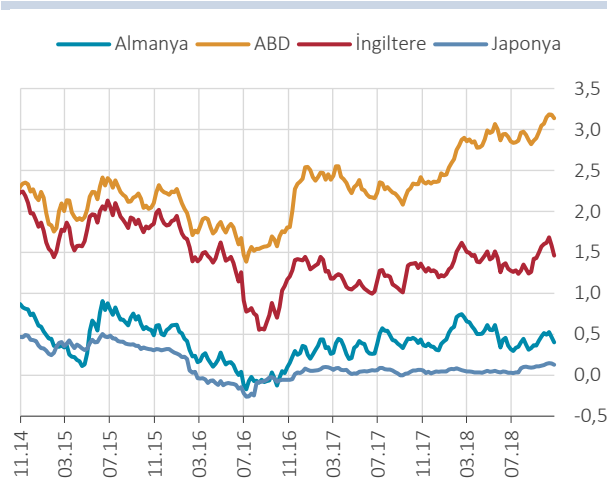


1. Genel Değerlendirme

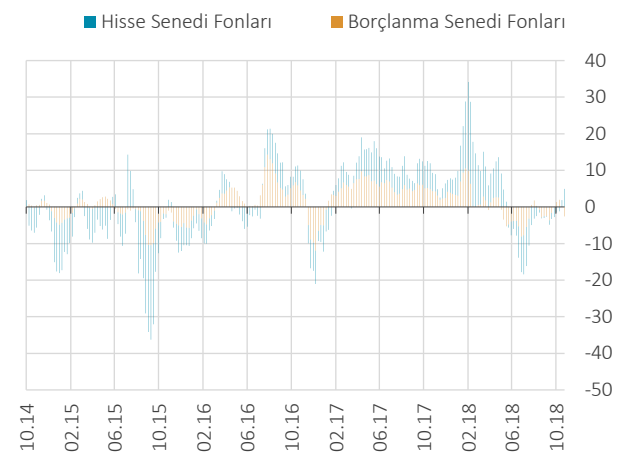
Yılın ikinci çeyreğinde ivme kaybeden küresel iktisadi faaliyete dair göstergeler Temmuz Enflasyon Raporuna kıyasla sınırlı ölçüde yavaşlamaya işaret etmiştir. Söz konusu yavaşlama ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin performansından kaynaklanırken, başta ABD, Japonya ve İngiltere ekonomileri olmak üzere gelişmiş ekonomiler daha olumlu bir görünüm sergilemiştir. Euro Bölgesi'nde iktisadi faaliyetteki yavaşlama ise daha belirgin hale gelmiştir. İtalya'da bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler, Brexit kaynaklı siyasal belirsizlikler ile çelik ve alüminyum ihracatına ABD tarafından uygulanan gümrük tarifeleri, Euro Bölgesi'nde ekonomik büyümenin yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte ham petrol fiyatları artarken, endüstriyel metal fiyatlarındaki görünüm ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin de etkisiyle daha ılımlı kalmıştır. Enflasyon, yükselen petrol fiyatlarına bağlı olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında yükselmiştir. Diğer taraftan, küresel finansal koşullar bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sıkılaşmıştır. Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasındaki normalleşme sürecine bağlı olarak üçüncü çeyrekte uzun vadeli faizlerde artış kaydedilmiştir (Grafik 1.1). Bu dönemde, gelişmiş ülkelerde getirilerin yükselmesi ve uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerinin güçlenmesi, küresel finansal piyasalarda oynaklıklara yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yükselirken, portföy çıkışlarına bağlı olarak para birimlerinde de değer kaybı gözlenmiştir (Grafik 1.2).

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.

Gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarının hızlandığı bir konjunktürde, ülkemizde döviz piyasalarında Ağustos ayında yaşanan dalgalanma, alınan tedbirler ve Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırmayı takiben zayıflamıştır. Türk lirasındaki değer kaybı sonrasında enflasyon beklentileri ve risk primindeki artış nedeniyle Ağustos ayında belirgin miktarda yükselen piyasa faizleri de, Eylül ve Ekim aylarında yüksek seviyesini korumuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda bankaların fonlama maliyetlerinde kaydedilen artışa ilave olarak, Türk lirasındaki değer kaybının firmaların finansal hesapları üzerindeki etkisi ve yavaşlamaya başlayan iktisadi faaliyete bağlı olarak bankaların kredi riski görünümüne dair değerlendirmeleri neticesinde kredi-mevduat faiz farkı üçüncü çeyrekte tarihsel ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Böylelikle, kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama üçüncü çeyrekte daha belirgin hale gelmiştir.

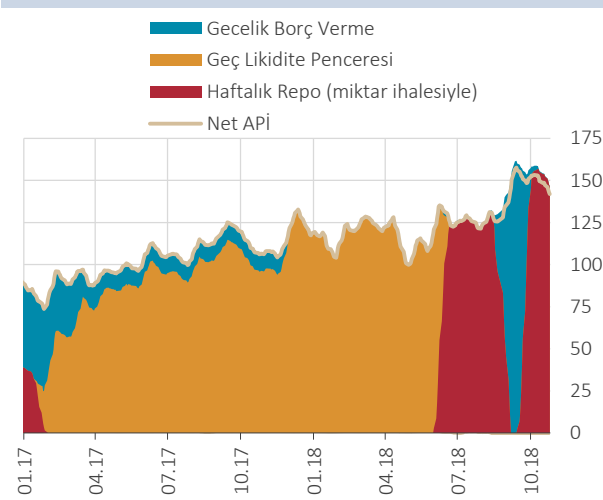
Tüketici enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 24,5 seviyesine ulaşmıştır. Türk lirasının bu çeyrekte yüzde 37 civarında değer kaybetmiş olması enflasyondaki yükselişin en önemli belirleyicisi olmuştur. Yıllık enflasyondaki artışın alt gruplar geneline yayılması ve döviz kuru geçişkenliği görece düşük olan ürün gruplarında dahi yüksek fiyat artışları kaydedilmiş olması, fiyatlama davranışının belirgin şekilde bozulduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmede, döviz kurlarında yükselen oynaklığın enflasyon belirsizliğini

artırması, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlenmesi ve geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaşması belirleyici olmuştur. İç talep koşullarının üçüncü çeyrek itibarıyla enflasyonu düşürücü yönde etkilemesine karşın, turizmdeki olumlu görünümün sürmesi, bu sektörle bağlantısı güçlü kalemlerde fiyat artışlarına neden olmuştur. Ayrıca, Eylül ayında yüzde 46,2 seviyesine ulaşan üretici enflasyonu kaynaklı maliyet baskıları da tüketici enflasyonu üzerinde belirleyici olmaktadır. İktisadi faaliyet, yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamakla birlikte Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülenden bir miktar daha kuvvetli gerçekleşmiştir. İkinci çeyrekte yurt içi talepteki zayıflamaya bağlı olarak ithalatın gerilemesi ve turizmdeki toparlanmanın güç kazanmasıyla birlikte net ihracat dönemlik büyümenin temel belirleyicisi olmuştur. Döviz kurlarındaki yüksek oynaklık, belirsizlik algılamalarındaki bozulma ve finansal koşullardaki sıkılaşma nedeniyle iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın üçüncü çeyrekte bir miktar hızlanarak devam etmiş olduğu değerlendirilmektedir.

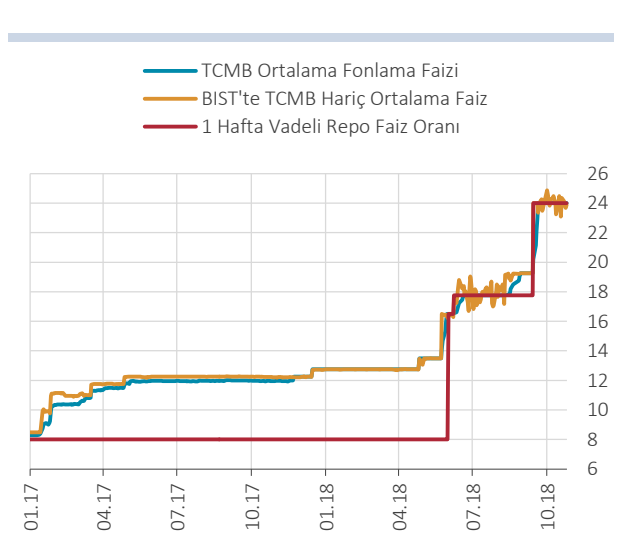
1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

TCMB, Mayıs ve Haziran aylarındaki parasal sıkılaştırmanın ardından, Temmuz ayındaki PPK toplantısında politika duruşunu değiştirmemiş ve iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenmesi gerektiğini ifade etmiştir. Bununla birlikte enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmesinden ötürü sıkı para politikasının uzun bir müddet korunmasının gerekebileceği değerlendirilmiştir. TCMB, 10 Ağustos 2018 tarihinde döviz piyasalarında gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve artan oynaklıklar neticesinde döviz ve TL likiditesine yönelik önlemler almış; ilaveten fonlama stratejisinde de değişikliğe gitmiştir. Bu çerçevede, 13 Ağustos – 14 Eylül 2018 tarihleri arasında haftalık repo ihalesi açılmayarak fonlama TCMB borç verme faiz oranı üzerinden gecelik vadede yapılmıştır (Grafik 1.1.1). TCMB, Eylül ayındaki PPK toplantısında, fiyatlama davranışındaki bozulmanın enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk oluşturması nedeniyle, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya giderek politika faiz oranını yüzde 17,75'ten yüzde 24'e yükseltmiştir (Grafik 1.1.2). Ayrıca, fonlamanın tamamının haftalık repo ihaleleri yoluyla sağlanması uygulamasına geri dönmüştür. TCMB, Ekim ayındaki PPK toplantısında ise, finansal koşullardaki sıkılaşmanın da etkisiyle iç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı değerlendirilmesine karşın, fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklerin devam etmesinden ötürü sıkı parasal duruşun korunmasına karar vermiştir.

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

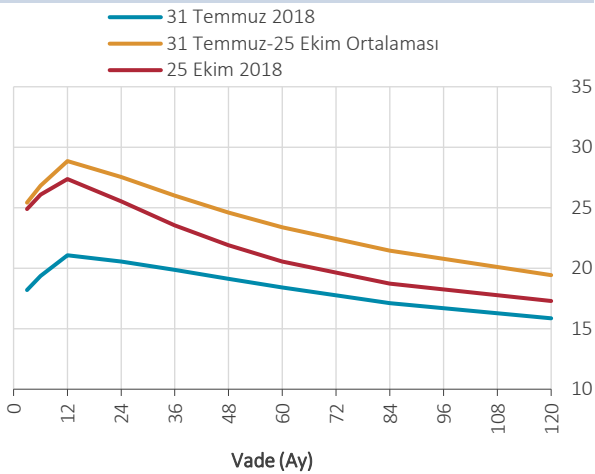


Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



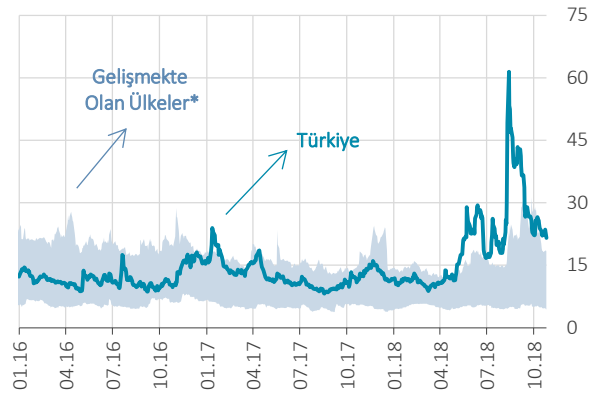
Eylül ayındaki parasal sıkılaştırma ve Türkiye'nin risk priminde çeyrek ortalamaları itibarıyla gözlenen artış, kur takası faizlerinin tüm vadelerde Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yükselmesine neden olmuştur (Grafik 1.1.3). Böylelikle, Türkiye mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmaya devam etmiştir. Diğer taraftan, alınan tedbirler ve Eylül ayı PPK toplantısında yapılan güçlü parasal sıkılaştırma sonrasında risk primi ve enflasyon telafisindeki gerilemenin etkisiyle uzun vadeli TL ve YP faizler ile Ağustos ayında oldukça yükselmiş olan Türk lirasının ima edilen oynaklığı Eylül ve Ekim aylarında gerilemiştir (Grafik 1.1.4).

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



Kaynak: Bloomberg.

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

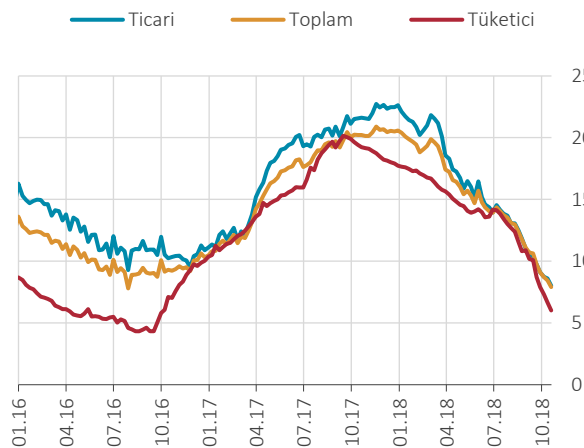


Kaynak: Bloomberg.

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

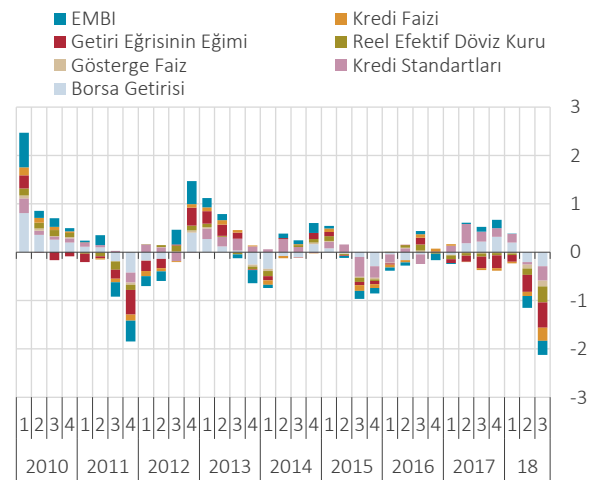
Ağustos ayında döviz piyasasına dair gelişmelerin ardından bankaların kredi koşullarında gözlenen sıkılaşma ve iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak kredi talebindeki düşüşün etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde kredi büyümesinde belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir (Grafik 1.1.5). Finansal koşullar endeksinde ikinci çeyrekte gözlenen belirgin sıkılaşma üçüncü çeyrekte daha da güçlenmiştir (Grafik 1.1.6). Başta kredi standartlarındaki sıkılaşma, Türk lirasındaki reel değer kaybı, kredi faiz oranlarındaki artış ile getiri eğrisinin eğimindeki negatif yönlü artış olmak üzere tüm bileşenler finansal koşullar endeksinde sıkılaştırıcı yönde etkide bulunmuştur.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar Endeksinde Katkılar*



Kaynak: TCMB.

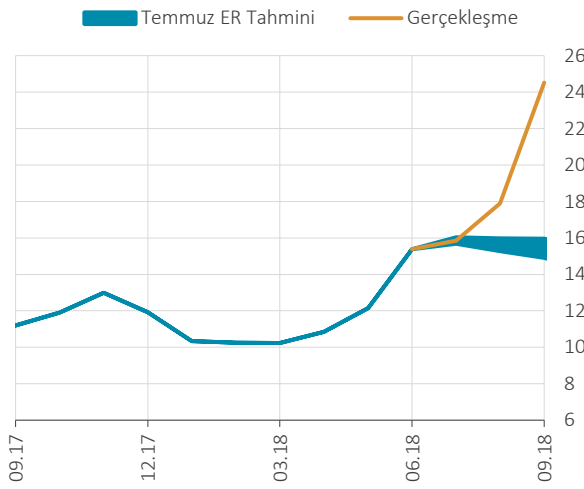
* FKE'ye ilişkin detaylar için bk: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2018 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 9,1 puan artarak yüzde 24,5 ile Temmuz Enflasyon Raporu tahmininin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). İşlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonunda da benzer bir görünüm izlenmiştir (Grafik 1.2.2). Enflasyonda kaydedilen yükselişte Türk lirasındaki sert değer kaybı ve buna bağlı olarak fiyatlama davranışlarında görülen bozulma etkili olmuştur (Kutu 3.1). Fiyat artışları, hizmetler gibi döviz kuru geçişkenliğinin görece düşük olduğu alt kalemlerde dahi yüksek gerçekleşirken, fiyat artırma eğiliminin genele yayıldığı gözlenmiştir.

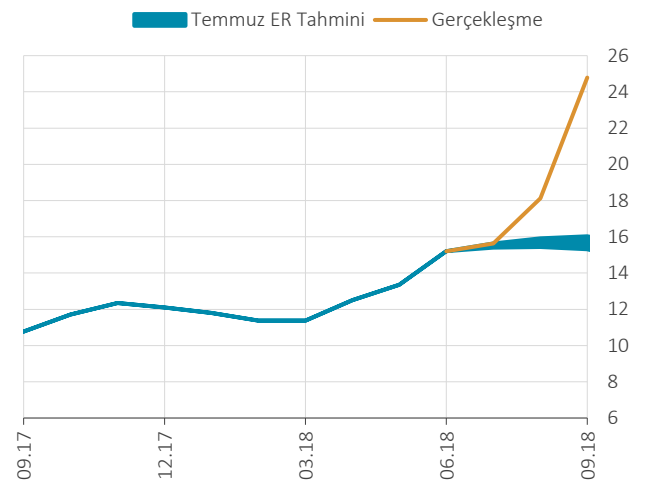
Grafik 1.2.1: Temmuz 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Temmuz 2018 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



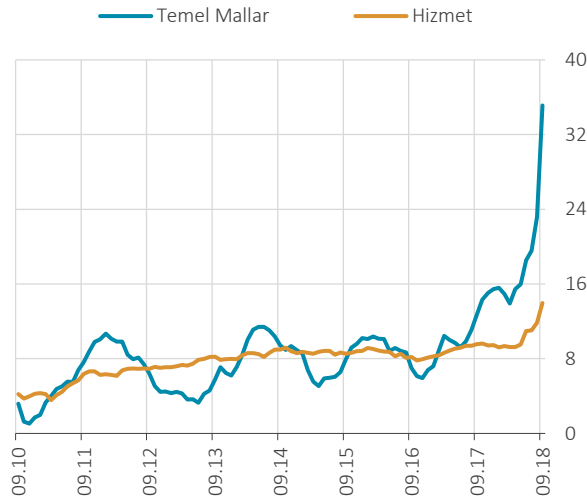
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yılın üçüncü çeyreğinde, yıllık enflasyondaki yükselişin başlıca sürükleyicisi döviz kuru gelişmelerine duyarlılığı yüksek olan temel mal grubu olmuştur. Bu dönemde özellikle ithal içeriği yüksek otomobil, beyaz eşya gibi dayanıklı temel mallarda keskin fiyat artışları gözlenmiştir. Gıda grubunda hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda kalemlerinde enflasyon görünümü bozulmuştur. Enerji enflasyonu ise elektrik ve doğalgaz fiyat artışları ve Ağustos ayında akaryakıt ürünlerindeki ÖTV oranının artmasına bağlı olarak yükselmiştir. Bu dönemde petrol fiyatları yukarı yönlü bir seyir izlemiş, ancak akaryakıt fiyatlarında eşel mobil uygulamasının sürmesi enflasyon üzerindeki olası baskıları sınırlamıştır. Hizmet grubu yıllık enflasyonu da Türk lirasındaki zayıf seyir, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yaygınlaşması, gıda ve enerji enflasyonundaki bozulmanın yanı sıra turizmdeki canlı seyre bağlı olarak artış kaydetmiştir (Grafik 1.2.3).

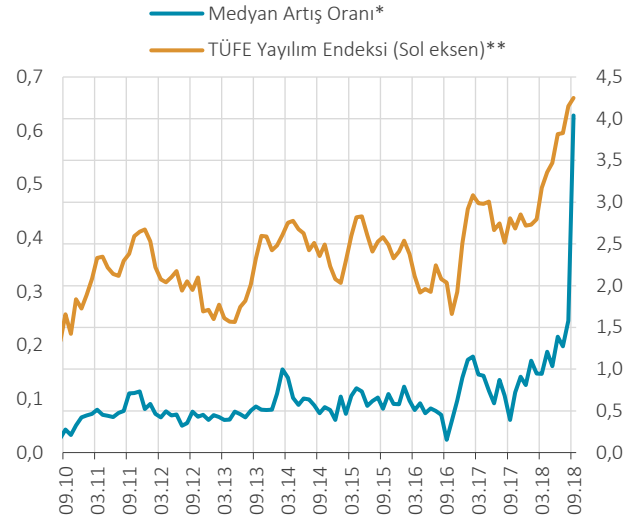
Üretici enflasyonunun üçüncü çeyrek itibarıyla yüzde 46,2'ye ulaşmasıyla, tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları güçlenerek devam etmiştir. Yılın ikinci yarısında toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü destek vermeye başlamasına karşın, fiyatlama davranışlarında gözlenen bozulma ve Türk lirasında kaydedilen birikimli değer kaybı sonucu artan maliyet baskıları enflasyonun seyrinde etkili olmuştur. Bu dönemde çekirdek enflasyon göstergeleri ve enflasyon beklentilerindeki bozulma devam etmiş; eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler enflasyonun ana eğiliminde kayda değer bir bozulmaya işaret etmiştir (Grafik 1.2.4).

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



Kaynak: TÜİK.

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

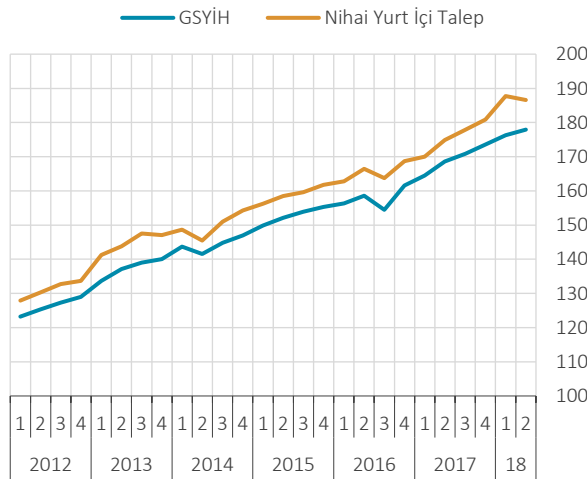


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Arz ve Talep

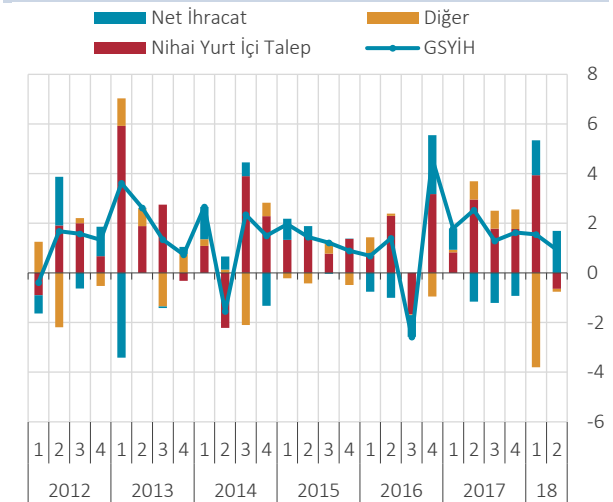
İktisadi faaliyet 2018 yılının ikinci çeyreğinde yavaşlamakla birlikte Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla bir miktar daha kuvvetli gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.5). Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) dönemlik yüzde 0,9, yıllık yüzde 5,2 oranlarında artış kaydetmiştir. Böylelikle iktisadi faaliyetin yavaşlayarak ana eğilimine yöneldiği ve kompozisyon bakımından dengelendiği gözlenmiştir. İkinci çeyrekte dönemlik büyümenin temel belirleyicisi, turizmin güç kazanmasıyla net ihracat olmuştur (Grafik 1.2.6). Yurt içi talep, hem özel tüketim hem yatırım kaynaklı olarak daralmıştır. Makine-teçhizat yatırımlarında süregelen zayıflamanın ikinci çeyrekte derinleştiği görülmüştür.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

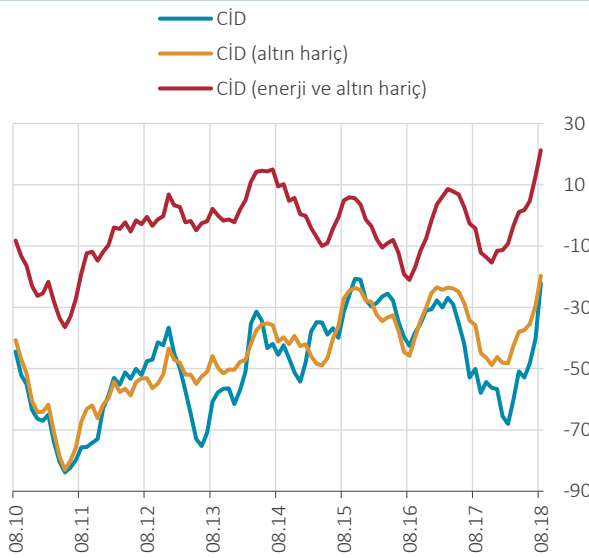
Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki dengelenme eğiliminin belirginleştiğine işaret etmektedir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler, Türk lirasındaki hızlı değer kaybı ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın yurt içi talebi zayıflattığı yönünde sinyal vermektedir. İnşaat ve bağlantılı sektörler başta olmak üzere iç piyasaya yönelik faaliyet kollarının üretim ve siparişlerinde gözlenen zayıflama bu

görünümü teyit etmektedir. Yılın ikinci yarısında başta yatırımlar ve dayanıklı tüketim malları olmak üzere döviz kuru oynaklığının olumsuz etkilediği gruplara yönelik harcamalarda belirgin bir zayıflama beklenmektedir.

Küresel büyüme görünümündeki istikrarlı seyirle birlikte dış talepteki artışın ve dış piyasalarda pazar çeşitlendirme esnekliğinin ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir. Böylece altın hariç mal ihracatı bir önceki çeyreğin üzerinde seyrederken, turizm ve diğer hizmet gelirlerindeki canlı seyir sürmektedir. İç talepteki yavaşlama ve Türk lirasındaki değer kaybı ile birlikte ithalat talebi daralmaktadır. Bu çerçevede, net ihracatın dönemlik büyümeye olumlu katkısının üçüncü çeyrekte de artarak devam edeceği tahmin edilmektedir. Başta petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen yükselişin olumsuz etkisine karşılık, iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve Türk lirasındaki reel değer kaybına bağlı olarak cari işlemler dengesindeki iyileşmenin belirginleştiği görülmektedir (Grafik 1.2.7). Diğer yandan, iktisadi faaliyette öngörülen yavaşlama ile birlikte işsizlik oranlarının yükseleceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.8).

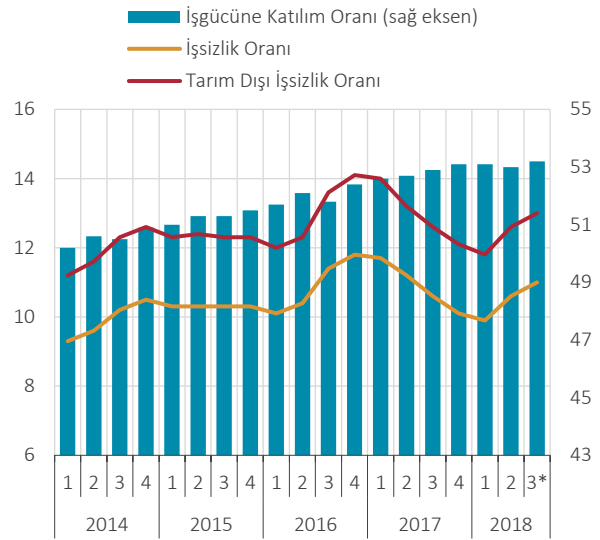
Özetle, üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetteki dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın tarihsel olarak yüksek seviyelerde olması ve reel sektör bilançolarında kur ve girdi maliyetleri kaynaklı bozulma iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın boyutu ve süresi açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Grafik 1.2.7: Cari İşlemler Dengesi (CİD) (3-Aylık Hareketli Ortalama, Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz dönemi.

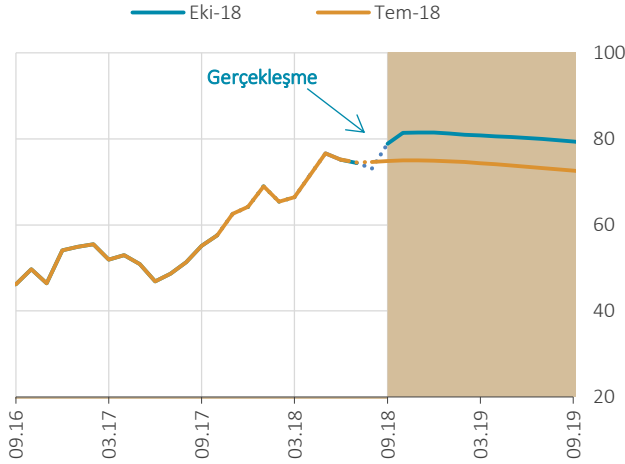
Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatları üçüncü çeyrekte belirgin şekilde artarken, endüstriyel metal fiyatlarındaki artış büyük ölçüde ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin etkisiyle daha sınırlı kalmıştır. Yakın dönemde ham petrol fiyatlarının spot ve vadeli piyasalardaki yükselişine bağlı olarak, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yer alan ham petrol varil fiyatları varsayımı 2018 yılı için ortalama 73 ABD dolarından 75 ABD dolarına, 2019 yılı için ise 73 ABD dolarından 80 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.9). ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşme, Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. 2019 yılına ilişkin varsayımlar ise sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 1.2.10).

İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı üçüncü çeyreği sonunda yüzde 34'e ulaşarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze fiyatlarında Temmuz ve Ağustos aylarında beklenen düzeltme sınırlı kalmış, Eylül ayında ise güçlü bir fiyat artışı gerçekleşmiştir.

Üçüncü çeyrekte gıda enflasyonuna dair görünümünün bozulmasında Türk lirasındaki değer kaybına bağlı maliyet yönlü gelişmeler temel belirleyici olmuştur. Bu gelişmeler ışığında, 2018 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini yüzde 13'ten yüzde 29,5'e; 2019 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini ise yüzde 10'dan yüzde 13'e güncellenmiştir.

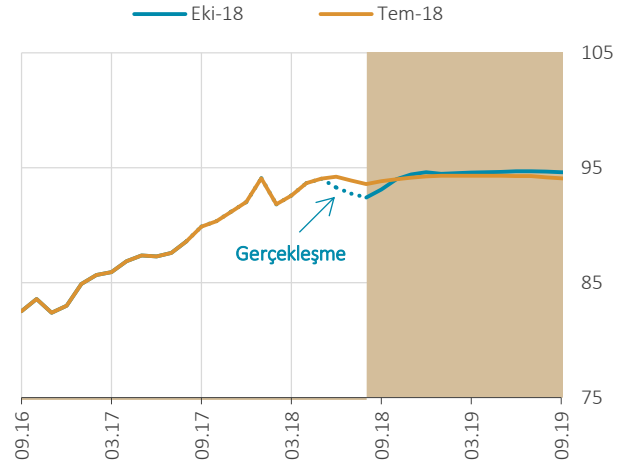
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre iktisadi faaliyeti daha az destekleyici bir konuma gelmiştir. Eşel mobil uygulamasıyla uluslararası petrol fiyatları ve döviz kurundaki artışların akaryakıt fiyatlarına yansımaları sınırlı kalmaya devam etmiştir. Buna karşılık, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yapılan ayarlamalar Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen oranların üzerinde gerçekleşerek, enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.

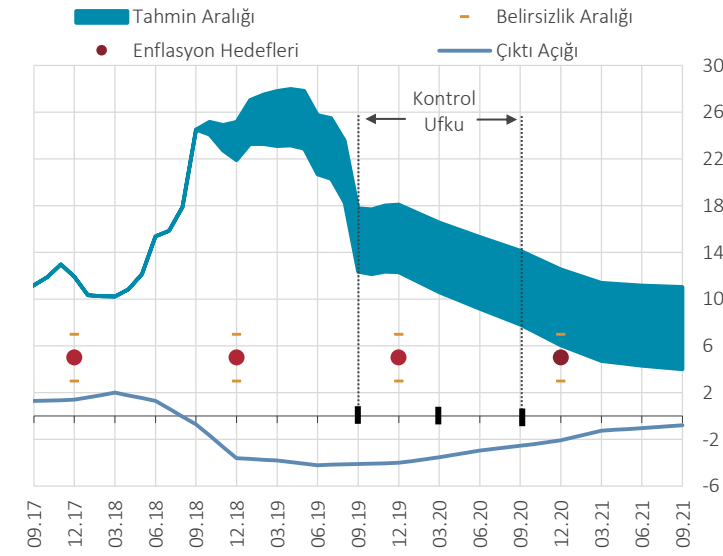
20 Eylül 2018 tarihinde açıklanan Yeni Ekonomi Programı'nda, kamu maliyesinin, makro dengelenme sürecine sıkı politika çerçevesi izleyerek katkıda bulunacağı belirtilmiştir. Sıkı politika çerçevesinin vergi artışları yolu ile değil, harcamalarda kesinti yoluyla belirlenmiş olması, fiyat istikrarına katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, ileriye dönük tahminler oluşturulurken, 2019 yılında daha belirgin olmak üzere kamunun iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun yerini zayıf bir duruşa bıraktığı; buna bağlı olarak harcama ve cari transferlerdeki artış oranlarının azaldığı; kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde büyük ölçüde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlendiği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür (Kutu 6.1).

1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 23,5 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 15,2'ye, 2020 yılsonunda yüzde 9,3'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.

Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 21,9 ile yüzde 25,1 aralığında (orta noktası yüzde 23,5), 2019 yılı sonunda yüzde 12,3 ile yüzde 18,1 aralığında (orta noktası yüzde 15,2), 2020 yılı sonunda ise yüzde 6 ile yüzde 12,6 aralığında (orta noktası yüzde 9,3) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1). Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

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

Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son haftalarda gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçevede elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun ve enflasyon odaklı politika eşgüdümünün kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra cari dengede devam etmesi beklenen iyileşme sürecinin ülke risk primindeki gerilemeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna göre, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlendirme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş makro

politika koordinasyonunun da desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır. Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün ve özellikle finansal istikrarı destekleyici politikaların kredi piyasası ve yurt içi talep üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlayarak makro dengelere ve dezenflasyon sürecine olumlu katkı yapması beklenmektedir.

1.4 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

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

Değişen enflasyon dinamiklerine bağlı olarak enflasyon ve tahmin belirsizliğinin yükselmiş olmasının dışında makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:¹

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

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

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

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Gelişmiş

¹ Söz konusu risklerin enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler 7. Bölüm'de yer alan Tablo 7.3.1'de özetlenmektedir.

ülkelerde parasal sıkılaşma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş, dünya ticaretinde korumacılığın yükselmesi, İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair gelişmeler, İtalya'nın bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler ile İran'a yönelik olarak uygulanması beklenen yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının önümüzdeki dönemde dalgalı bir seyir izlemesine neden olarak portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkılaşmış olan kredi koşullarında önümüzdeki dönemde meydana gelecek normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların, aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması, kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeterek para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek açısından büyük önem kazanmıştır.

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

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

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