

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 son çeyreğinde büyük ölçüde baz etkileri kaynaklı olarak yüzde 11,8'e yükselmekle birlikte Ekim Enflasyon Raporu öngörüsünün¹ sınırlı olarak altında kalmıştır (Tablo 7.1.1). Çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonundaki artış da öngörülenden daha düşük oranda gerçekleşmiştir. Enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin sürmesi, döviz kuru ve iç talep koşullarındaki gelişmelerin enflasyona düşüş yönlü katkı vermeye devam etmesiyle birlikte çekirdek enflasyon göstergelerinin eğilimlerinde ılımlı görünüm korunmuştur. Bazı ürünlerde vergi indirimleri (mobilya vb.) ile alkol-tütün ürünlerinde maktu vergilerin ilk altı ay için sabit tutulması yakın dönem enflasyon görünümünü olumlu etkileyecektir. Tahmin kredibilitésinin ve para politikası öngörülebilirliğinin artması enflasyon beklentilerindeki iyileşmede ve beklentilerin kademeli olarak TCMB tahminlerine yakınsamasında etkili olmuştur. Nitekim yakın dönemde jeopolitik gelişmelerin etkisiyle petrol fiyatlarındaki oynaklık ile maliyet unsurlarındaki gelişmeler enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluştursa da, beklentilerdeki iyileşme bu riskleri kısmen dengelemektedir.

İktisadi Faaliyet: İktisadi faaliyet, 2019 yılı üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu şekilde artış kaydetmiş, yıllık büyüme pozitif dönüştür. 2019 yılı son çeyreğinde iktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin, yurt içi talep kaynaklı olarak güç kazandığı ve iktisadi faaliyetin sektörel yayılımındaki iyileşmenin devam ettiği görülmektedir. Bu dönemde, döviz kuru oynaklığı ve risk primindeki düşüşün ve finansal koşullardaki iyileşmenin yurt içi talepteki toparlanma üzerinde olumlu etkisinin görece daha belirgin olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, bir önceki Rapor döneminden bu yana gerçekleşen veri akışı çerçevesinde, çıktı açığı tahminleri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, finansal koşullardaki iyileşmeyle birlikte yurt içi talebin toparlanmaya devam edeceği, maliye politikasının ekonomideki dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirleneceği, küresel büyümedeki yavaşlamaya karşın, rekabet gücündeki kazanımlar ve pazar çeşitlendirme esnekliğinin katkılarıyla ihracatın büyümeye destek vermeye devam edeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2019-III	2019-IV
Çıktı Açığı (Yüzde)	-3,7 (-3,6)	-2,8 (-3,2)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	9,3 (9,3)	11,8 (12,0)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	8,9 (8,9)	10,8 (11,3)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

** B endeksi işlenmemiş gıda, alkol, tütün, enerji ve altın hariç TÜFE'yi ifade etmektedir.

¹ Yıl genelinde 2019 yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan güncellemelerin ve Ekim Enflasyon Raporu'nda verilen yıl sonu tahminlerdeki sapmanın nedenleri Kutu 7.1'de detaylı olarak anlatılmaktadır.

Para Politikası: TCMB, 2019 yılı ikinci yarısında enflasyon görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak toplamda 12 puan faiz indirimi yaparak Aralık ayında politika faizini yüzde 12 olarak belirlemiştir. Ocak ayında ise çekirdek enflasyon göstergelerindeki ılımlı seyre vurgu yapılmış, enflasyondaki seyrin yıl sonu tahminiyle büyük ölçüde uyumlu olduğu değerlendirilmiştir. Mevcut Rapor döneminde, enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve ülke risk primindeki gerilemenin de katkısıyla orta ve uzun vadeli tahvil faizlerindeki düşüş de sürmüştür. Ayrıca, finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla zorunlu karşılık uygulamalarının kullanımına devam edilmiştir.

Finansal Koşullar: 2019 yılı son çeyreğinde uluslararası ticarete ilişkin belirsizliklerdeki azalış ve gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası normalleşmesi konusunda acele edilmeyeceğine dair mesajları risk iştahını olumlu etkilemiştir. Bu dönemde, makroekonomik göstergelerdeki iyileşmenin de katkısıyla, Türkiye, ülke risk primindeki düşüş açısından diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla olumlu olarak ayrılmıştır. Bununla birlikte, ülke risk primi gelişmekte olan ülkelere kıyasla halen daha yüksek seyretmektedir.

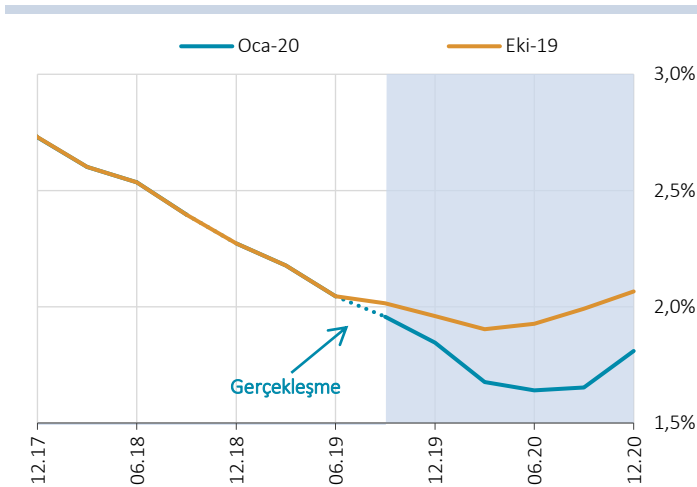
Para politikasında atılan adımlar ve enflasyon beklentilerindeki düşüşle birlikte hem TL ticari kredi hem de tüketici kredisi faizleri önemli derecede düşerken, yakın dönemde TL ticari kredi ve mevduat faizi farkı bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.2.3). Banka Kredi Eğilim Anketi (BKEA) verilerine göre, 2019 yılı son çeyreğinde kredi standartlarında gevşeme, kredi talebinde ise artış görülmektedir. Böylece, kredi faizlerindeki düşüş, standartlardaki gevşeme ve iç talepteki toparlanmayla birlikte tüketici kredilerinde daha belirgin olmak üzere kredi talebinde son çeyrekte ivmelenme gözlenmiştir. Bankalar, kredi standartlarındaki gevşemenin ilk çeyrekte azalarak devam etmesini, işletme kredilerine yönelik talebin artmasını, tüketici kredilerine yönelik talebin ise bir miktar yavaşlamasını beklemektedir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel Büyüme

2019 yılının üçüncü çeyreği gerçekleşmeleri, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelere büyüme oranının bir önceki çeyreğe göre yatay seyrettiğine, böylece küresel iktisadi faaliyette süregelen zayıf eğilimin sürdüğüne işaret etmektedir. 2019 yılının dördüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler de bu görünümde önemli bir değişim sinyali vermemiştir. ABD ve Çin arasındaki birinci aşama ticaret anlaşması ile Brexit sürecine dair gelişmeler gelişmiş ülke ekonomilerine dair belirsizlikleri bir miktar azaltırken, ülkelere özgü kırılganlıklar ve jeopolitik gerilimler, gelişmekte olan ekonomilerde büyüme açısından aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı Ekim Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla aşağıya çekilmiştir (Grafik 7.1.1).

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



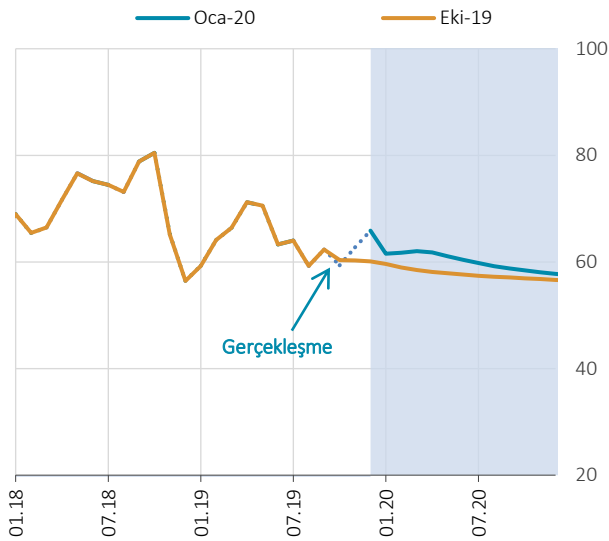
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

İthalat Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatlarında gerçekleştirmeler, Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalırken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları öngörülerle uyumlu seyretmiştir. Küresel büyümedeki zayıf seyir ile petrol üretimine ilişkin güçlü öngörüler petrol fiyatlarını aşağı yönlü etkilese de jeopolitik gelişmeler fiyatlardaki oynaklığı artırmakta ve yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu doğrultuda, Ekim Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2020 yılı için ortalama 57,7 ABD dolardan 60 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). 2020 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da sınırlı olarak yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

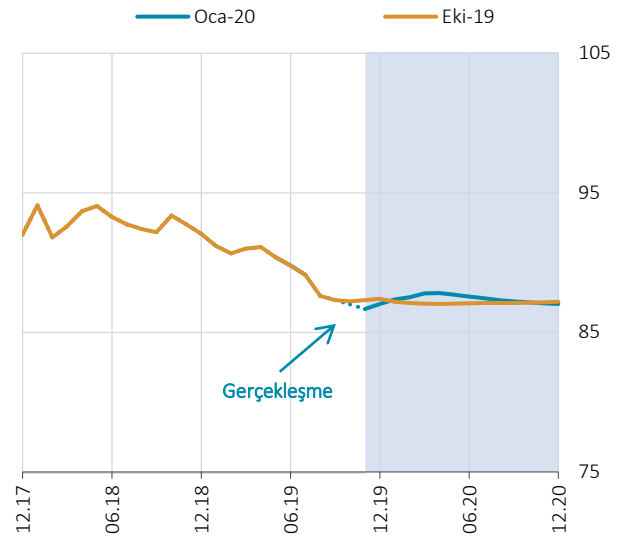
Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Gelişmiş ülke merkez bankalarının, FED ve ECB öncülüğünde, indirim sürecinden bekleme sürecine geçtikleri görülmüştür. FED Ekim ayı toplantısında faiz indirimi yaparken, Aralık ayında faizleri beklendiği gibi sabit tutmuştur. Büyüme-istihdam dengesinde ya da enflasyon eğiliminde keskin değişimler gözlemlenmediği sürece, gelişmiş ülkeler para politikasında mevcut duruşun bir süre korunması en olası senaryo olarak değerlendirilmektedir. Bu görünüm, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının da faiz indirimleri yapmalarına olanak tanımaktadır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı, bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi finansal koşullar açısından destekleyici bir durum ima etmektedir. 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. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu son çeyrekte artış kaydederek yüzde 10,89 olmuştur. Gıda enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu öngörüsüne göre bir miktar daha yüksek gerçekleşmesinde, çiğ süt alım fiyatındaki yükselişin işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki dolaylı etkileri önemli bir rol oynamıştır. 2020 yılı için Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 11 olacağı varsayılan gıda enflasyon tahminlerinde bir güncelleme yapılmamıştır (Tablo 7.1.2).

Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu bağlamda, Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat ve ücret ayarlamalarının büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyondaki düşüşün devamını önceliklendiren güçlü politika koordinasyonu risk primi ve belirsizlik algılamalarındaki iyileşmenin devam etmesi açısından kritik önem taşımaktadır

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

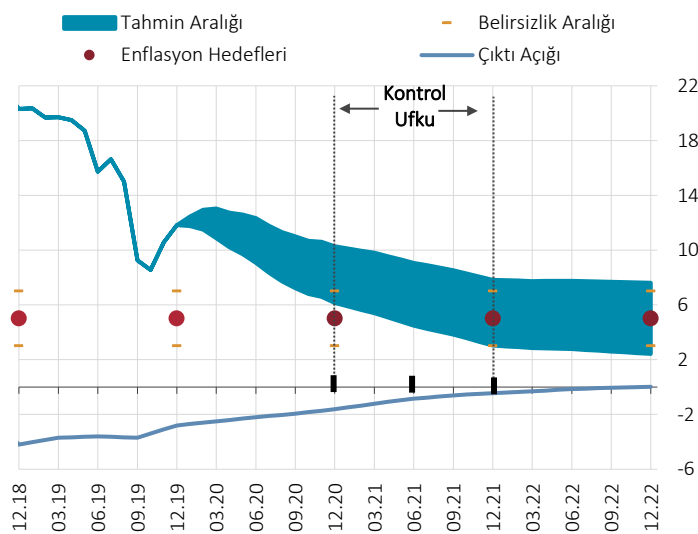
	2019	2020	2021
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,85 (1,96)	1,81 (2,07)	-
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	64,0 (63,4)	60 (57,7)	56,6 (56,2)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-4,1 (-4,0)	-1,9 (-2,3)	-0,4 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	10,9 (10,0)	11,0 (11,0)	7,0 (7,0)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir

7.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir para politikası duruşu ve güçlü politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2020 yılı sonunda yüzde 8,2 olarak gerçekleşeceği, 2021 yıl sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2020 yılı sonunda yüzde 6,2 ile yüzde 10,2 aralığında (orta noktası yüzde 8,2), 2021 yılı sonunda ise yüzde 3,0 ile yüzde 7,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

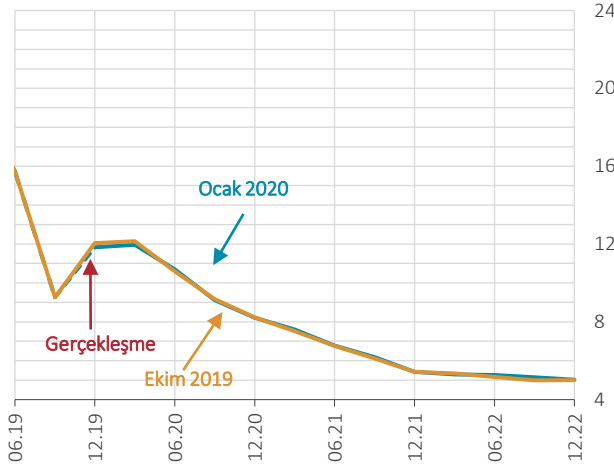
* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Enflasyon, Ekim Enflasyon Raporunu takip eden dönemde tahminlerle uyumlu gerçekleşirken, enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlamaya odaklı parasal duruşun ve makro politika koordinasyonunun sürdürüleceği bir çerçevede 2020 ve 2021 yıl sonu enflasyon tahminlerinde değişiklik yapılmamıştır.

2020 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur (Grafik 7.2.2). Akaryakıt ürünlerindeki eşel mobil uygulamasının da etkisiyle petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki yukarı yönlü güncellenmenin yıl sonu enflasyon tahminine etkisi sınırlı kalmakta ve 0,1 puan olarak hesaplanmaktadır. Bir önceki Rapor tahminlerine göre bir miktar daha yukarıda seyretmesi beklenen çıktı açığındaki güncelleme, tüketici enflasyonu tahminini 0,1 puan; birim işgücü maliyetlerindeki artış ise 0,2 puan yükseltmektedir (Grafik 7.2.3). Diğer taraftan, 2019 yılının son çeyreğine ilişkin gerçekleşmenin ve yıl genelinde enflasyon ana eğiliminde beklenen iyileşmenin yıl sonu enflasyon tahminini düşürücü etkisi 0,2 puan olarak öngörülmüştür. Ayrıca, mobilya, alkollü içecekler ve tütün ile bazı gıda ürünlerindeki vergi ayarlamalarının yıl sonu enflasyonuna 0,2 puan aşağı yönlü etki yapacağı tahmin edilmiştir.

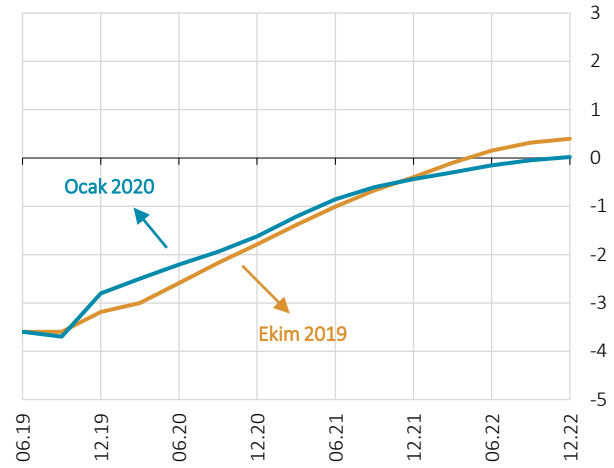
2021 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 5,4 olarak korunmuştur. Temkinli parasal duruşun sürdürülmesi ve bekleyişlerdeki iyileşmenin devam etmesi ile enflasyondaki düşüş eğiliminin devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

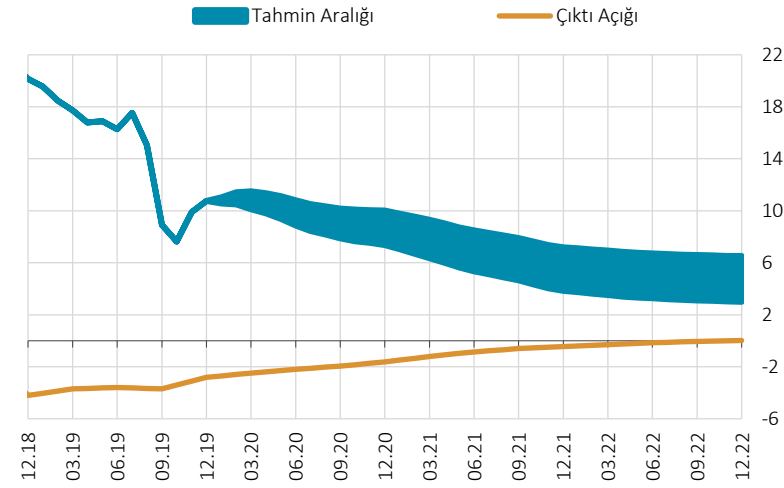
Yukarıda paylaşılan tahminler, küresel finansal koşulların ılımlı seyredeceği ve son dönemde ülke risk priminde görülen kademeli iyileşmenin önümüzdeki dönemde devam edeceği bir çerçevede elde edilmiştir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki zayıf seyir ve küresel enflasyonun düşük düzeyi gelişmiş ülke merkez bankalarının son dönemde sergilediği destekleyici duruşun mevcut koşullar altında orta vadede korunacağına dair beklentileri güçlendirmektedir. Tahminler güncellenirken, parasal duruşun enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve orta vadeli enflasyon hedefiyle uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Buna ilave olarak, maliye politikasının para politikasıyla eşgüdüm arz edecek şekilde fiyat istikrarı ve dengeli büyüme odaklı belirleneceği varsayılmıştır.

Son Rapor'dan bu yana jeopolitik gelişmelere rağmen, ülke risk primi ve küresel finansal koşullardaki iyileşmenin devam etmesi finansal piyasalardaki oynaklığı sınırlamıştır. Bu görünüm altında, zorunlu karşılık düzenlemeleri, bankacılık sektörü likiditesindeki iyileşme ve diğer destekleyici adımlar kredi arzını olumlu etkilerken; Temmuz ayından itibaren yapılan güçlü faiz indirimlerinin katkısıyla kredi talebi de canlı seyrini sürdürmüş, böylece kredi büyümesindeki artış devam etmiştir. Finansal koşullardaki mevcut iyileşme yurt içi talepteki kademeli toparlanmayı desteklemektedir. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının enflasyonist olmayacağı 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 öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Söz konusu kalemlerin dışlanmasıyla elde edilen çekirdek enflasyon göstergeleri, görece daha az oynaklık göstermekte ve enflasyonun ana eğilimine dair daha fazla bilgi içermektedir. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır (Grafik 7.2.4). Buna göre B endeksi yıllık enflasyonunun düşüş eğilimini devam ettireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 5 hedefine yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

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 gözlenmekle birlikte önceki Rapor dönemine kıyasla beklentilerde genele yayılan bir iyileşme olduğu dikkat çekmektedir (Tablo 7.2.1). Enflasyon beklentilerinin yıl genelinde kademeli olarak TCMB tahminlerine yaklaşmasında parasal duruşun enflasyonun tahminlerle uyumunu gözetecek şekilde belirlenmesi ve tahmin kredibilitesinin artması önemli rol oynamıştır. 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 7.2.1: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2020 Yıl Sonu	8,2	10,0	5,0
12 Ay Sonrası	8,0	9,5	5,0
24 Ay Sonrası	5,4	8,5	5,0

Kaynak: TCMB.

* Ocak 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 senaryoda esas alınan görünümü ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan başlıca aşağı ve yukarı yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:²

- Küresel ve jeopolitik gelişmelere bağlı olarak ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar;
- Orta vadeli enflasyon beklentilerinin iyileşme göstermekle birlikte enflasyon hedefinin üzerinde seyretmesi;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (mali duruş, yönetilen/yönlendirilen fiyat, ücret ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Kredi piyasasına yönelik riskler;
- Küresel ticaret ve büyüme görünümündeki belirsizlikler;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine dair belirsizlik;
- Ham petrol ve ithalat fiyatlarındaki oynaklıklar.

Türkiye'nin risk primi, para politikasındaki temkinli duruşa, makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeye ve gelişmiş ülkelerdeki destekleyici para politikası görünümüne bağlı olarak gerilemeye devam etmektedir. Bununla birlikte, küresel belirsizlikler ve jeopolitik gelişmelerin ülke risk primi ve finansal oynaklıklar üzerinden orta vadeli enflasyon ve büyüme üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkiler yakından izlenmeye devam edilecektir. Finansal oynaklıklarda fiyat istikrarı ve finansal istikrara dair risk oluşturabilecek bir artış olması durumunda, Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimine ilişkin geniş araç seti de kullanılarak gerekli politika tepkisi verilecektir. Parasal duruşun enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde belirlenmesi, ülke risk primi ve kur oynaklığındaki iyileşmenin devamı açısından büyük önem taşımaktadır. 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.

Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki düşüş eğilimi genele yayılarak sürerken, son aylarda beklenti dağılımının anket katılımcıları arasında artan bir uzlaşma içermesi orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin belirsizliklerin önemli ölçüde azaldığına işaret etmiştir. Bununla birlikte, orta vadeli enflasyon beklentilerinin halen enflasyon hedefinin üzerinde seyretmesi, orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Enflasyon beklentilerinin çıpılanması açısından parasal duruşun, enflasyonun hedeflenen dezenflasyon patikasıyla uyumunu sağlayacak şekilde belirlenmeye devam etmesi kritik önem taşımaktadır.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken, maliye politikasının fiyat istikrarı ve makroekonomik dengelenmeye odaklı olarak para politikasıyla eşgüdüm arz eden bir şekilde oluşturulacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede

² 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 katılığının azaltılması amacıyla yönetilen/yönlendirilen fiyat, ücret ve vergi ayarlamalarının geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması durumunda orta vadeli enflasyon görünümü olumsuz etkilenebilecek ve para politikası duruşunun buna göre şekillenmesi söz konusu olabilecektir.

TCMB'nin Temmuz ayından itibaren yaptığı faiz indirimlerinin yanı sıra enflasyon beklentileri ve finansal sektör likiditesindeki iyileşme sonucunda kredi ve mevduat faizleri gerilemeye devam etmiştir. Finansman koşullarındaki iyileşme ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak Türk lirası cinsinden kredi büyümesi, tüketici kredilerinde daha belirgin olmak üzere, artış eğilimindedir. Bu dönemde zorunlu karşılıkların döngü karşıtı finansal politika aracı olarak daha esnek ve etkin kullanılması kredi büyümesini desteklemektedir. Bunun yanı sıra zorunlu karşılık uygulamalarıyla yatırımla ilişkisi daha yüksek uzun vadeli ticari krediler ile ithalatla ilişkisi daha zayıf olan uzun vadeli konut kredileri teşvik edilerek, kredi kompozisyonunun enflasyon ve cari denge üzerinde daha az risk yaratacak şekilde oluşması amaçlanmıştır. Bankaların risk algılamalarına göre kredi kompozisyonunda baz senaryoda öngörülenden daha belirgin şekilde bireysel ağırlıklı bir kredi genişlemesine gitmesi durumunda, büyüme kompozisyonu, enflasyon, cari denge ve risk primi üzerindeki etkiler dikkate alınarak mevcut düzenlemelerde uyarlama yapılması söz konusu olabilecektir.

Parasal duruşun, kredi arz koşullarındaki ve kredi talebindeki normalleşmeye desteğinin devam etmesi beklenmekle birlikte, kredi piyasasına yönelik önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü bazı riskler de mevcuttur. Kredilerde para birimi olarak Türk lirası tercihinin belirginleşmesine karşın, mevduatta Türk lirasına dönüşümün daha yavaş olması, küresel risk iştahı veya jeopolitik gelişmelere bağlı finansal dalgalanmaların artması durumunda kredi arz koşullarını sıkılaştırabilecek, kredi büyümesini sınırlayabilecektir. Buna ilaveten, tahsili gecikmiş alacaklara ve yakın izlemedeki kredi tutarlarına ilişkin görünüm iyileşmekle birlikte, bu alandaki gelişmelerin kredi arzı üzerindeki olası etkileri de izlenmeye devam edilecektir. Kredi arz ve talebindeki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemini korumaktadır.

Küresel iktisadi faaliyetteki zayıf seyir, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde eşanlı olarak devam etmektedir. Küresel ticarete ilişkin beklentiler ABD ve Çin arasındaki ilk tur anlaşma sonrasında kısmen iyileşmiştir. Buna rağmen, anlaşma ile çözülememiş birçok konu bulunması ve karşılıklı taahhütlerin gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğine dair belirsizlikler ticaret anlaşmazlıklarının küresel iktisadi faaliyet üzerinde oluşturduğu aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomi politikalarına dair diğer belirsizliklerin, jeopolitik gelişmelerin ve son günlerde Çin'deki salgın hastalığa ilişkin artan endişelerin dış ticaret, sermaye akımları ve emtia fiyatları kanalıyla yurt içi büyüme ve enflasyon üzerinde oluşturabileceği etkiler yakından takip edilmektedir.

Mevcut küresel finansal koşullar ve son dönemde küresel ticarete ilişkin beklentilerdeki kısmi iyileşme gelişen ülkelere yönelik sermaye akımlarını desteklemektedir. Bununla birlikte, küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü riskler, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler, jeopolitik gelişmeler ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılmalıklar sermaye akımlarında son dönemde gözlenen ivmelenmeyi sınırlayabilecektir.

Son dönemdeki jeopolitik gelişmeler ve salgın hastalıklara ilişkin haber akışına bağlı olarak ham petrol fiyatları oynak bir seyir izlemiştir. Akaryakıt ürünlerinde eşel mobil uygulaması yakın dönemdeki petrol fiyatları artışının enflasyona yansımalarını hafifletmiştir. Ayrıca küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri emtia fiyatlarındaki artış eğilimini sınırlamaktadır. Ham petrol ve diğer emtia fiyatlarının önümüzdeki dönemdeki seyri küresel büyüme görünümü ve jeopolitik gelişmelere bağlı olmaya devam edecektir. Dolayısıyla emtia fiyatlarındaki oynaklıklar enflasyon üzerinde hem aşağı yönlü hem yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, para politikası tepkisi, başta enerji olmak üzere emtia 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	<p>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> Ülke risk primi ve kur oynaklığında düşüş sürmektedir. Ancak, küresel belirsizlikler ve jeopolitik riskler ile birlikte değerlendirildiğinde ülke risk primi ve kur oynaklığının görece yüksek seviyeleri döviz kuru ve beklenti kanalıyla enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. <p>Finansal Koşullar ve Talep Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> Ülke risk primi ve kur oynaklığında oluşabilecek yukarı yönlü hareketler finansal koşullar kanalıyla iktisadi faaliyeti aşağı yönlü etkileyebilecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> 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 Jeopolitik gelişmelere ilişkin haber akışı
Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seyri	<p>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> Enflasyon beklentileri kısa vadede daha belirgin olacak şekilde her vadede düşmektedir. Ayrıca beklenti dağılımının anket katılımcıları arasında artan bir uzlaşma içermesi orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin belirsizliklerin önemli ölçüde azaldığına işaret etmiştir. Ancak, orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri fiyatlama davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. <p>Fiyatlama Davranışı ve Talep Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> Orta vadeli enflasyon beklentilerinde öngörülen düşüşün gecikmesi enflasyonu düşürmenin büyüme maliyetini artırabilecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Yayımlı 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	<p>Fiyatlama Davranışı ve Beklentiler:</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 yansımaya söz konusu olabilecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> Reel birim işgücü maliyetleri Reel kazanç endeksleri Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri Özel sektör ücret belirlenme süreci

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

	<p>Talep ve Kredi Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ücret artışlarında geçmişe dönük görece yüksek ayarlamalar, gelir etkisi ve artan kredi büyümesi ile birlikte düşünüldüğünde büyümenin hızını tüketim talebi kaynaklı olmak üzere artırabilecek ve kompozisyonunu değiştirebilecektir. <p style="text-align: right;">↑</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Asgari ücret ve buna yakın ücret gruplarındaki artış hızı • Tüketim harcamaları • Tüketici kredilerindeki artış hızı • Kredi kompozisyonu • Büyüme kompozisyonu • İthalat gelişmeleri
Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<p>Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir. <p>Risk Primi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Bütçe açığının YEP öngörülerinin üzerinde artması durumunda ülke risk priminde artış gözlenebilecektir. <p>Talep ve Beklenti Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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. <p style="text-align: right;">↑</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları • Yeni Ekonomi Programı ve 2019-2020 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 ayırımında 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	<p>Gıda Fiyatları:</p> <ul style="list-style-type: none"> • İşlenmemiş gıda fiyatlarında hava koşulları ve arz yönlü etkilere bağlı olarak oynaklıklar gözlenebilmekte ve enflasyon tahminleri üzerinde her iki yönde risk yaratabilmektedir. • İşlenmiş gıda fiyatları üzerinde ekmek ve tahıl ürünleri kaynaklı yukarı yönlü risk bulunmaktadır. <p style="text-align: right;">↔</p> <p style="text-align: right;">↑</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 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 arzına ve kompozisyonuna yönelik riskler	<p>Bilanço ve Banka Kredi Verme Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Önceki döneme göre azalmakla birlikte, firma bilançolarına ve nakit akışına ilişkin riskler bankaların kredi arzını tüketici kredileri ağırlıklı olarak artırmalarına yol açabilecektir. Bu durumun, büyüme kompozisyonu, enflasyon, cari açık ve risk primi üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir. <p style="text-align: right;">↑</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 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)

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

	<ul style="list-style-type: none"> Öte yandan, istihdam ve gelir tarafındaki iyileşmenin gecikmesi bireysel kredi büyümesini sınırlandırıcı yönde etki yapabilecektir. 	↓	<ul style="list-style-type: none"> Kredi talebine ilişkin göstergeler Finansal ve reel kesim bilançoları, nakit akımları Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel) Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler Bireysel/ticari kredi ayırımı ile ticari kredilerin vade yapısı, sektörler ve firma büyüklüklerine göre kompozisyonuna ilişkin veriler
Küresel büyüme görünümü ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına yönelik belirsizlikler	<p>Dış Talep ve Küresel Finansal Koşullar:</p> <ul style="list-style-type: none"> Küresel ticarete ilişkin beklentilerde görece iyileşmeye karşın küresel büyüme üzerinde devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla yurt içi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. <p>Küresel Risk İştahı:</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 ve kısa süreli olması durumunda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerinde aşağı yönlü riskler oluşabilecektir. Jeopolitik gelişmeler küresel risk iştahını sınırlayabilecektir. 	↓ ↑ ↑	<ul style="list-style-type: none"> 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	<p>İthalat Fiyatları:</p> <ul style="list-style-type: none"> Arz yönlü yükseltici unsurlar, jeopolitik gelişmeler ve son günlerde salgın hastalıklara ilişkin haber akışı ile küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerinde her iki yönde riskler bulunmaktadır. Eşel mobil uygulamasında yapılabilecek değişiklikler petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisini öngörülere kıyasla farklılaştırabilecektir. 	↔ ↔	<ul style="list-style-type: none"> 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

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

	<ul style="list-style-type: none"> Gelişmekte olan ülke piyasalarındaki oynaklıklar, gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşeme ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerinde her iki yönlü risk yaratmaktadır. 	↔
--	---	---

* 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

2019 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, enflasyon gelişmelerine ilişkin kapsamlı değerlendirmelerini, yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu çerçevede bu kutuda, geçtiğimiz yıl içinde yayımlanan Enflasyon Raporlarında verilen 2019 yıl sonu enflasyon tahminleri ve bu tahminlerin ardında yatan temel varsayımlardaki güncellemeler özetlenmektedir.

Enflasyon belirsizliğinin önemli ölçüde arttığı 2018 yılı son çeyreğinden itibaren, Enflasyon Raporlarında yayımlanan enflasyon tahminlerinin ara hedef işlevi gördüğü yönünde kamuoyuyla güçlü bir iletişim yapılmıştır. Takip eden dönemde para politikası duruşunun enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve yayımlanan projeksiyonlarla uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulması tahmin kredibilitésinin ve para politikası öngörülebilirliğinin artmasına önemli katkıda bulunmuştur. Bu gelişmeler, beklentilerin kademeli olarak TCMB tahminlerine yakınsamasında ve bu konudaki uzlaşının artmasında önemli rol oynamıştır. Nitekim, para politikasındaki sıkı duruşun korunmasına bağlı olarak yıl genelinde enflasyon gerçekleştirmelerinin Enflasyon Raporu tahminlerinin alt bandına yakın gerçekleştiği ve tahminlerin orta noktasının da aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 1.b).

2019 yılı genelinde dışsal varsayımlardaki gelişmelere bakıldığında, gıda ve uluslararası ham petrol fiyatlarındaki güncellemelerin ön plana çıktığı görülmektedir. Geçtiğimiz yılın ilk çeyreğinde, işlenmemiş gıda enflasyonunda gözlenen hızlı yükseliş, arz koşullarının olumluya dönmesiyle yılın ikinci yarısında yerini düşüş eğilimine bırakmıştır. Petrol fiyatları varsayımı ise yıl genelinde, küresel ticaret ve büyüme görünümündeki yavaşlama ve arz yönlü olumsuz gelişmelere bağlı dalgalanmaları yansıtabilecek şekilde revize edilmiştir. İthalat fiyatları varsayımında da petrol fiyatı varsayımları ile uyumlu olarak güncellemeler yapılmıştır. Öte yandan, uluslararası ticarete ilişkin belirsizlikler ve küresel ticaret hacmindeki yavaşlama küresel büyüme görünümünde aşağı yönlü revizyonlara neden olmuştur (Tablo 1).

Tablo 1: 2019 Yılı için Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıl Sonu % Değişim)	13,0	16,0	15,0	10,0	10,9
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)	2,28**	2,07	2,03	1,96	1,85*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama % Değişim)	-2,2	0,0	-3,1	-4,0	-4,0*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (Yıllık Ortalama, ABD doları)	63,1	67,2	65,0	63,4	64,0

Kaynak: TCMB.

* Ocak 2019 itibarıyla tahminler.

** Endeksin hesaplanmasında yöntem değişikliğine gidilmesinden dolayı Ocak Enflasyon Raporu'nda 2,57 olarak yayımlanan değer Nisan Enflasyon Raporu'nda 2,28 olarak yer almıştır. Bu tabloda yeni endeksten elde edilen rakamlar yer almaktadır.

2019 yıl sonu enflasyon oranı yüzde 11,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yıl genelinde enflasyonda gözlenen düşüşte, sıkı para politikası uygulamasının da etkisiyle enflasyon beklentileri ve fiyatlamada davranışlarında gözlenen düzelmelerin enflasyon ana eğilimini olumlu yönde etkilemesinin önemli bir rol oynadığı değerlendirilmektedir. Yıl genelinde Türk lirasının istikrarlı seyri ve petrol fiyatlarının görece ılımlı seviyeleri de enflasyonun düşüşünde rol oynayan faktörler arasındadır. Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynak seyir yıl sonu enflasyon tahminlerinde hem aşağı yönlü hem yukarı yönlü güncellemelere neden olmuştur (Tablo 2).

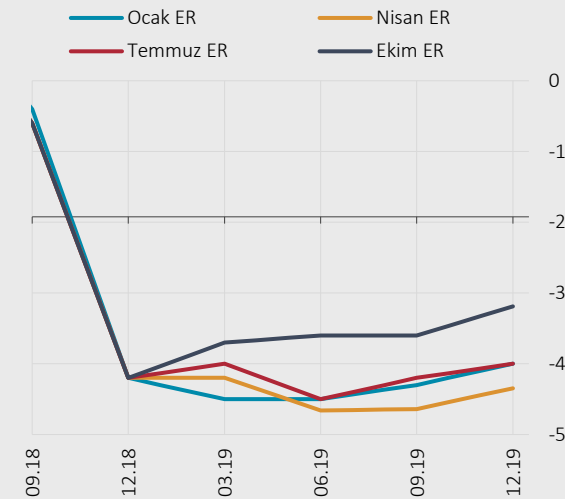
Ocak Enflasyon Raporu (2019-I)

2018 yılı üçüncü çeyreğinde gözlenen finansal oynaklıklar ve artan belirsizlik algısı ile birlikte enflasyon oranları oldukça yüksek düzeylere ulaşmış, 2018 yılı dördüncü çeyreğinde ise uygulanan sıkı para politikası sayesinde finansal oynaklıklardaki azalma ve enflasyon ana eğilimindeki görece düzelmeye etkisiyle yıllık tüketici enflasyonu bir miktar gerileyerek 2018 yıl sonunu yüzde 20,3 seviyesinde kapatmıştır.

Bu dönemde, 2018 yılı ikinci yarısı için çıktı açığı tahminleri aşağı yönlü güncellenirken, 2019 yılında net ihracatın büyümeye katkısının artacağı, finansal koşullardaki sıkılığın kademeli olarak azalacağı ve maliye politikalarının ekonomik dengelenmeye katkı vereceği bir çerçeve altında iktisadi faaliyetin kademeli olarak toparlanacağı bir görünüm esas alınmıştır (Grafik 1.a).

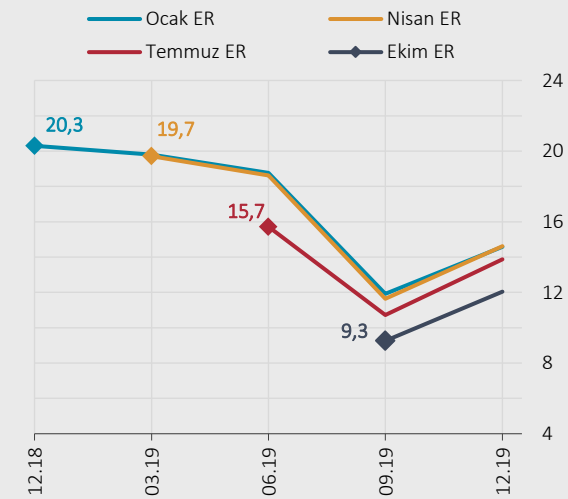
Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılarının kademeli olarak iyileştireceği bir görünüm altında oluşturulan orta vadeli tahminler, enflasyonun 2019 yıl sonunda yüzde 14,6 olarak gerçekleşeceğini öngörmüştür (Grafik 1.b).

Grafik 1.a: 2019 Yılına İlişkin Ortalama Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.b: 2019 Yılı Boyunca Enflasyon Tahminindeki Güncellemeler*,**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Grafikte yer alan çizgiler ilgili tarihten yıl sonuna kadar tüketici enflasyonunun izlemesi öngörülen patikayı vermektedir.

** Serilerin başlangıç noktaları gerçekleşen değerleri göstermektedir.

Nisan Enflasyon Raporu (2019-II)

Tüketici enflasyonu 2019 yılının ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu öngörülerine uyumlu seyrederek yıllık yüzde 19,7 olarak gerçekleşmiş (Grafik 1.b); çekirdek enflasyon ise yıllık yüzde 17,7 düzeyinde gerçekleşerek, Mart sonu için öngörülen yüzde 19,2 düzeyinin oldukça altında kalmıştır. Bu dönemde çekirdek ve manşet enflasyonlarının farklılaşmasında işlenmemiş gıda enflasyonundaki yükseliş belirleyici olmuştur.

Kamu harcamalarının desteği, mali teşvikler ve risk priminde gözlemlenen kısmi iyileşmeyi takiben finansal koşullardaki sıkılığın azalması ve net ihracatın güçlü katkısı ile 2019 yılı ilk yarısındaki iktisadi faaliyetin bir önceki Rapor dönemindeki tahminlere göre daha güçlü seyredeceği değerlendirilmiştir. Bu bağlamda, çıktı açığı tahminleri 2019 yılı ilk yarısı için yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.a).

Bu dönemde küresel risk iştahı, gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme adımlarının daha uzun süreceği beklentisi ile kısmi bir iyileşme göstermiş, ancak jeopolitik gelişmeler nedeniyle bu durum ülke risk primine olumlu olarak yansımamıştır. Öte yandan, olumsuz arz koşullarının etkisiyle gıda fiyatları varsayımı yüzde 13'ten yüzde 16'ya çekilmiştir. Bu faktörlere rağmen enflasyondaki düşüşü ve makroekonomik dengelenmeyi sağlamaya yönelik güçlü bir politika koordinasyonunun devam edeceği bir çerçeve altında enflasyon tahminleri Ocak Enflasyon Raporu'na göre değiştirilmemiş ve 2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 14,6 olarak korunmuştur.

Temmuz Enflasyon Raporu (2019-III)

Tüketici enflasyonu, 2019 yılının ikinci çeyreğinde yıllık yüzde 15,7 düzeyinde gerçekleşerek Nisan Enflasyon Raporu öngörüsü olan yıllık yüzde 18,6 düzeyinin belirgin biçimde altında kalmıştır. Enflasyon tahminlerinde gözlenen yukarı yönlü sapmada, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı gerileme ve petrol fiyatlarındaki düşüş etkili olmuştur. Bunun yanı sıra, iç talep gelişmeleri ve sıkı parasal duruş enflasyon oranlarındaki düşüşü desteklemiştir.

Net ihracatın güçlü katkısıyla iktisadi faaliyetin ılımlı toparlanmayı sürdüreceği, enflasyon görünümündeki iyileşme ve ülke risk primindeki gerilemeye bağlı olarak finansal koşullardaki sıkılığın azalacağı değerlendirilerek 2019 yılı geneli için çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.a).

Yılın ikinci çeyreği sonunda yıllık tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre 2,9 puan aşağıda gerçekleşmesi ve ilerleyen dönemde enflasyon ana eğiliminde gerileme olacağına dair öngörüler ile petrol, ithalat ve gıda fiyatları varsayımlarındaki aşağı yönlü güncellemeler ışığında 2019 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini bir önceki Rapor dönemine göre 0,7 puan aşağı çekilerek yüzde 13,9 olarak belirlenmiştir (Grafik 1.b).

Ekim Enflasyon Raporu (2019-IV)

Tüketici enflasyonu, 2019 yılı üçüncü çeyreği sonunda yıllık yüzde 9,3 ile Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerinin alt bandına yakın gerçekleşmiştir. Yüksek baz etkisi, Türk lirasının istikrarlı seyri, enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve iç talep koşulları 2019 yılının üçüncü çeyreğinde enflasyonda görülen hızlı yavaşlamada etkili olmuştur.

Bir önceki Rapor döneminden bu yana milli gelir verilerinde yapılan geriye dönük güncellemeler ve gerçekleşen veri akışı çerçevesinde, çıktı açığı tahminleri yılın ilk üç çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir. Son çeyrekte ise finansal koşulların daha destekleyici olacağı değerlendirmesi ile beraber çıktı açığının bir miktar kapanacağı tahmin edilmiştir (Grafik 1.a).

Olumlu arz koşullarının etkisiyle gıda fiyatlarındaki hızlı düşüş sonrasında yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı bir önceki Rapor dönemine göre 5 puan düşürülerek yüzde 10'a çekilmiştir. Ayrıca, petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi ve enflasyon ana eğilimde gerileme olacağına dair öngörüler çerçevesinde 2019 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki Rapor dönemine göre 1,9 puan aşağı çekilerek yüzde 12,0 olarak belirlenmiştir (Grafik 1.b).

2019 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

Ekim Enflasyon Raporunun 2019 yılı sonuna ilişkin tahminleri gerçekleşmenin 0,2 puan üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede, temel olarak döviz kuru ve iç talep gelişmelerinin de etkisiyle ana eğilim öngörülere göre bir miktar daha olumlu gerçekleşmesi etkisi olmuştur. 2019 yıl sonu gıda enflasyonu yüzde 10,9 ile yüzde 10 olan varsayımın üzerinde gerçekleşirken, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artış varsayımların sınırlı bir miktar altında kalmıştır. Söz konusu unsurların 2019 yıl sonu enflasyon tahmin hatasına yaptıkları katkılar Tablo 2'nin son sütununda sunulmuştur.

Tablo 2: 2019 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER
Enflasyon Tahminleri (%)	14,6	14,6	13,9	12,0
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (Puan Katkı)*				
	Nis – Oca	Tem – Nis	Eki – Tem	Ara – Eki
Gıda	0,7	-0,2	-1,2	0,2
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	0,3	-0,3	-0,3	-0,1
Enflasyonun Ana Eğilimi	-0,3	-0,6	-1,1	-0,3
Çıktı Açığı	-0,1	0,2	0,1	0
Alkol, Tütün ve Diğer Vergi Ayarlamaları	-0,6	0,2	0,6**	0

Kaynak: TCMB.

* Tablodaki ilk üç sütun, birbirini takip eden iki enflasyon raporu arasındaki yıl sonu tahmin farkının; son sütun ise Ekim Enflasyon Raporu tahmini ile yıl sonu enflasyon gerçekleşmesi arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2019 yıl sonu enflasyonu yüzde 11,8 olarak gerçekleşmiştir.

** Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan tütün ürünleri fiyatlarındaki artış rakamı gösterilmiştir.

Özetle, 2019 yıl sonuna dair enflasyon tahminleri sıkı para politikası duruşu ve enflasyonu düşürmeye odaklı güçlü makro politika koordinasyonunun başta döviz kuru, fiyatlama davranışları ve beklentiler olmak üzere enflasyonun temel belirleyicileri üzerindeki olumlu etkilerine bağlı olarak, yıl içinde kademeli olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. Yılın ikinci çeyreğinden itibaren gıda ve petrol fiyatları varsayımlarında yapılan aşağı yönlü güncellemeler de bu gelişmede rol oynamıştır. TCMB, Enflasyon Raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.