlı toparlanma eğilimi ile alkollü içecekler ve tütün grubundaki vergi ayarlamaları bir önceki Rapor dönemine göre yıl sonu enflasyon tahminlerini yükseltici etki yapmaktadır. Bu doğrultuda, Nisan ayında yüzde 14,6 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 13,9'a indirilmiştir. Diğer taraftan, düşürücü ve yükseltici katkıların birbirini dengelemesiyle 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri korunmuştur. Tahminlere katkı veren unsurlar Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

Tablo 7.2.1: 2019 ve 2020 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

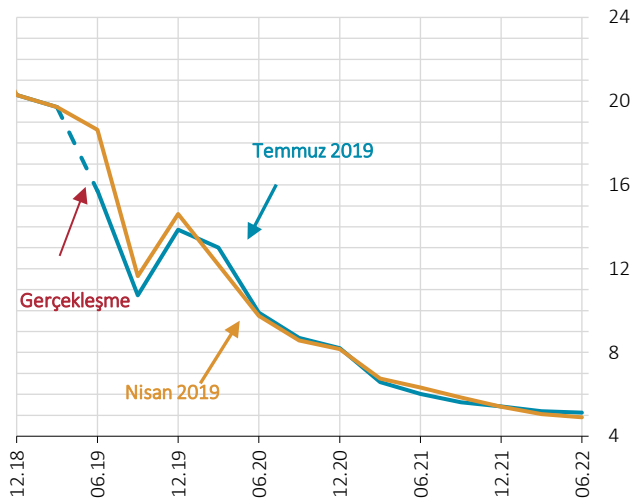
	2019	2020
2019-II (Nisan 2019) Tahmini	14,6	8,2
2019-III (Temmuz 2019) Tahmini	13,9	8,2
2019-II Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	-0,7	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları		
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dahil)	-0,3	-0,2
Enflasyonun Ana Eğilimi/Başlangıç Noktasındaki Güncelleme	-0,6	-0,1
Çıktı Açığı	+0,2	+0,3
Gıda	-0,2	-
Vergi ile yönetilen yönlendirilen fiyatlar	+0,2	-

Kaynak: TCMB.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini 0,7 puan aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). Yılın ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre 2,9 puan aşağıda gerçekleşmesi ve önümüzdeki dönemde enflasyon ana eğiliminde beklenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde düşürücü etkisi 0,6 puan olarak öngörülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki aşağı yönlü güncellemenin enflasyon tahminine düşüş yönünde 0,3 puan katkı vereceği tahmin edilmiştir. Bunun yanı sıra, 2019 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımındaki düşüş ise enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı çekmiştir. Öte yandan, alkol ve tütün ürünlerine uygulanan ÖTV artışı 2019 yılı enflasyon tahminine 0,2 puan yukarı yönlü katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor öngörülerinden bir miktar daha yukarıda seyretmesi beklenen çıktı açığı tüketici enflasyonu tahminini 0,2 puan yükseltici yönde etkilemektedir (Grafik 7.2.3).

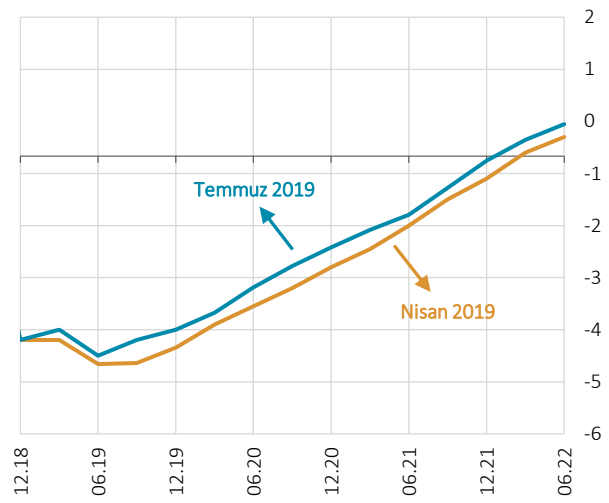
2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur. Petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncellemenin 2020 yılı enflasyonunu 0,2 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir. Buna ek olarak, ana eğilimdeki iyileşme enflasyonu 0,1 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Ancak, bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2020 yıl sonu tahminini 0,3 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

Yukarıda paylaşılan tahminler, küresel finansal koşulların ılımlı seyredeceği ve son dönemde ülke risk priminde görülen kademeli iyileşmenin önümüzdeki dönemde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Parasal sıkılık düzeyinin enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve hedeflenen patika ile uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır[1]. Buna ilave olarak, yılın geri kalanında maliye politikasının para politikasıyla eşgüdüm arz edecek şekilde fiyat istikrarı ve makroekonomik dengelenmeye odaklı belirleneceği varsayılmıştır.

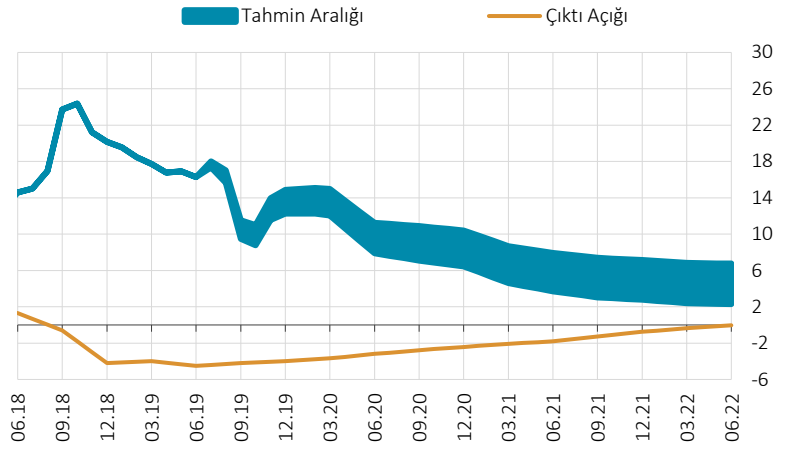
Küresel finansal koşullara ilişkin görünümün Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmesinin yanı sıra, ikinci çeyrek enflasyon gerçekleşmesinin beklentilerin altında kalması ve cari açıkta gözlenen düzelme ile birlikte ülke risk priminin iyileşmesi finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmıştır. Bu gelişmelerin bankaların dış finansman imkânları ve likidite koşulları üzerindeki olumlu etkilerinin yanı sıra parasal sıkılık derecesinin azaltılmasına bağlı olarak kredi talebinde beklenen artışın da etkisiyle kredi büyümesinde kademeli toparlanma beklenmektedir. Küresel büyüme görünümündeki zayıflamaya rağmen rekabet gücündeki gelişmelerin etkisiyle mal ve hizmet ihracatı artış eğiliminin süreceği öngörülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, çıktı açığı tahminlerinde bir miktar yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Bu çerçevede, talep koşullarının, önceki Rapor dönemine göre enflasyona düşürücü yönde verdiği katkının sınırlı ölçüde azalmakla birlikte devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.3).

Enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığının, ülke risk priminin gerilemesi, uzun vadeli faizlerin aşağı gelmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşıdığı değerlendirilmektedir. Dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş politika koordinasyonunun desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

İşlenmemiş gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen 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. B endeksi yıllık enflasyonunun düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 5 hedefine yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

[1] Merkez bankası enflasyon tahminleri ve parasal duruşa ilişkin detaylı bir değerlendirme Kutu 7.1'de sunulmaktadır.

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

Fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi enflasyondaki düşüş sürecinin sürekliliği için kritik önem taşımaktadır. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Orta vadeli beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının üzerinde kalması, tüm makroekonomik politikaların para politikası ile eşgüdüm halinde enflasyonu düşürmeye odaklı bir şekilde belirlenmesinin önemine işaret etmektedir. Para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi ve kamu kontrolündeki fiyatların ve vergilerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2019 Yıl Sonu	13,9	15,0	5,0
12 Ay Sonrası	9,5	13,9	5,0
24 Ay Sonrası	5,9	11,0	5,0

Kaynak: TCMB.
* Temmuz ayı Beklenti Anketi verileri.

7.3 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. Ana senaryoya göre oluşturulan öngörüler ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan başlıca aşağı ve yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:

- Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar;
- Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler;
- Kredi piyasasındaki toparlanmanın gecikmesi;
- Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesi;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine dair belirsizlik;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki oynaklıklar.

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

Yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ülke risk primi, yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelerden olumsuz yönde ayrışmış olmasına karşın, belirsizliklerin azalması, sıkı parasal duruş ve makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeye bağlı olarak Haziran ayı ortalarından itibaren hızla gerilemiştir. Ancak, ülke risk primi ve kur oynaklığının yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi ve süregelen küresel belirsizlikler ile jeopolitik riskler orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Para politikasının sıkılık derecesinin enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde belirlenmesi, ülke risk primi ve kur oynaklığında gözlenen iyileşmenin devam etmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşımaktadır. Merkez Bankası başta enflasyon ve iktisadi faaliyet olmak üzere tüm makroekonomik göstergeleri dikkate alarak elindeki bütün araçları fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda kullanmaya devam edecektir. Para politikası etkinliğinin desteklenmesi ve olası enflasyon-büyüme ödünleşiminin asgariye indirilmesi açısından makro finansal politikaların finansal oynaklık ve risk primini düşürmeye odaklı bir şekilde belirlenmesi ve maliye politikasının öngörülebilirliğinin güçlendirilmeye devam edilmesi kritik önem arz etmektedir.

İç talep koşullarının enflasyon üzerindeki sınırlayıcı etkisine karşın, enflasyon beklentilerinin bulunduğu seviyeler önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin çıpalanması, içinde bulunduğumuz dönemde para politikasının etkinliği açısından kritik önem taşımaktadır.

Enflasyon görünümünün kısa vadeli seyri üzerinde etkili olabilecek başka bir unsur gıda fiyatlarının seyridir. Birikmiş maliyet baskıları işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmakta, dönemsel etkilerle yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, olumlu hava koşullarıyla artan sebze arzıyla birlikte işlenmemiş gıda grubu enflasyonunda gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak söz konusu grup enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir. Bu gelişmeler ışığında, gıda fiyatlarının seyrinin enflasyonun kısa vadeli görünümü üzerinde oluşturabileceği risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir.

Enflasyondaki düşüşün Rapor'da öngörülen patika ile uyumlu bir şekilde gerçekleşebilmesi için, para ve maliye politikası eşgüdümü çerçevesinde makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak enflasyon katılığının azaltılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması büyük önem arz etmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikası aktarım mekanizmasını destekleyen bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, yılın geri kalanında bütçe açığının kontrol altında tutulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde, enflasyon tahmin ve hedefleriyle büyük ölçüde uyumlu olarak belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması durumunda risk primi ve enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme gecikebilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün de olumsuz etkilenmesi halinde para politikası duruşunun güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

2019 yılı ikinci çeyreğinde, bankaların yurt içi fonlama koşulları sıkılaşmış, bankalar Türk lirası fonlama maliyetlerindeki artışı kredi faizlerine yansıtmıştır. Bu gelişmelere ve genel ekonomik görünüme ilişkin beklentilere bağlı olarak bu dönemde kredi büyüme hızları gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde, para politikası sıkılık derecesinin azaltılması ve destekleyici kredi paketlerinin uygulamaya konulması, kredi koşullarında ve kredi talebinde normalleşmeye destek olacak unsurlar olarak görülmektedir. Öte yandan, iktisadi faaliyete yönelik aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi durumunda kredi piyasasındaki toparlanmanın gerek arz gerekse talep kaynaklı olarak gecikebileceği değerlendirilmektedir. Kredi koşullarındaki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemli olacaktır.

Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra, küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin devam etmesi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel ekonomi politikaları üzerindeki belirsizliğin yüksek seyretmesine ve küresel finansal piyasalardaki kırılganlıkların sürmesine neden olmaktadır. Söz konusu unsurlar, küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde yukarı yönlü önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılganlıklar söz konusu ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik önlemler alınabilecektir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri izlenecek ve gerektiğinde para politikası tepkisi verilebilecektir.

Ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrine ilişkin aşağı yönlü risklerin belirginleştiği, diğer emtia fiyatlarına ilişkin risklerin ise dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Temmuz ayında OPEC'in üretimi kısma kararını uzattığını açıklaması, jeopolitik sorunların küresel ölçekte devam etmesi ve ABD kaya petrolü üretiminde yavaşlamanın devam etmesine karşın; küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü risklerin ağırlık kazandığı görülmektedir. Çin'in büyümeyi destekleyici ek program açıklaması ve endüstriyel metal piyasalarında devam eden arz kısıtlarına binaen endüstriyel metal fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinin sonlarına doğru yukarı yönlü bir eğilim izlenmiş olmasına karşın, küresel iktisadi faaliyetin seyrine dair endişelere bağlı olarak söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönü riskler de gücünü korumaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, gelişmiş ülkeler para politikalarındaki gevşeme ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri belirgin kılmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, para politikası tepkisi, enerji fiyatları ve üretici fiyatları kaynaklı risklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışı üzerindeki olası etkilerini kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ | ↔ | ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar	**Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:** • Risk priminde ve kur oynaklığında oluşabilecek yukarı yönlü hareketlerde enflasyon ve döviz kurlarına dair olumsuz beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. ↑ **Finansal Koşullar ve Talep Kanalı:** • Risk priminde ve kur oynaklığında oluşabilecek yukarı yönlü hareketler ve finansal koşullarda oluşabilecek ilave sıkılık iktisadi faaliyette öngörülen ılımlı toparlanma eğilimini sekteye uğratabilecektir. ↓	• Risk primi göstergeleri • Küresel risk iştahı göstergeleri • Enflasyon ve döviz kuru beklentileri • İma edilen kur oynaklıkları • Ülke risk primini etkileyebilecek yurt içi makroekonomik göstergeler • Finansal koşullar • Kredi piyasası göstergeleri • Çeşitli çıktı açığı göstergeleri • Talep ve faaliyete ilişkin öncü göstergeler • Finansal ve reel kesim bilançoları • Sermaye akımları
Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri	**Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:** • Özellikle orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri ve enflasyon beklenti dağılımının ima ettiği enflasyon belirsizliğinin yüksek olması fiyatlama davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. ↑ • Önceki Rapor dönemine kıyasla azalmakla birlikte bazı sektörlerde birikmiş maliyetlerin fiyatlara yansıtılma oranı ve hızına dair belirsizlikler enflasyon patikası üzerinde belirleyici olacaktır. ↑	• Temel enflasyon göstergeleri • Yayılım endeksleri • Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler • Enflasyon beklentilerinin dağılımı • Enflasyon belirsizliği göstergeleri • Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri • Çeşitli çıktı açığı göstergeleri • Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri
Geçmişe endeksleme davranışına dair belirsizlikler	**Fiyatlama Davranışı ve Beklentiler:** • Ücret ve fiyatlamalarda geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü oluşu, enflasyonun iş çevrimlerine duyarlılığını sınırlayabilecek ve enflasyondaki düşüşün daha yavaş gerçekleşmesine neden olabilecektir. ↑ • İşgücü maliyet baskılarının verimlilik artışlarıyla telafi edilemediği durumda, tüketici fiyatlarına daha fazla yansıması söz konusu olabilecektir. ↑	• Reel birim işgücü maliyetleri • Reel kazanç endeksleri • Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri • Özel sektör ücret belirlenme süreci • Tüketim harcamaları

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

Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	**Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları:** • Kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir. ↑ **Risk Primi:** • Bütçe açığındaki artışın belirginleşmesi ülke risk primini yükseltebilecektir. ↑ **Talep ve Beklenti Kanalı:** • Maliye politikasının yurt içi talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki doğrudan ve dolaylı destekleyici etkilerinin mevcut Rapor'da öngörülenden daha güçlü olması, talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisini zayıflatabilecektir. ↑	• Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları • Yeni Ekonomi Programı ve 2019 yılı bütçesi çerçevesinde alınması öngörülen maliye politikası tebirleri • Maliye politikası tedbirlerine duyarlı harcama kalemlerindeki gelişmeler • Faaliyeti destekleyici maliye politikası benzeri uygulamalar • Kamu ve özel banka ayrımında kredi büyümesi gelişmeleri • Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri • Yapısal bütçe dengesi tahminleri • Yurt içi talep göstergeleri • Çıktı açığı tahminleri
Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler	**Gıda Fiyatları:** • İşlenmemiş gıda grubunda hava koşullarına bağlı olarak artan sebze arzıyla birlikte gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak işlenmemiş gıda enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir. ↓ • Birikmiş maliyet baskıları özellikle işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. ↑ • Dönemsel etkilerle gıda ve yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşabilecektir. ↑	• Alt kalemler ve maddeler bazında gıda fiyatlarındaki gelişmeler • Tarımsal üretime dair arz yönlü gelişmeler • İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması • Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri
Kredi piyasasındaki durgunluğun sürmesi	**Bilanço Kanalı:** • Firma bilançolarına ilişkin riskler ve nakit akışına ilişkin belirsizlikler, bankaların kredi verme iştahını sınırlamaktadır. ↓ • Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ve ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle kredi koşullarının sıkılaşması söz konusu olabilecektir. ↓ **Kredi Talebi:** • Parasal sıkılığın azaltılmasıyla kredi talebinde beklenen kısmi toparlanmanın gecikmesi kredi piyasasındaki durgunluğun sürmesine neden olabilecektir. ↓ **Banka Kredi Verme Kanalı:** • Banka kârlılık ve SYR'lerinde aşağı yönlü bir hareket kredi arzı üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir. ↑	• Firmaların kredi kullanımı • Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler • Sektörler ve kredi türleri cinsinden yakın izlemedeki krediler ile TGA'lar, karşılıksız çekler ve protestolu senetler • Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi) • Kredi talebine ilişkin göstergeler • Finansal ve reel kesim bilançoları, nakit akımları • Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel) • Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri

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

	Beklenti ve risk primi kanalı • Firma bilançoları ve banka aktif kalitesi arasındaki etkileşim risk primi ve sermaye akımları üzerinden enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyebilecektir. ↑	• Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler • Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler
Küresel büyüme görünümü ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına yönelik belirsizlikler	**Dış Talep ve Küresel Finansal Koşullar:** • Küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla yurt içi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↓ **Küresel Risk İştahı:** • Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde yukarı yönlü önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. ↓ • Öte yandan, gelişmiş ülkelerdeki gevşemenin beklenenden daha sınırlı olması gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü riskleri artırabilecektir. ↑ • ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel risk iştahını sınırlayabilecektir. ↑	• Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri • İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi • Küresel ekonomi ve ticaret politikaları • Küresel risk iştahı göstergeleri • Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı
Ham petrol ve ithalat fiyatlarındaki oynaklıklar	**İthalat Fiyatları:** • Arz yönlü yükseltici unsurlara karşın, küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskler ağırlık kazanmıştır. ↓ • Endüstriyel metal fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinin sonlarına doğru yukarı yönlü bir eğilim izlenmiş olmasına karşın, küresel iktisadi faaliyetin seyrine dair endişelere bağlı olarak söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönü riskler de gücünü korumaktadır. ↔	• Ham petrol ve diğer emtia fiyatları ve arz-talep dengesi • Küresel ticaret politikaları • OPEC kararları • Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler • İthalat gelişmeleri ve cari işlemler dengesi

* 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.

Kutu 7.1

Merkez Bankası Enflasyon Tahminleri ve Parasal Duruş

TCMB, 2006 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde enflasyon tahminlerini ve bu tahminlerin altında yatan temel varsayımları, yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu kutuda enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankası tarafından üretilen enflasyon tahminlerinin rolü ve parasal duruş ile ilişkisi TCMB deneyimleri çerçevesinde incelenmektedir.

Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Enflasyon Tahminlerinin Rolü

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özellikleri; sayısal enflasyon hedefleri ilan edilmesi, para politikası uygulamalarında enflasyon tahminlerinin dikkate alınması ve şeffaflık ile hesap verilebilirliğin yüksek olması olarak sıralanmaktadır (Svensson, 2010). Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, para politikası stratejisini belirlerken enflasyon hedefine öncelik vermekle birlikte iktisadi faaliyetteki dalgalanmaları da dikkate almakta, bu nedenle enflasyon hedeflemesi "esnek" bir para politikası çerçevesi sunmaktadır.

Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığından, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları para politikasını oluştururken enflasyon tahminlerini dikkate almaktadır. Bir başka deyişle, enflasyon hedeflemesi rejiminde tahminler önemli bir rol oynamakta ve politika kararları alınırken tahminlerin hedeflerle uyumuna dikkat edilmektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu zaman "enflasyon tahmini hedeflemesi" olarak adlandırılmaktadır (Svensson, 1997). Enflasyon tahmini hedeflemesi; enflasyon tahminlerini (gelecek dönem enflasyonunu) hedeflerle uyumlu düzeyde tutacak şekilde politika faiz patikasının belirlenmesi anlamına gelmektedir. Bu çerçevede, enflasyon tahminlerinin nasıl oluşturulduğunun ve tahminlerin arka planında yer alan para politikası duruşunun nasıl belirlendiğinin kamuoyu tarafından anlaşılması önem arz etmektedir.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak üzere kullandığı araçların mevcut enflasyon üzerindeki kontrolü, önceki dönemlerde alınan fiyatlama kararları, kontratlar, öngörülemeyen şoklar gibi etkilerden dolayı sınırlıdır. Ayrıca para politikası araçları, parasal aktarım mekanizması çerçevesinde enflasyonu belirli bir gecikme ile etkileyebilmektedir. Bunun yanı sıra, tahminlerin hedeflere hangi vadede yakınsayacağı (politika ufku) iktisadi konjonktüre, enflasyon ve çıktının denge değerlerinden ne kadar uzak olduğuna ve ekonomiye gelen şokların büyüklüğüne ve niteliğine bağlı olarak değişebilen bir politika tercihi olduğundan, politika duruşu oluşturulurken ve yorumlanırken "orta vadeli" tahminler dikkate alınmaktadır.

Enflasyon tahminlerinin doğru yorumlanabilmesi için dikkate alınması gereken bir diğer husus politika kararları ve enflasyon tahminleri arasındaki çift yönlü dinamik ilişkidir: Para politikası duruşu, enflasyon üzerinde etkili olan tüm unsurları dikkate alarak enflasyonu belli bir vadede hedefe getirecek ve orada tutacak şekilde oluşturulurken, enflasyon da para politikası kararlarından etkilenmektedir. Bu durum, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının içsel olarak belirlenmesini gerektirmektedir. Diğer bir ifadeyle, makroekonomik değişkenlerin birbirleriyle ve para politikası ile olan dinamik ve çok yönlü etkileşimi, tahminler oluşturulurken genel denge yaklaşımının benimsenmesini gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede, merkez bankasının açıkladığı orta vadeli tahmin patikasının arka planında, para politikası araçlarının ve bu araçların izlemesi öngörülen patikanın genel denge etkilerini göz önüne alan içsel bir para politikası tepkisi yer almaktadır. Dolayısıyla enflasyonun hedeften farklılaştığı dönemlerde merkez bankasının enflasyon tahminleri, hedefe doğru giderken enflasyonda ve para politikasında izlenecek yola dair öngörü içermektedir. Bu açıdan bakıldığında açıklanan enflasyon patikası bir nevi ara hedef olarak da nitelendirilebilmektedir (Svensson, 2010).

TCMB Deneyimi

TCMB, 2006 yılından bu yana uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, içsel para politikası tepkisi altında oluşturulan enflasyon tahminlerini çeyreklik frekansta yayımlanan Enflasyon Raporları aracılığı ile paylaşmaktadır. Enflasyon raporlarında enflasyon ve çıktı açığına ilişkin tahminler grafiksel ve rakamsal olarak paylaşılmakta, bu tahminlere baz oluşturan faiz patikası ise niteliksel olarak açıklanmaktadır. Ayrıca, para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri, söz konusu risklerin gerçekleşmesi halinde TCMB'nin ortaya koyabileceği olası politika tepkileri anlatılmakta ve gelişmelere koşullu olarak gelecekte uygulanabilecek faiz patikasına ilişkin sinyaller verilmektedir.

Merkez bankası tahminleri oluşturulurken, ekonomiye gelen türlü şoklar ve dışsal faktörler, ekonomi politikaları ve makroekonomik büyüklüklerin birbirleriyle olan dinamik etkileşimleri Tahmin ve Politika Analizi Sistemi kullanılarak ayrıntılı bir biçimde incelenmektedir. Ekonomiyi gelecekte etkileyecek şoklar ve dışsal faktörler eksiksiz şekilde tahmin edilememekle birlikte, veriler ve uzman görüşleri ışığında bu unsurlara ilişkin varsayımlar oluşturulmaktadır. İki tahmin dönemi arasındaki veri akışına göre tahminlere esas oluşturan varsayımlar, makroekonomik görünüme ilişkin analizler ve uzman görüşleri güncellenmektedir. Söz konusu güncellemeler ve uygulanması öngörülen ekonomi politikalarının enflasyon görünümüne etkileri doğrultusunda tahmin dönemi boyunca geçerli olacak para politikası duruşu belirlenmekte ve enflasyon tahmin patikası buna göre oluşturulmaktadır. Para politikası duruşundaki ve/veya tahmin patikasındaki güncellemeler iki tahmin dönemi arasında gelen şokların cinsine, büyüklüğüne ve kalıcılığına bağlı olmaktadır. Bu konuyu somutlaştırmak adına aşağıda iki farklı örnek verilmektedir.

Örneğin, para politikası kontrol alanının içinde olmayan işlenmemiş gıda fiyatlarına geçici nitelikte pozitif bir arz şoku (hava koşulları veya verimlilik artışı nedeniyle beklenmedik şekilde ürün arzının artması v.b.) gelmesi durumunda, işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenecek düşüşler kısa vadede tüketici enflasyonunun önceki dönemde açıklanan tahminlerin altında kalmasına neden olabilmektedir. Tahminler güncellenirken, dalgalanmanın geçici olacağı ve para politikası kararlarının işlenmemiş gıda fiyat artışı üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı değerlendirmesiyle, para politikası duruşunun söz konusu şokun tüketici enflasyonu üzerindeki birincil etkilerine değil, enflasyon beklentilerinde ya da fiyatlama davranışında gözlenebilecek olası ikincil etkilerine tepki vereceği bir çerçeve esas alınmaktadır. Bu doğrultuda, birincil etkiler nedeniyle kısa vadede tahmin patikası aşağı yönlü revize edilirken, enflasyon eğiliminde kalıcı etki yaratabilecek ve para politikası etki alanında olan ikincil etkilere karşı önceki tahmin döneminde öngörülene göre daha gevşek bir parasal duruşa gidilerek orta vadeli tahminler önceki seviyelerinde korunabilmektedir. Benzer bir uygulama, uluslararası ham petrol fiyatlarındaki değişimler, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları ile döviz kurunda küresel gelişmeler kaynaklı geçici dalgalanmalar için de söz konusu olabilmektedir.

Diğer taraftan, ülke risk primini yükseltici bir şok, enflasyon ve büyüme arasında ödünleşim yaratacağından, para politikasının nasıl tepki vereceği, şokun büyüklüğüne ve kalıcılığına, enflasyonun hedeften uzaklığına, çıktı açığının mevcut seviyelerine, finansal sektör ve reel sektöre olası etkilerine göre belirlenmekte ve para politikası tepkisi bu faktörlere göre önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Geçici olmayan bir risk primi artışı söz konusu olduğunda, döviz kuru geçişkenliği ve bekleyişler kanalıyla enflasyon yükselirken finansal koşullarda oluşabilecek ilave sıkılık dolayısıyla iktisadi faaliyette belirgin bir yavaşlama meydana gelebilmektedir. Böyle bir durumda, enflasyon görünümü üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü tüm etkiler dikkate alınarak enflasyonu hedeflenen patika ile uyumlu seviyelerde tutacak şekilde parasal duruşun uyarlanması veya tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesi söz konusu olabilmektedir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin resmi hedeflerin önemli ölçüde üzerinde kaldığı durumlarda, kontrol ufku içinde enflasyon hedefine ulaşmanın yüksek maliyetleri nedeniyle hedefe ulaşma süresi (politika ufku) uzayabilmektedir. Bu çerçevede, enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve dezenflasyon sürecinde enflasyon ve büyüme ödünleşiminin azaltılması açısından merkez bankası tarafından yayımlanan tahminlerin ara hedef işlevi görmesi önemli görülmektedir. Tahmin patikasındaki ve/veya para politikası duruşundaki güncellemelerin ve güncelleme nedenlerinin şeffaf bir iletişim stratejisiyle ortaya koyulması, para politikası öngörülebilirliğinin artırılması, enflasyon beklentilerinin oluşumunda tahminlerin rolünün güçlendirilmesi ve beklentilerin çıpalanması daha az maliyetle enflasyon hedefine ulaşılması açısından kritik önem taşımaktadır.

Kaynakça

Svensson, L. (1997), “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, European Economic Review, vol. 41, pp. 1111-1146.

Svensson, L. (2010) “Inflation Targeting,” in Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, eds., Handbook of Monetary Economics, Volume 3B, chapter 22, Elsevier 2010.

Grafikler

1.	GENEL DEĞERLENDİRME	
Grafik 1.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	1
Grafik 1.2	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Haftalık Fon Akımları	1
Grafik 1.1.1	TCMB Açık Piyasa İşlemleri	2
Grafik 1.1.2	Kısa Vadeli Faizler	2
Grafik 1.1.3	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	3
Grafik 1.1.4	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	3
Grafik 1.1.5	Kredi ve Mevduat Faizleri	3
Grafik 1.1.6	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	3
Grafik 1.2.1	Nisan 2019 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2	İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon (B Endeksi) için Nisan 2019 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.3	Temel Mal, Hizmet ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları	5
Grafik 1.2.4	TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Enflasyon	5
Grafik 1.2.5	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar	5
Grafik 1.2.6	Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranı	5
Grafik 1.2.7	İşsizlik Oranları	6
Grafik 1.2.8	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.9	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.2.10	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8
2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
Grafik 2.1.1	Küresel Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.2	Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.3	Küresel PMI	14
Grafik 2.1.4	Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI	14
Grafik 2.1.5	Gelişmekte Olan Ülkeler PMI	15
Grafik 2.1.6	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	15
Grafik 2.2.1	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	17
Grafik 2.2.2	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	17
Grafik 2.2.3	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları	17
Grafik 2.2.4	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları	17
Grafik 2.3.1	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Nisan 2019–Aralık 2020	19
Grafik 2.3.2	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Nisan 2019–Aralık 2020	19
Grafik 2.3.3	2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi	20
Grafik 2.4.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	20
Grafik 2.4.2	MSCI Endeksleri	20
Grafik 2.4.3	JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri	21
Grafik 2.4.4	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları	21
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Grafik 3.1	TÜFE ve D Endeksi	27
Grafik 3.2	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	27
Grafik 3.1.1	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	28
Grafik 3.1.2	Temel Mal Fiyatları	28
Grafik 3.1.3	Seçilmiş Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları	29
Grafik 3.1.4	Temel Mal Fiyatları	29
Grafik 3.1.5	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	30
Grafik 3.1.6	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	30
Grafik 3.1.7	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	31
Grafik 3.1.8	Konaklama Hizmetleri Fiyatları ve Turizm Gelirleri	31
Grafik 3.1.9	Hizmet Fiyatları	31
Grafik 3.1.10	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	31

Grafik 3.1.11	B ve C Endeksi	32
Grafik 3.1.12	B ve C Endeksi	32
Grafik 3.1.13	TÜFE ve B Yayılım Endeksleri	32
Grafik 3.1.14	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve Medyan	32
Grafik 3.2.1	Gıda ve Enerji Fiyatları	33
Grafik 3.2.2	Gıda Fiyatları	33
Grafik 3.2.3	Taze Meyve ve Sebze ile Diğer Gıda Fiyatları	33
Grafik 3.2.4	Seçilmiş İşlenmemiş Gıda Kalemleri	33
Grafik 3.2.5	Yurt İçi Enerji Fiyatları	34
Grafik 3.2.6	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	34
Grafik 3.3.1	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	36
Grafik 3.3.2	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	36
Grafik 3.4.1	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	36
Grafik 3.4.2	Tarım Ürünleri ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları	36
Grafik 3.5.1	TÜFE Enflasyon Beklentileri	37
Grafik 3.5.2	Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi	37
Grafik 3.5.3	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	37
Grafik 3.5.4	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	37
4.	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	
Grafik 4.1.1	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar	42
Grafik 4.1.2	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar	42
Grafik 4.1.3	Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı ve Reel Ticari Kredi Faizi	42
Grafik 4.1.4	İktisadi Faaliyet Isı Haritası ve GSYİH Dönemlik Büyümesi	42
Grafik 4.1.5	Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranı	43
Grafik 4.1.6	PMI ve PMI Üretim	43
Grafik 4.1.7	İnşaat Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi	43
Grafik 4.1.8	İnşaat Sektörü Güven Endeksi Göstergeleri	43
Grafik 4.1.9	Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi	44
Grafik 4.1.10	Sektörel Güven Endeksleri	44
Grafik 4.2.1	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar	45
Grafik 4.2.2	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar	45
Grafik 4.2.3	Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge	45
Grafik 4.2.4	Tüketici Güven Endeksi	45
Grafik 4.2.5	Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge	46
Grafik 4.2.6	İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi	46
Grafik 4.2.7	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	47
Grafik 4.2.8	Turizm ve Hizmet Gelirleri	47
Grafik 4.2.9	Nihai Yurt İçi Talep ve Bileşik Gösterge	47
Grafik 4.2.10	Net İhracatın Katkısı ve Bileşik Gösterge	47
Grafik 4.3.1	İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranları	48
Grafik 4.3.2	Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkılar	48
Grafik 4.3.3	Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı	49
Grafik 4.3.4	Sanayi ve İnşaat İstihdamı	49
Grafik 4.3.5	Seçilmiş Hizmet Sektörleri İstihdamı	49
Grafik 4.3.6	Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi	49
Grafik 4.3.7	Kariyer.net İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	50
Grafik 4.3.8	İmalat Sanayi Sektörü İstihdamı ve PMI İstihdam Değeri	50
Grafik 4.4.1	Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret	50
Grafik 4.4.2	Tarım Dışı Saatlik Kazanç Endeksi ve Asgari Ücret	50
Grafik 4.4.3	Sektörel Kısmi Emek Verimliliği	51
Grafik 4.4.4	Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret	51
Grafik 4.4.5	Sektörel Verimlilik ve Reel Kişi Başı Ücret Gelişmeleri	51
Grafik 4.5.1	Talep Bileşenlerine Göre Ayrıştırılmış Çıktı Açığı	52
Grafik 4.5.2	Çıktı Açığı Göstergeleri	52

5. FİNANSAL KOŞULLAR VE PARA POLİTİKASI

Grafik 5.1.1	Bölgesel Risk Primleri	62
Grafik 5.1.2	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	62
Grafik 5.1.3	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	62
Grafik 5.1.4	Kur Sepeti ve Türkiye'nin EMBI Endeksi	62
Grafik 5.1.5	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	63
Grafik 5.1.6	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	63
Grafik 5.1.7	TCMB Açık Piyasa İşlemleri	63
Grafik 5.1.8	Kısa Vadeli Faizler	63
Grafik 5.1.9	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	64
Grafik 5.1.10	Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri	64
Grafik 5.1.11	Enflasyon Telafisi	65
Grafik 5.1.12	Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Beklenen Reel Faizi	65
Grafik 5.2.1	Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	65
Grafik 5.2.2	Mevduat Faiz Oranları, Para Birimi Ayrımında	65
Grafik 5.2.3	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	66
Grafik 5.2.4	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	66
Grafik 5.2.5	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	66
Grafik 5.2.6	Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	66
Grafik 5.2.7	İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve Kredi Talebi	67
Grafik 5.2.8	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	67

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	70
Grafik 6.1.2	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	70
Grafik 6.1.3	Reel Vergi Gelirleri	71
Grafik 6.1.4	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	71
Grafik 6.2.1	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	72
Grafik 6.2.2	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	72
Grafik 6.2.3	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	72
Grafik 6.2.4	Tahvil İhracı Yoluyla Dış Borçlanma	72
Grafik 6.2.5	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	73
Grafik 6.2.6	Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı	73

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.1.1	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	76
Grafik 7.1.2	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	77
Grafik 7.1.3	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	77
Grafik 7.2.1	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	78
Grafik 7.2.2	Enflasyon Tahmini	80
Grafik 7.2.3	Çıktı Açığı Tahmini	80
Grafik 7.2.4	B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini	81

Tablolar

2.	**ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER**	
Tablo 2.1.1	2019 ve 2020 Yılları Büyüme Tahminleri	16
Tablo 2.2.1	2019 ve 2020 Yılları Enflasyon Tahminleri	18
Tablo 2.3.1	Dört Büyük Merkez Bankası 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Politika Faizi	20
Tablo 2.4.1	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu	22
3.	**ENFLASYON GELİŞMELERİ**	
Tablo 3.1.1	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	29
Tablo 3.3.1	Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler	35
6.	**KAMU MALİYESİ**	
Tablo 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	69
Tablo 6.1.2	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	70
Tablo 6.1.3	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	71
7.	**ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**	
Tablo 7.1.1	Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi	75
Tablo 7.1.2	Varsayımlardaki Güncellemeler	78
Tablo 7.2.1	2019 ve 2020 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları	79
Tablo 7.2.2	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	81
Tablo 7.3.1	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	84

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2019-II

2.1	Euro Bölgesi Ekonomik Görünümü
3.1	Yakın Dönem Enflasyon Dinamiklerinin Sürükleyicileri
3.2	Baz Etkilerinin Tüketici Enflasyonuna Yansımaları
4.1	Cari Dengedeki Hızlı İyileşme ve Kaynakları
4.2	Yurt İçi Talep Kısa Dönemli Tahminleri
4.3	Türkiye'de İktisadi Faaliyet için Isı Haritası
4.4	İhracatın Belirleyicilerinin Bölgesel Ayrımda İncelenmesi
5.1	Getiri Eğrisinin Eğimine Karşılaştırmalı Bir Bakış
5.2	TCMB Uluslararası Rezerv Gelişmeleri

2019-I

3.1	Enflasyon Belirsizliğine Dair Göstergeler
3.2	Para ve Maliye Politikaları Eşgüdümü: Eşel-Mobil Uygulaması ve Enflasyona Yansıması
4.1	İthalatta Yakın Dönem Eğilimleri: Tüketim ve Yatırım Malları
4.2	Cari Açığın Düşürülmesine Yönelik Yapısal Tedbirler
7.1	2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi
7.2	Yapısal Bir Genel Denge Modeli Çerçevesinde Para ve Maliye Politikalarının Etkileşimi

2018-IV

2.1	Küresel Yatırımcı Davranışlarında Son Dönemde Meydana Gelen Değişimler?
3.1	Yakın Dönem Enflasyon Gelişmelerine Dair Model Perspektifinden Bir İnceleme
3.2	Enflasyonun Yapısal Unsurlarına Bir Bakış: Demografi
4.1	Türkiye'de Ücret Dinamikleri
4.2	İmalat Sanayi Firmaları Yatırım Dinamikleri
4.3	İmalat Sanayi Firmalarının Dış Pazarlara Yönelme Esnekliği
5.1	Para Politikası Aktarımı ve Bankaların Dış Borçlanması
6.1	Yeni Ekonomi Programı Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu

2018-III

2.1	Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Normalleşmesi: Hangi Aşamada, Neler Bekleniyor?
3.1	Tütün Ürünlerinde Vergi Değişikliği ve Enflasyona Yansımaları
3.2	İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Yapısal Sorunlar ve Çözüm Önerileri
4.1	Çıktı Açığının Talep Bileşenlerine Ayrıştırılması
4.2	Proje Bazlı Teşvik Sistemine Konu Olan Ürünler ve Cari Denge Üzerine Olası Etkileri
4.3	Türkiye'de Büyüme Tahminlerine MIDAS Yaklaşımı
5.1	Küresel Finansal Koşulların Sıkılaştığı Dönemlerde Ülke Risk Primi ve Makro Göstergeler
7.1	Para ve Maliye Politikası Etkileşimi

2018-II

2.1	Uluslararası Ticarette Korumacılık Eğilimleri
3.1	Yönetilen/Yönlendirilen Fiyat ve Vergi Ayarlamalarının Enflasyon Sürecindeki Rolü
3.2	İthal Girdi Kullanımı ve Geçişkenlik Etkileri
4.1	Kısa Dönemli İş İstatistiklerindeki Güncelleme: Milli Gelir ile Uyum
4.2	İhracatta Talep ve Göreli Fiyat Etkilerinin Ayrıştırılması: Tarihsel Bir Muhasebe
5.1	TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhalelerinin Etkileri
5.2	Küresel Likidite Şartları, Yurtiçi Kredi Arzı ve Firmaların Krediye Erişimi

Kısaltmalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BIST	Borsa İstanbul
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Yükselen Porföy Fonu Araştırması
FED	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
FOMC	Federal Açık Piyasa Komitesi
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KGF	Kredi Garanti Fonu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OSD	Otomotiv Sanayii Derneği
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
PPK	Para Politikası Kurulu
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKBESD	Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
Yİ-ÜFE	Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi
YP	Yabancı Para

2019 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi

Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
16 Ocak 2019	23 Ocak 2019	30 Ocak 2019	
6 Mart 2019	13 Mart 2019		
25 Nisan 2019	30 Nisan 2019	30 Nisan 2019	
			31 Mayıs 2019
12 Haziran 2019	19 Haziran 2019		
25 Temmuz 2019	31 Temmuz 2019	31 Temmuz 2019	
12 Eylül 2019	19 Eylül 2019		
24 Ekim 2019	31 Ekim 2019	31 Ekim 2019	
			29 Kasım 2019
12 Aralık 2019	19 Aralık 2019		

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İdare Merkezi
Hacı Bayram Mah., İstiklal Cd. No:10, 06050
Ulus, Altındağ, Ankara, Türkiye
www.tcmb.gov.tr

ISSN 1306-4509