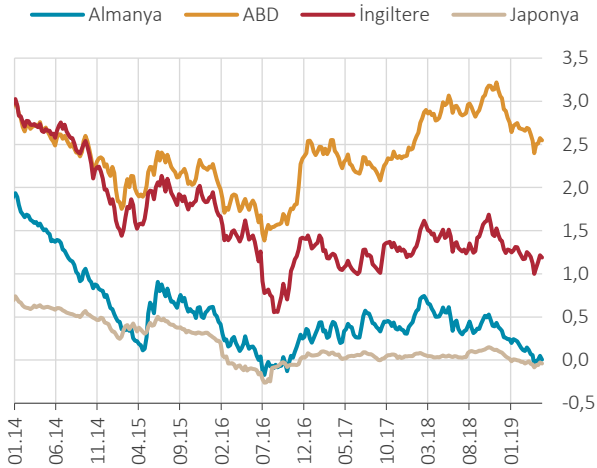


# 1. Genel Değerlendirme

Küresel iktisadi faaliyette bir süredir gözlenen ivme kaybı 2018 yılının son çeyreğinde de sürmüştür. Büyüme hızı, Euro Bölgesi ve Japonya'nın yanı sıra Çin, Hindistan ve Brezilya'da da yavaşlamıştır. Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin yüksek seyretmesi ve yavaşlama eğiliminin derinleşmesi durumunda kısıtlı bir politika alanının bulunması, 2019 yılı görünümüne dair aşağı yönlü risklerin ağırlıklı olduğuna işaret etmektedir. Enflasyon oranları 2019 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülkeler grubunda gerilerken, gelişmekte olan ülkeler grubunda ise bir miktar yükselmiştir. İlimli küresel büyüme ve emtia fiyatları görünümü çerçevesinde, 2019 yılında küresel manşet enflasyon oranlarının yatay bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

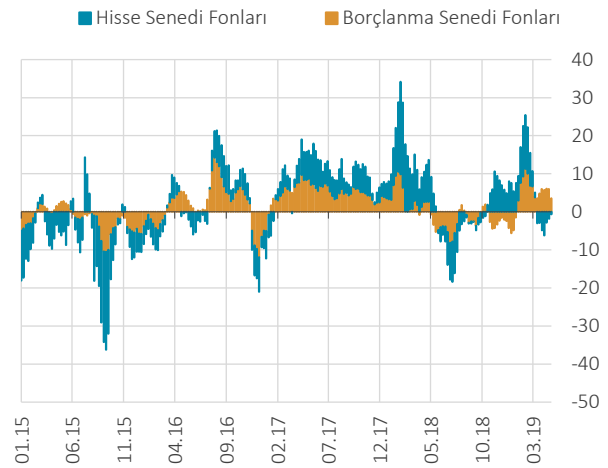
Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki normalleşme süreçleri, 2019 yılının ilk çeyreğinde küresel ekonomi politikalarındaki belirsizliğin yüksek seyretmesi, iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin belirginleşmesi ve küresel enflasyon oranlarının hedeflerle uyumlu olması nedeniyle, büyük ölçüde duraksamıştır. Söz konusu normalleşme sürecine ilişkin ifadelerde belirgin bir ton yumuşaması olması uzun vadeli tahvil getirilerinin gerilemesine yol açmıştır (Grafik 1.1). Küresel ekonomi politikalarındaki belirsizliğin yüksek seyretmesi ve gelişmekte olan ülkelerin kendilerine özgü koşullarına bağlı risk unsurları önemini korumaktadır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarında dalgalı bir seyir gözlenmektedir (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.

Türkiye ülke risk primi, belirsizliklerin ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle Şubat ayından itibaren diğer gelişmekte olan ülkelere yukarı yönlü ayrışmaya başlamış, Mart ayının son haftasında ise finansal piyasalarda gözlenen dalgalanmayla birlikte söz konusu ayrışma daha belirgin hale gelmiştir. Mart sonuna kadar olan dönemde piyasa faizlerinde gözlenen sınırlı yükselişe karşın, bankaların fonlama maliyetlerindeki gerilemeye bağlı olarak kredi faizlerinde düşüş eğilimi devam etmiştir. İlk çeyrek geneli itibarıyla kredi kullanımında ılımlı bir toparlanma eğilimi görülmüştür. Mart ayının son haftasından itibaren portföy çıkışları gözlenmiş, faiz oranlarında ve döviz kurunda artış kaydedilmiştir.

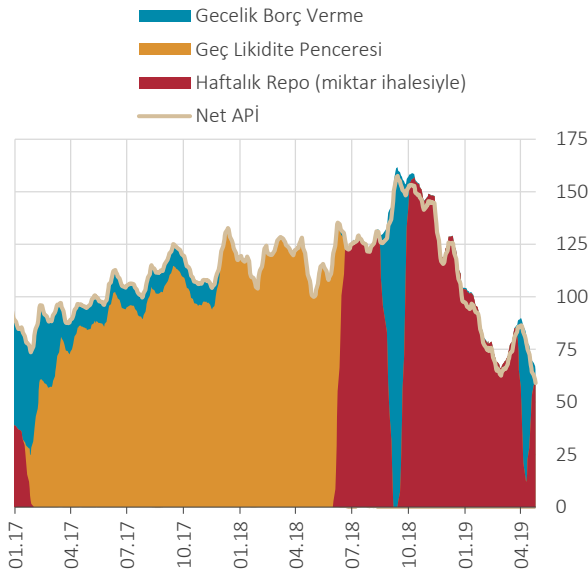
Tüketici enflasyonu 2019 yılının ilk çeyreğinde 0,6 puan azalarak yüzde 19,7'ye gerilemiştir. Bu dönemde temel mal grubu, döviz kurunun gecikmeli etkilerinin azalması, dayanıklı mallardaki geçici vergi indirimlerinin süresinin uzatılması ve iç talebin zayıf seyretmesine bağlı olarak enflasyondaki düşüşe katkı verirken, gıda ve hizmet gruplarının enflasyona katkısı önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Üretici enflasyonunda yıllık bazda gözlenen azalışa karşın, tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları ilk çeyrekte de güçlü seyrini korumuştur. İktisadi faaliyetteki dengelenme süreci 2018 yılı

dördüncü çeyreğinde belirginleşmiş; faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde zayıf seyrini sürdürmüştür. Finansal koşullardaki sıkılık ve işgücü piyasasındaki zayıf görünüm 2018 yılının son çeyreğinde iç talebi yavaşlatmaya devam etmiş, ancak net ihracatın katkısı ekonomideki yavaşlamayı sınırlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü katkısı belirginleşmiştir. 2019 yılının ilk çeyreğinde ekonomideki dengelenme eğilimi devam etmiş; iktisadi faaliyetteki kısmi toparlanmaya rağmen toplam talep koşulları zayıf seyrini korumuştur.

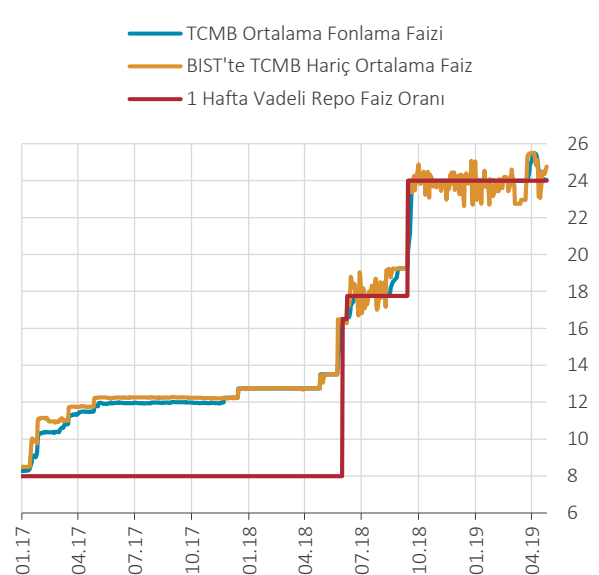
## 1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

TCMB yılın ilk çeyreğinde fiyat istikrarına yönelik risklere vurgu yaparak sıkı para politikası duruşunu korumuş ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutmuştur. Bunun yanı sıra, piyasaların ve aktarım mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla Türk lirası ve döviz likidite yönetimi araçları kullanılmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak, 25 Mart-8 Nisan 2019 tarihleri arasında haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve fonlama gecelik borç verme oranı olan yüzde 25,5'ten sağlanmıştır (Grafik 1.1.1). Bunun neticesinde, BIST Bankalararası Repo Piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz 25 Mart-8 Nisan 2019 tarihleri arasında artış kaydetmiş, ancak fonlamanın tekrar haftalık repo ihaleleri ile yapılmaya başlaması ile birlikte politika faizinin etrafında dalgalanmaya başlamıştır (Grafik 1.1.2). Diğer taraftan, Mart ayının son haftasında yurt dışı swap piyasasında faizlerin yükselmesine neden olan Türk lirası likidite sıkışıklığının etkilerini sınırlamak amacıyla döviz karşılığı Türk lirası swap imkânının limitleri artırılmıştır. Bu çerçevede, döviz karşılığı Türk lirası swap piyasasında vadesi gelmemiş toplam swap satış işlem limiti Döviz ve Efektif Piyasaları İşlem Limitlerinin yüzde 10'undan kademeli olarak artırılarak 4 Nisan 2019 itibarıyla yüzde 40'ına yükseltilmiş; bu adımlar yurt dışı swap piyasasında gözlenen Türk lirası likidite sıkışıklığının normalleşmesine katkıda bulunmuştur.

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

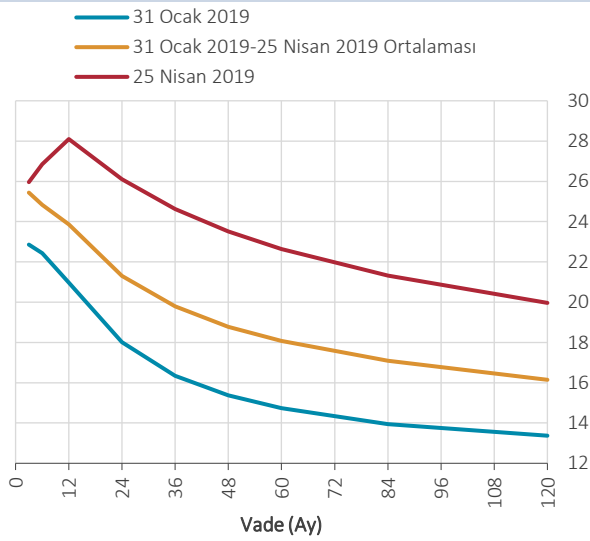


**Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)**



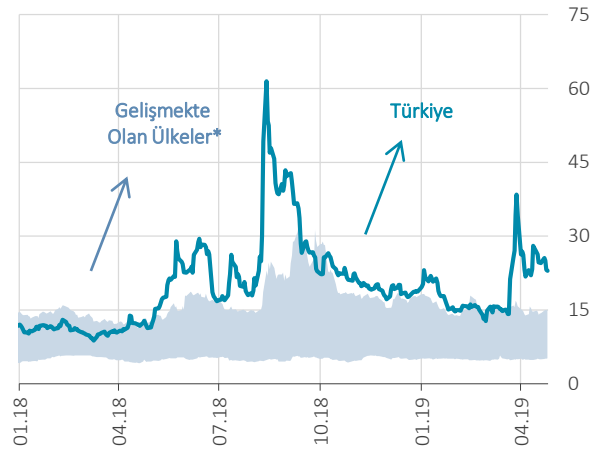
TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu sürdürdüğü mevcut Rapor döneminde getiri eğrisinin ters eğimini koruduğu, ancak ülke risk primindeki artışın etkisiyle kur takası faizlerinin, tüm vadelerde bir önceki döneme göre yükseldiği gözlenmiştir (Grafik 1.1.3). Döviz kuru gelişmelerine paralel olarak Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde artmıştır (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, %)

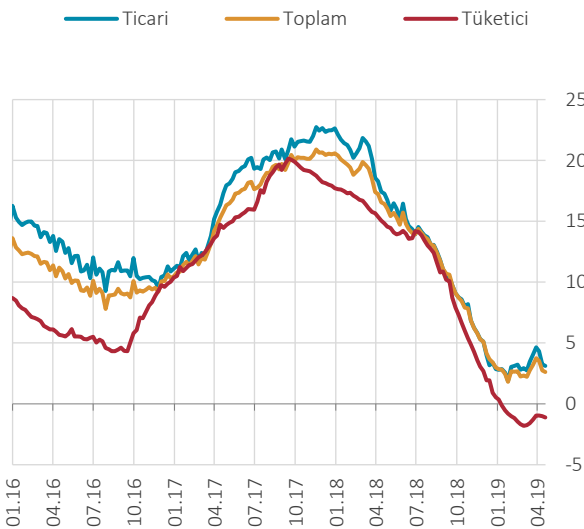


Kaynak: Bloomberg.

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

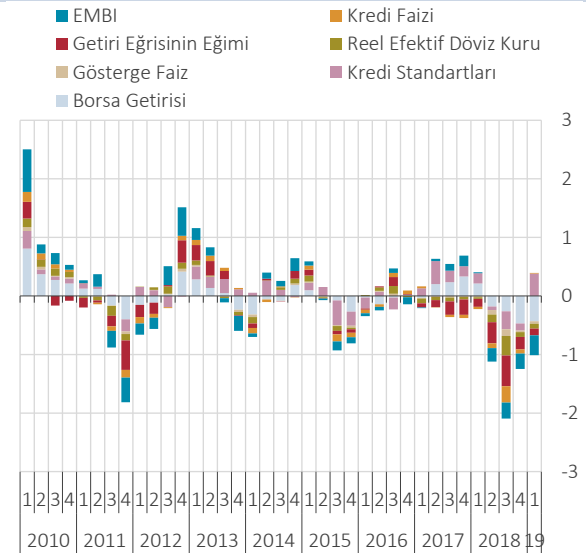
Kredi koşullarında görülen kısmi gevşeme ve alınan tedbirlerin etkisiyle kredi büyümesinde yılın ilk çeyreğinde ılımlı bir artış kaydedilmiştir. Söz konusu toparlanma ağırlıklı olarak ticari kredilerden kaynaklanmıştır (Grafik 1.1.5). Finansal Koşullar Endeksi (FKE) yılın ilk çeyreğinde finansal koşulların, bir miktar gevşemekle birlikte sıkı olmaya devam ettiğini göstermektedir (Grafik 1.1.6). Bu dönemde risk priminde gözlenen artışın finansal koşulları sıkılaştırıcı yöndeki etkisi önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 1.1.6).

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar Endeksine Katkıları\*



Kaynak: TCMB.

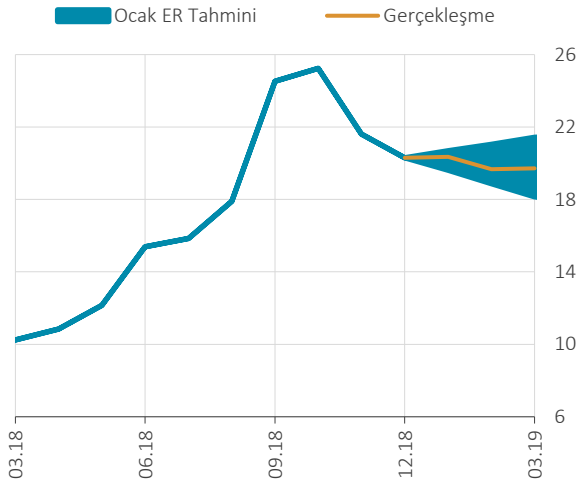
\* FKE'ye ilişkin detaylar için bk: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

## 1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

Tüketici enflasyonu yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,59 puan azalışla yüzde 19,71'e gerileyerek, Ocak Enflasyon Raporu tahmini ile uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde işlenmemiş gıda, enerji, alkol-tütün ve altın dışı tüketici enflasyonu (çekirdek gösterge B) öngörülere kıyasla daha olumlu bir seyir izlerken, işlenmemiş gıda fiyatları tahminlerin üzerinde bir artış göstermiştir (Grafik 1.2.2). Yılın ilk çeyreğinde, enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler korunmuş, döviz kuru ve ithalat fiyatlarının tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyrek sonuna kıyasla düşürücü yönde olmuştur. İç talep koşullarındaki zayıf seyrin devamı ile iktisadi faaliyetin enflasyonu sınırlayıcı etkisi belirginleşmiştir. Buna karşılık, tüketici enflasyonu üzerinde işlenmemiş gıda fiyatları ve reel birim işgücü maliyeti kaynaklı baskılar artmıştır.

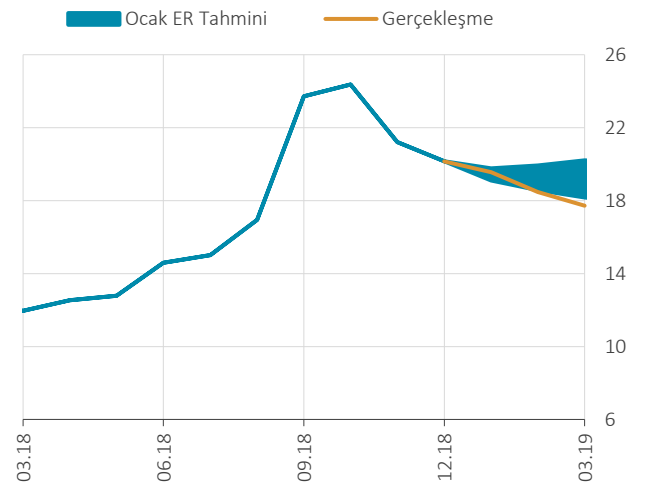
**Grafik 1.2.1: Ocak 2019 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler\* (%)**



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 Ocak 2019 Tahminleri ve Gerçekleşmeler\* (%)**



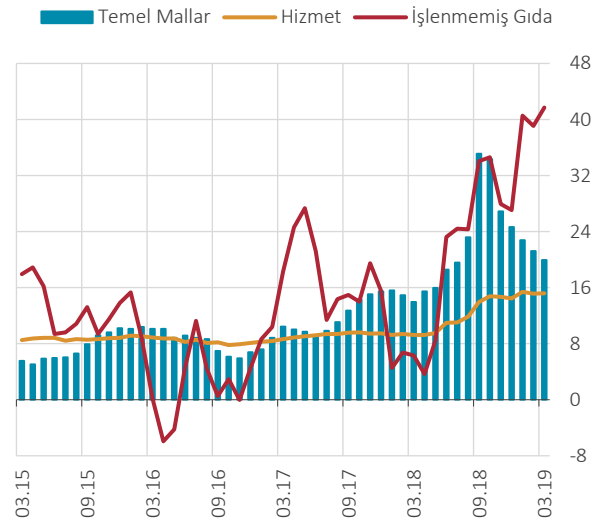
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yıllık enflasyondaki azalışta temel sürükleyici bir önceki çeyrekte olduğu gibi temel mal ve enerji grupları olmuştur. Temel mal grubu yıllık enflasyonu döviz kurunun gecikmeli etkilerinin azalması, dayanıklı mallardaki geçici vergi indirimlerinin süresinin uzatılması ve iç talepte gözlenen zayıf seyrin devamına bağlı olarak yavaşlama eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3). Enerji yıllık enflasyonundaki düşüşte ise elektrik, doğalgaz ve şebeke suyu gibi yönetilen/yönlendirilen enerji fiyatlarındaki gerilemeler belirleyici olmuştur. Öte yandan, bu dönemde gıda enflasyonu olumsuz bir seyir kaydetmiş, özellikle taze meyve ve sebzelerde belirgin fiyat artışları izlenmiştir.

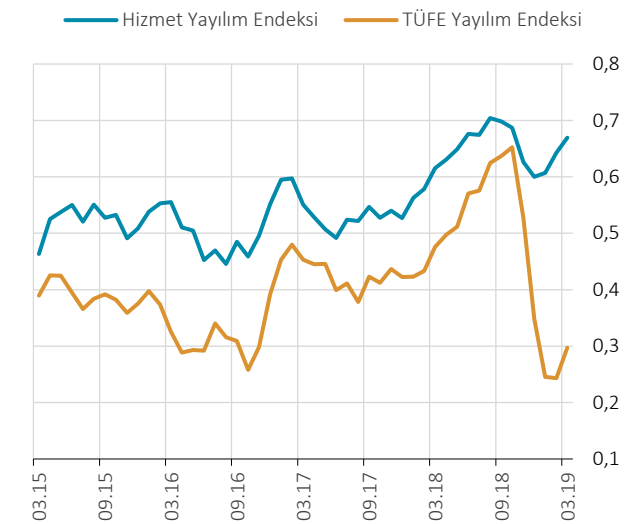
Birinci çeyrekte ithal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon ana eğiliminde bir miktar iyileşme gözlenmiş, yayılım endekslerine göre ekonomik birimlerin fiyat arttırma eğilimi zayıflamıştır. Bu görünümde ana sürükleyici temel mal grubu fiyat gelişmeleri olmuş, diğer taraftan hizmet enflasyonuna yönelik göstergeler yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 1.2.3 ve Grafik 1.2.4). Enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler, döviz kurundaki oynaklık ile farklı sektörlerde birikmiş maliyetler ve fiyatlama davranışlarına ilişkin belirsizliklere bağlı olarak, enflasyon görünümüne yönelik riskler devam etmektedir.

Grafik 1.2.3: TÜFE Alt Grup Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.4: TÜFE ve Hizmet Yayılım Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

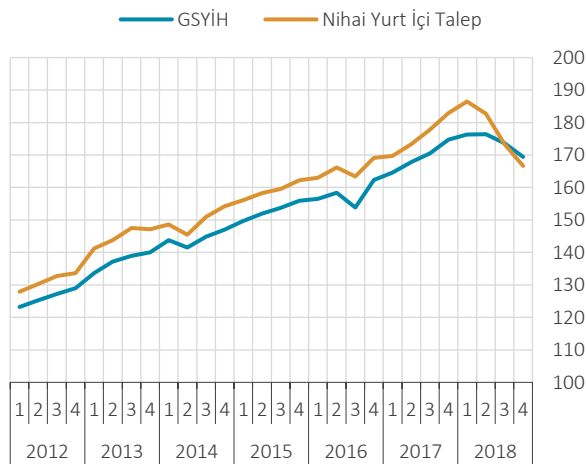


Kaynak: TCMB, TÜİK.

## Arz ve Talep

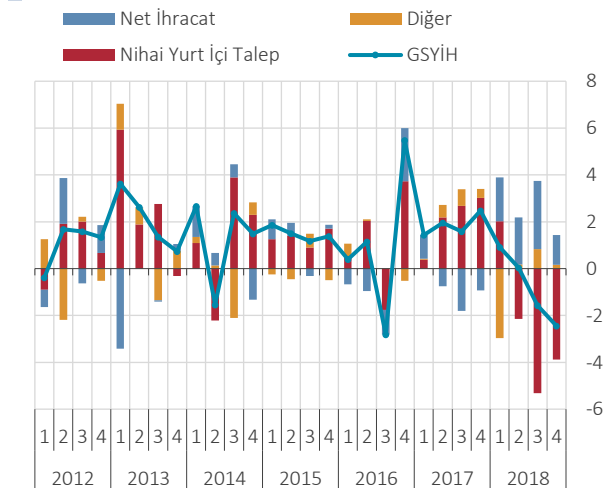
İktisadi faaliyet 2018 yılı dördüncü çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde zayıf seyrini sürdürmüştür (Grafik 1.2.5). Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,0, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 2,4 oranında daralmıştır. Öte yandan, turizmin de desteğiyle mal ve hizmet ihracatı gücünü korurken, döviz kuru gelişmeleri ve yurt içi talepteki daralmaya bağlı olarak ithalat talebi gerilemiştir. Net ihracatın güçlü katkısı, ekonomideki yurt içi talep kaynaklı yavaşlamayı sınırlamaya devam etmiştir (Grafik 1.2.6). Böylece, ikinci çeyrekte başlayan dengelenme süreci belirginleşmiştir.

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)

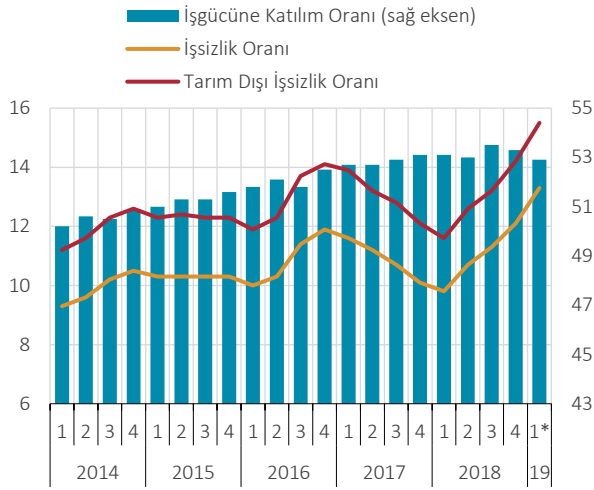


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Atılan politika adımları ve alınan tedbirler sonrası 2019 yılı ilk çeyrekte finansal oynaklık ve risk primi göstergelerinde kısmi bir iyileşme gerçekleşmiştir. Böylece, 2018 yılının ikinci yarısındaki daralmanın ardından kamu harcamalarının da desteği ile yurt içi talep ve iktisadi faaliyette toparlanma gözlenmiştir. Diğer taraftan, ihracattaki olumlu seyre karşılık yurt içi talepteki toparlanmaya bağlı olarak ithalattaki kısmi artış sonucu net ihracatın dönemlik büyüme katkısı azalırken, yıllık büyümeye güçlü katkısının sürdüğü tahmin edilmektedir.

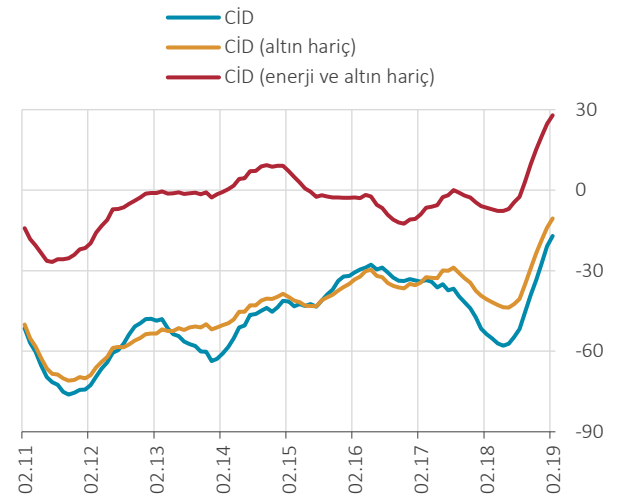
Özetle, 2019 yılının ilk çeyreğinde ekonomideki dengelenme eğilimi devam etmiştir. Finansal koşullardaki sıkılık ve işgücü piyasasındaki zayıf görünüm iç talebi sınırlamaya devam etmektedir (Grafik 1.2.7). Yurt içi talepteki yavaşlamaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği mal ihracatını desteklemekte; gecikmeli döviz kuru etkileri, krediler ve iktisadi faaliyetteki yavaş seyir ithalat talebini sınırlamakta; yüksek seviyelerini koruyan hizmet gelirleriyle birlikte dış dengedeki iyileşme hızlı bir şekilde devam etmektedir (Grafik 1.2.8).

**Grafik 1.2.7: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**



Kaynak: TÜİK.  
\* Ocak dönemi.

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



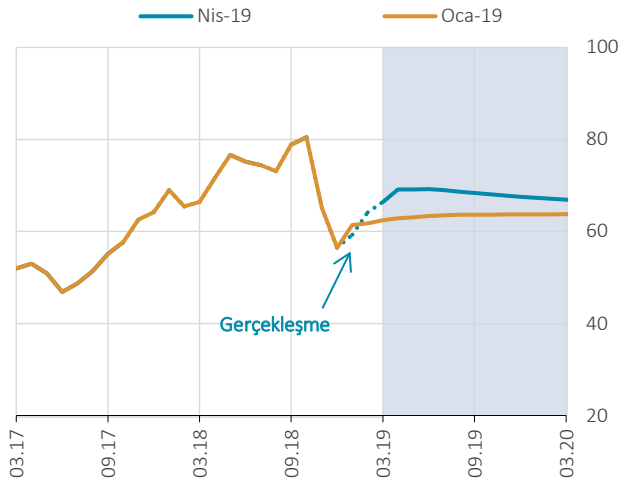
Kaynak: TÜİK, TCMB.

## Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatları yılın ilk çeyreğinde, yavaşlayan küresel talebe karşın, arz yönlü etkilere bağlı olarak yıl sonuna kıyasla belirgin şekilde yükselmiş ve Ocak Enflasyon Raporu varsayımlarının üstünde gerçekleşmiştir. Spot ve vadeli piyasalardaki gelişmeler ile piyasa beklentileri de dikkate alındığında ham petrol fiyatları varsayımı, önceki Rapor dönemdeki 2019 yılı için ortalama 63 ABD dolarından 67 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.9). Benzer şekilde, 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.10).

Gıda fiyatları enflasyonuna dair esas alınan varsayımlar, yılın ilk çeyreğindeki tarihsel ortalamaların oldukça üzerindeki gerçekleşmeler ve ağırlıklı olarak birikmiş maliyet baskıları kaynaklı risklerden ötürü yukarı yönlü güncellenmiştir. Buna göre, gıda enflasyonu tahminleri 2019 yıl sonu için Ocak Enflasyon Raporu'nda varsayılan yüzde 13 seviyesinden yüzde 16'ya, 2020 yıl sonu için ise yüzde 10'dan yüzde 11'e yükseltilmiştir.

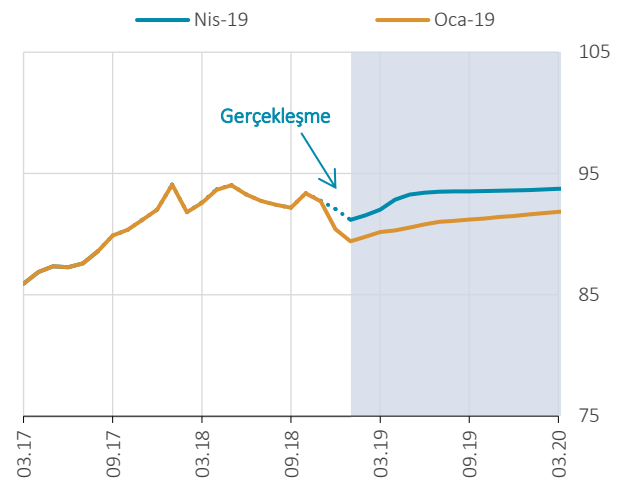
**Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\***  
(ABD Doları/Varil)



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.

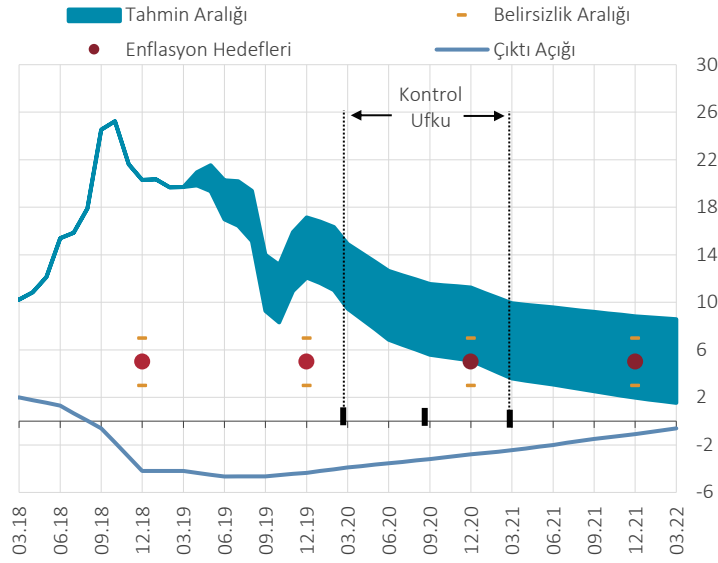
### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası 2019 yılının ilk çeyreğinde önceki Rapor'da öngörüldüğü şekilde iktisadi faaliyeti destekleyici yönde katkı sağlamıştır. Yılın geri kalanında ise kamunun iktisadi faaliyete yılın ilk çeyreğine 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, 2019 yılında maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyici yönde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür.

## 1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2019 yıl sonunda yüzde 14,6 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 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 12,1 ile yüzde 17,1 aralığında (orta noktası yüzde 14,6), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,1 ile yüzde 11,3 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\*



Ocak Enflasyon Raporunu takip eden dönemde Türk lirasının görece ılımlı seyri, talep koşulları ve vergi indirimleri enflasyondaki gerilemeyi sürükleyen unsurlar olmuştur. Mevcut Rapor döneminde işlenmemiş gıda fiyatları ve Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artışların enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü etkilerine karşın, söz konusu etkilerin hedeflenen patikayla uyumlu bir sıkı para politikası altında çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşme, çıktı açığındaki genişleme ve yönetilen/yönlendirilen fiyat artışlarına ilişkin aşağı yönlü güncelleme tarafından telafi edileceği değerlendirilmiştir. Katkıların birbirini dengelemesiyle 2019 ve 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir.

Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 14,6 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini mevcut Rapor döneminde korunmuştur. Gıda fiyatlarına ilişkin varsayımların yüzde 13'ten yüzde 16'ya güncellenmesi, tüketici enflasyonu tahminini 0,7 puanlık artıcı yönde bir etkide bulunmaktadır. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımının petrol fiyatları kaynaklı olarak yukarı çekilmesi yıl sonu tüketici enflasyonu tahminine 0,3 puan yukarı yönlü katkıda bulunmaktadır. Öte yandan, enflasyon ana eğiliminde bir önceki Rapor dönemine göre gözlenen iyileşme 2019 yıl sonu enflasyon tahminine 0,3 puan düşürücü etki yapmıştır. Ayrıca, eşel mobil uygulamasının sürdürülmesi ve tütün fiyatlarındaki artışın vergi ayarlamalarından düşük gerçekleşmesini kapsayan vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının 2019 yılı enflasyonunu sınırlayıcı etkisi 0,6 puan olarak tahmin edilmiştir. Yılın geri kalanında Ocak Enflasyon Raporu öngörülerinden sınırlı bir miktar aşağıda seyretmesi beklenen çıktı açığının tahmin revizyonuna etkisi ise - 0,1 puan olmuştur.

2020 yılı tahminlerine ilişkin olarak ise, gıda fiyatları varsayımının yukarı yönlü güncellenmesinin yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı çekeceği tahmin edilmiştir. Diğer taraftan, ana eğilimdeki iyileşme enflasyonu 0,2 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Sonuç olarak 2020 yıl sonu enflasyon tahminleri yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur.

Yukarıda paylaşılan tahminler, geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla ülke risk priminde ve finansal oynaklıklarda gözlenen artışların kısmen telafi edileceği ve ilave bir şok gelmeyeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı parasal duruşun enflasyonu mümkün olan en kısa sürede tek haneye, sonrasında da yüzde 5 hedefine düşürmeye odaklı bir çerçevede oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna ilave olarak, yılın geri kalanında maliye politikasının iktisadi faaliyetin dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirlenmesi ve Yapısal Dönüşüm Adımları çerçevesinde açıklanan tedbir ve teşviklerin finansal koşullardaki toparlanma sürecini desteklemesinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayacağı ve döviz kuru oynaklığını sınırlayacağı varsayılmıştır.



Bu görünüm altında, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlenme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepteki yavaş seyrin belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Zayıf iç talep koşullarının sınırlayıcı etkisine karşın, maliyet baskıları, ertelenmiş yönetilen fiyat artışları, enflasyon beklentilerinin yüksek seyri ve fiyatlama davranışlarına ilişkin belirsizlikler, fiyat istikrarına dair risklerin önemini korunduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede sıkı para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında 2020 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunda tek haneye, 2021 sonu itibarıyla ise yüzde 5 hedefine yakın seviyelere ulaşılacağı öngörülmektedir. Risk priminde iyileşme ile beraber, döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş 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.

## 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 makro iktisadi riskler şunlardır:<sup>1</sup>

- Risk priminde öngörülen kısmi iyileşmenin gecikmesi;
- Fiyatlama davranışına dair belirsizlikler ve enflasyon beklentilerinde bozulma;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi;
- Finansal koşullardaki sıkılığın artması;
- Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesi;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki oynaklıklar.

Atılan politika adımları ve alınan tedbirlerin etkisiyle 2019 yılının ilk çeyreğinde finansal oynaklık ve risk primi göstergelerinde gerçekleşen kısmi iyileşme özellikle ithal girdi maliyetleri kanalıyla enflasyonun düşüşüne katkıda bulunurken, yurt içi talep ve iktisadi faaliyetteki toparlanmada da önemli rol oynamıştır. Önümüzdeki dönemde enflasyon ve büyüme dinamikleri açısından risk priminin seyri belirleyici olacaktır. Rapor'da sunulan ana senaryoda, yakın dönemdeki belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle yükselen ülke risk priminin, söz konusu unsurların kısmen normalleşmesi ve sıkı para politikası duruşu ile enflasyon odaklı makro politika bileşimine bağlı olarak bir ölçüde iyileşeceği bir görünüm esas alınmıştır. Risk primi ve döviz kuru oynaklığındaki iyileşmenin gecikmesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda finansal koşullarda oluşabilecek ilave sıkılık iktisadi faaliyette öngörülenden daha belirgin bir yavaşlama anlamına gelse de fiyatlama davranışlarındaki olası bozulma nedeniyle beklenti ve kur kanalının baskın olma riski bulunmaktadır. Böyle bir durumda, para politikası ve likidite yönetimine ilişkin tüm araçlar fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla kullanılmaya devam edilecek, enflasyon görünümü üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü tüm etkiler dikkate alınarak para politikası duruşu enflasyonu hedeflenen patika ile uyumlu seviyelerde tutacak şekilde belirlenecektir. Bu çerçevede, sıkı para politikası duruşu korunacak veya ilave parasal sıkılaştırma yapılması söz konusu olabilecektir. Böyle bir senaryo altında, para politikası etkinliğinin desteklenmesi ve olası enflasyon-büyüme ödünleşiminin asgariye indirilmesi açısından makro finansal politikaların finansal

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

oyunluk 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, enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler ile maliyet unsurlarının seyri ve fiyatlama davranışlarına ilişkin belirsizlikler önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeye rağmen, enflasyon belirsizliği göstergelerinde<sup>2</sup> ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinde iyileşme gözlenmemektedir. Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin yüksek seviyeleri yakın dönemde mevduatta yabancı para tercihinin belirgin şekilde artmasına neden olmuştur. Bu tercihin devam etmesi, bankacılık sektörüne bilanço ve likidite yönetimi açısından ilave maliyetler yükleyebilecek ve para politikasının döviz kuru ve finansal koşullar üzerindeki etkinliğini zayıflatabilecektir. Söz konusu risklerin sınırlanması açısından, sıkı para politikası duruşu ile enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin çıpılanması kritik önem taşımaktadır.

Enflasyon görünümü üzerinde kısa vadede yukarı yönlü risk oluşturabilecek başka bir unsur gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesidir. Birikmiş maliyet baskıları özellikle işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırırken, dönemsel etkilerle gıda ve yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşabileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, olumsuz hava şartlarının etkili olduğu taze meyve ve sebze grubunda yeni ürün arzıyla birlikte beklenen düzeltmenin gecikmesi veya daha sınırlı olması durumunda işlenmemiş gıda enflasyonuna ilişkin öngörülerin yukarı yönlü güncellenmesi gerekebilecektir.

Fiyat istikrarına yönelik olarak devam eden riskler nedeniyle, para ve maliye politikası eşgüdümü çerçevesinde makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpılanarak 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, Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, 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.

2018 yılı üçüncü çeyreğinde tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkışmış olan kredi koşullarında Ekim ayından itibaren kademeli bir gevşeme gözlenmektedir. 2019 yılı ilk çeyreğinde finansal göstergelerdeki kısmi iyileşme ve destekleyici kredi politikalarının katkısıyla ticari kredi büyümesi tarihsel ortalamalarına yükselirken, kredi mevduat faiz farkı belirgin şekilde gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde kredi koşullarındaki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemli olacaktır. Kamu bankalarına yönelik sermayelendirme adımlarının finansal koşullardaki toparlanma sürecini destekleyeceği, ancak fonlama imkânları ve likidite ile ilgili diğer düzenlemelerin kredi büyümesi üzerinde belirleyici olacağı öngörülmektedir. Öte yandan, son dönemde finansal piyasalarda yaşanan oynaklıkların devam etmesi durumunda, kredi koşullarındaki sıkılığın artabileceği dolayısıyla faaliyetteki toparlanmanın gecikebileceği değerlendirilmektedir.

Finansal koşullardaki sıkılığın yanı sıra, küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Euro Bölgesi'ndeki politik belirsizliklerin sürmesi, Çin'in uygulamaya koyduğu genişletici politikaların bankacılık sektörü üzerinde yaratabileceği ilave kırılganlıklar, ABD ve Çin arasında süren

<sup>2</sup> Bkz. Ocak 2019 Enflasyon Raporu, Kutu 3.1. "Enflasyon Belirsizliğine Dair Göstergeler", sf. 35-39.

ticaret anlaşmazlıklarının uzaması ve jeopolitik sorunlar, küresel ekonomi politikaları üzerindeki belirsizliğin yükselmesine ve küresel finansal piyasalardaki kırılganlıkların sürmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede, küresel ekonomik aktivite üzerindeki mevcut aşağı yönlü riskler devam etmektedir.

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 fiyatları ile diğer emtia fiyatlarının seyrine ilişkin her iki yönde de riskler mevcuttur. Önümüzdeki dönemde, ABD ve Çin arasındaki müzakerelerin olumlu sonuçlanması, ABD kaya petrolü üretiminde gözlenen yavaşlamanın sürmesi ve Venezuela, İran ve Libya'ya ilişkin jeopolitik sorunların devam etmesi ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir. Haziran ayında Rusya ve OPEC arasında üretim kısıntılarının devamına ilişkin görüşmenin üretimi yeniden artırma yönünde sonuçlanması, ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin uzaması ve küresel ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın belirginleşmesi ise ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü riskler olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, Çin'in yurt içi ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla genişletici politikaları uygulamaya koyması, küresel risk iştahında toparlanma ve 2018 yılından beri süregelen arz kısıtlarının endüstriyel metal fiyatları üzerindeki yükseltici etkisinin önümüzdeki dönem belirginleşeceği; ancak, küresel ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın söz konusu etkiyi azaltabileceği değerlendirilmektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde, enerji fiyatları ve üretici fiyatları kaynaklı yukarı yönlü risklerin belirginleşmesi durumunda, para politikası tepkisi, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.