

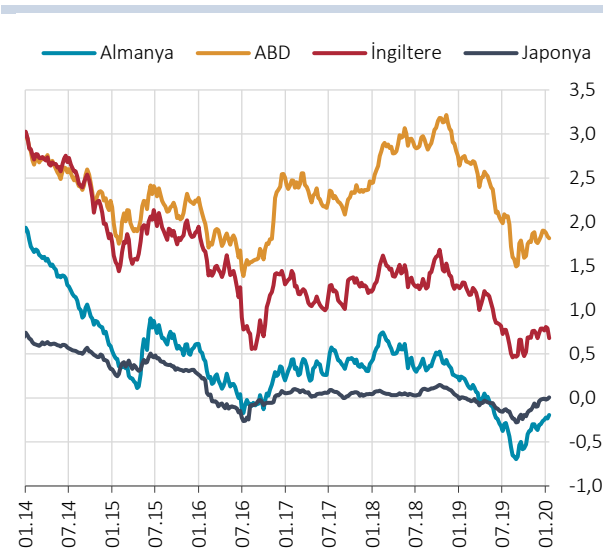
1. Genel Değerlendirme

Küresel büyümede süregelen yavaşlama 2019 yılı son çeyreğinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde eşanlı olarak devam ederken, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler son dönemde bir miktar azalmakla birlikte önemini korumuştur. ABD-Çin arasındaki ticaret anlaşmazlıklarının giderilmesine yönelik olumlu gelişmeler; Brexit sürecine ilişkin belirsizliklerin azalması ve küresel para politikalarının büyümeyi destekleyici yönde olması küresel iktisadi faaliyete ilişkin beklentileri olumlu yönde etkilemiştir. Ancak, Orta Doğu ve Kuzey Afrika kaynaklı jeopolitik gerilimlerin Ocak ayıyla birlikte şiddetlenmesi, bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan toplumsal olaylar, güney yarıküredeki kuraklık ve son günlerde Çin’de başlayan salgın hastalığa ilişkin gelişmeler küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskler olarak öne çıkmıştır. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerde büyüme görünümünün önümüzdeki dönemde bir miktar olumluya dönmesi beklenmekle birlikte, ülkelere özgü kırılganlıklar GOÜ’lerde büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel enflasyona ilişkin riskler dengelidir. Küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin azalmasının emtia fiyatları kanalıyla küresel manşet enflasyonu, büyüme kanalıyla ise çekirdek enflasyonu artırma olasılığı bulunmaktadır. ABD ve Euro Bölgesi işgücü piyasalarındaki sıkışma da çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, küresel belirsizliklerin halen yüksek seviyelerini koruyor olması ve jeopolitik gerilimlerin yeniden şiddetlenmesi küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Jeopolitik gelişmeler petrol fiyatlarındaki oynaklığı artırsa da, petrol üretimine ilişkin öngörüler fiyatlarda her iki yönde de risklerin varlığına işaret etmektedir.

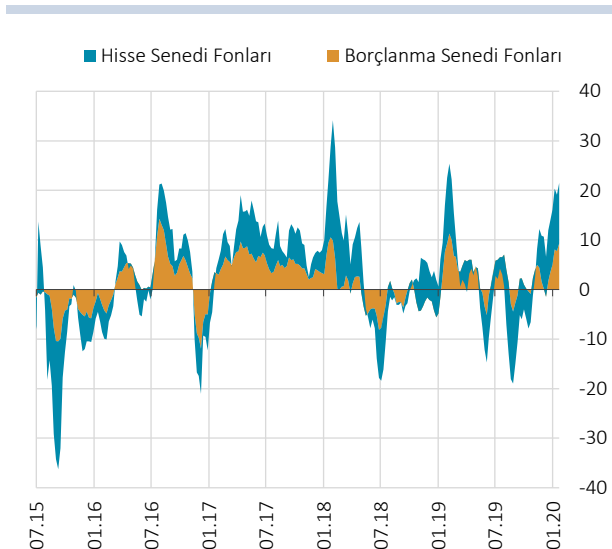
Mevcut küresel finansal koşullar ve son dönemde küresel ticarete ilişkin beklentilerdeki kısmi iyileşme risk iştahını ve gelişen ülke finansal varlıklarına yönelik talebi desteklemiştir. 2019 yılının dördüncü çeyreğinde gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirileri bir miktar yükselmiştir (Grafik 1.1). Buna karşın küresel enflasyondaki zayıf seyir para politikalarının büyümeyi desteklemeyi sürdüreceği yönündeki beklentileri güçlü tutmaya devam etmektedir. Böylece, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarında, hisse senedi piyasalarında daha güçlü olmak üzere, bir miktar toparlanma gözlenmiştir (Grafik 1.2). Küresel belirsizliklerin hala yüksek seyretmesi, belirsizliğin küresel büyüme üzerindeki aşağı yönlü en önemli risk unsuru olmayı sürdüreceğini ima etmektedir. Dolayısıyla, GOÜ'lerde ülkeye özgü faktörler portföy akımlarının seyri açısından önemini korumaktadır.

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 gerilemeye devam ederken, kredi kanalının büyümeye desteği belirginleşmiştir. Enflasyon görünümündeki iyileşme ve politika faizindeki indirimler sonucu yurt içi fonlama koşullarının gevşemesi ticari ve tüketici kredi faizlerine belirgin düşüş olarak yansımıştır. Kredi faizlerindeki gerileme ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak kredi büyümesinde yılın üçüncü çeyreğinde başlayan canlanma devam etmiştir.

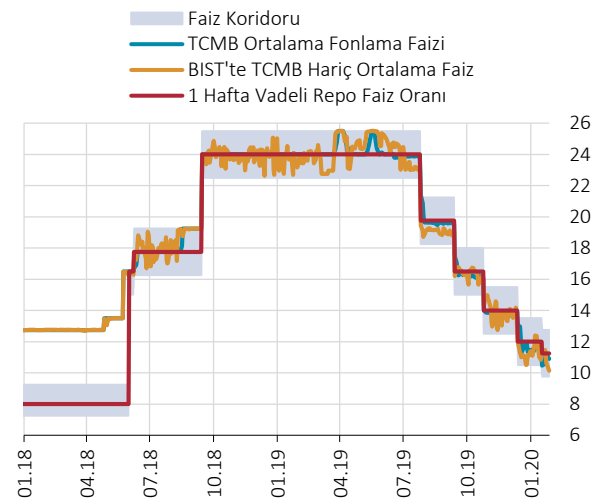
Eylül ve Ekim aylarında tek haneye gerileyen tüketici enflasyonu, yılın son iki ayında bir önceki yılın aynı dönemindeki düşük bazın da etkisiyle artmıştır. Böylece, tüketici enflasyonu son çeyrekte bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 2,58 puan yükselerek 2019 yılını yüzde 11,84 ile Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin altında tamamlamıştır. Eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin göstergeler son çeyrekte enflasyonun ana eğiliminde ılımlı seyrin korunduğuna işaret etmiştir. Enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin genele yayılarak devam etmesi ve beklentiler arasındaki uyumun güçlenmesi orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin belirsizliklerin önemli ölçüde azaldığına işaret etmiştir.

İktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi devam etmektedir. 2019 yılı üçüncü çeyreğinde finansal koşullardaki iyileşmenin de desteğiyle büyümenin temel sürükleyicisi yurt içi talep olmuştur. Son çeyreğe ilişkin veriler, iktisadi faaliyetin iç talep kaynaklı olarak güç kazandığına ve toparlanmanın sektörel yayılımındaki iyileşmenin devam ettiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda tarım dışı istihdam artmış ve işsizlik oranları buldukları yüksek seviyelere göre bir miktar gerilemiştir. Yatırımlar üçüncü çeyrekte zayıf seyretmiş, ancak yakın döneme ilişkin göstergeler yatırım eğiliminde iyileşmeye işaret etmiştir. 2020 yılında iktisadi faaliyetteki toparlanmanın devam edeceği öngörülürken, küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler sermaye akımları, dış ticaret ve emtia fiyatları kanalıyla büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

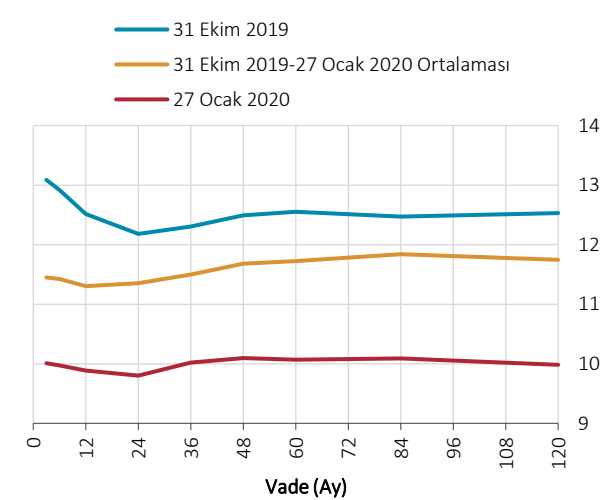
2019 yılının ikinci yarısında başlayan faiz indirim süreci Ocak ayında da devam etmiştir. TCMB, 2019 yılı genelinde parasal duruşunu enflasyonun ana eğilimine dair göstergeleri dikkate alarak enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirlemiştir. 2019 yılının ilk yarısında politika faiz oranı sabit tutulmuş; sıkı parasal duruş ve güçlü politika koordinasyonu neticesinde yılın ikinci yarısında enflasyon görünümü ve beklentilerdeki iyileşme belirginleşmiştir. Enflasyon görünümündeki iyileşmeye paralel olarak Temmuz-Aralık döneminde gerçekleştirilen güçlü indirimlerle politika faizi 1200 baz puan gerilerken, Ocak ayında 75 baz puanlık ölçülü adımla birlikte politika faizi yüzde 11,25 olarak belirlenmiştir (Grafik 1.1.1). Politika faizindeki indirimlere ek olarak enflasyon beklentileri ve ülke risk primindeki düşüşün de katkısıyla Türk lirası getiri eğrileri aşağı kaymıştır (Grafik 1.1.2).

Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

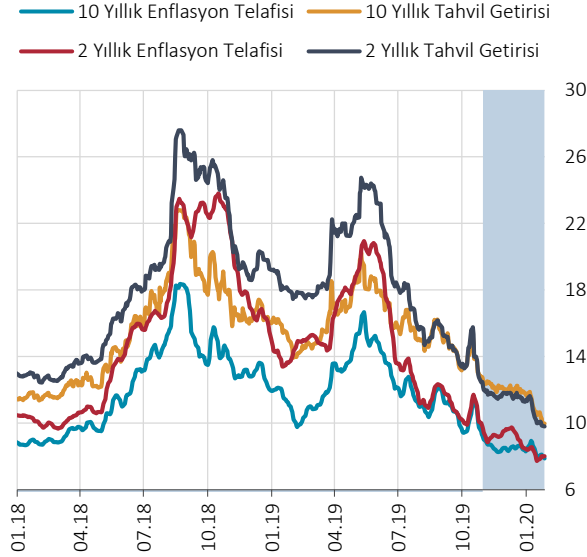
Grafik 1.1.2: DİBS Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

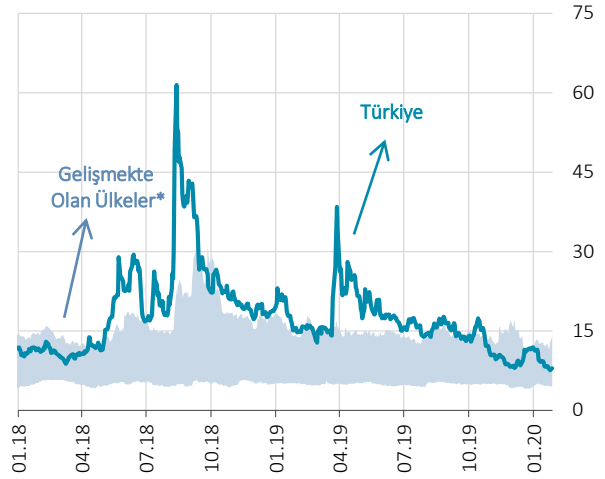
Uzun vadeli faizlerdeki düşüş sürerken, özellikle kısa vadeli döviz kuru oynaklığı görece düşük seviyelere gerilemiştir. Enflasyon beklentilerindeki genele yayılan iyileşmeye ek olarak iktisadi faaliyetteki toparlanma ve küresel gelişmelerin de katkısıyla gerileyen ülke risk primi uzun vadeli faizlerin de aşağı gelmesini sağlamıştır (Grafik 1.1.3).¹ Türk lirasının 1 ay vadeli ima edilen oynaklığı gerilemiş ve diğer gelişmekte olan ülkeler arasında orta sıralara kadar gelmiştir (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3: Tahvil Getirileri (%) ve Enflasyon Telifisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

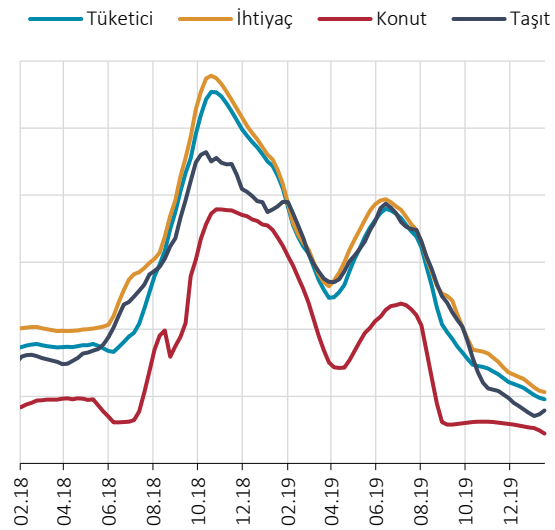


Kaynak: Bloomberg.

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

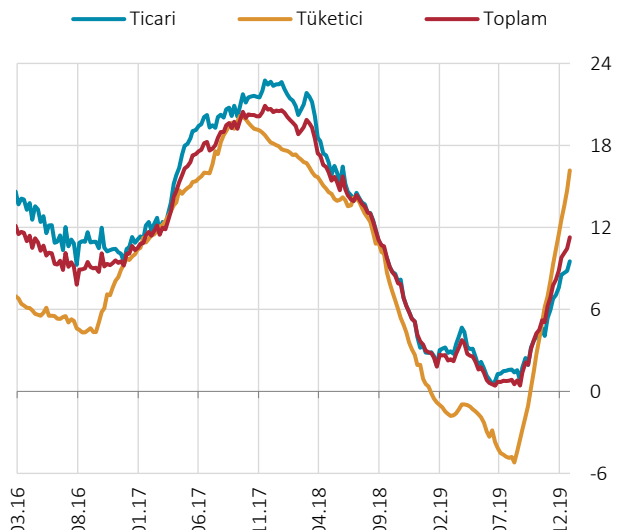
Kredi kanalı iktisadi faaliyetteki toparlanmayı desteklemektedir. Yurt içi fonlama koşullarının gevşemesiyle kredi faizleri belirgin ölçüde gerilemiş, yıllık kredi büyümesi güçlenmiştir (Grafik 1.1.5 ve Grafik 1.1.6). TCMB'nin attığı zorunlu karşılık adımları ve kamu bankaları öncülüğünde uygulanan düşük faizli konut ve ihtiyaç kredisi kampanyaları da kredilerdeki canlanmaya katkıda bulunmuştur.

Grafik 1.1.5: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

¹ Ülke risk primindeki düşüşün kaynaklarına dair detaylı bir analiz Kutu 5.1'de yer almaktadır.

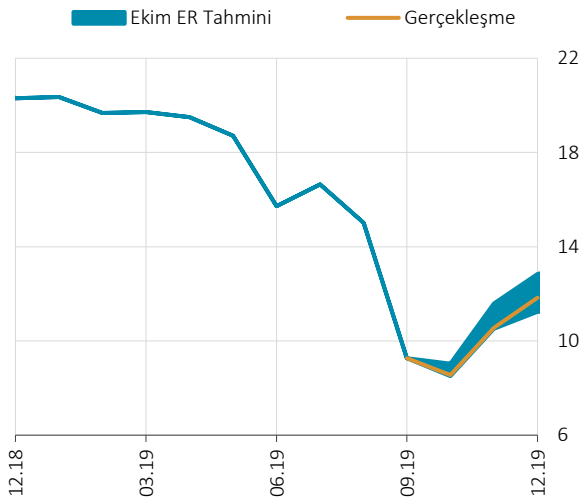
1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2019 yılının son çeyreğinde, bir önceki çeyrek sonuna kıyasla, 2,58 puan artarak yüzde 11,84'e yükselmiş ve yılı Ekim Enflasyon Raporu tahmininin altında tamamlamıştır (Grafik 1.2.1). Böylelikle tüketici enflasyonu 2019 yılında temelde birikimli döviz kuru etkilerinin ortadan kalkmasıyla bir önceki yıl sonuna kıyasla 8,5 puan gerilemiştir. Talep koşulları, işlenmemiş gıda ve ithalat fiyat gelişmeleri enflasyondaki düşüşe destek veren diğer unsurlar olmuştur. Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu da öngörülere kıyasla bir miktar daha düşük gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.2).

Yılın son çeyreğinde, Türk lirasındaki görece ılımlı seyir, ABD doları bazında ithalat fiyatlarındaki gerileme ve ılımlı iç talep koşullarına karşın; uluslararası petrol fiyatlarındaki artış ve bir önceki yılın aynı dönemindeki düşük bazın da etkisiyle hem tüketici enflasyonu hem de çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu yükselmiştir. Enflasyondaki artış, baz etkisinin güçlü olduğu temel mal ve enerji gruplarında daha belirgin olmuştur. Gıda enflasyonu işlenmemiş gıda kaynaklı olarak yükselirken, hizmet enflasyonu yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.3).

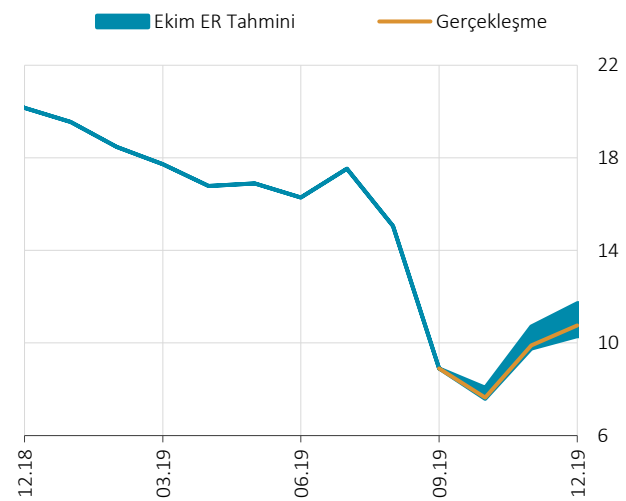
Grafik 1.2.1: Ekim 2019 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



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 Ekim 2019 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



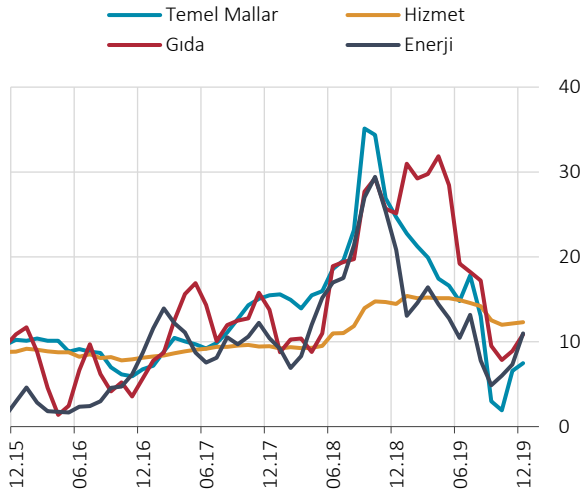
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Enflasyon beklentilerindeki iyileşme genele yayılarak devam ederken, dağılım itibarıyla ortalama beklenti etrafındaki uzlaşma artmıştır. Beklentiler arasındaki uyumun güçlenmesi orta vadeli enflasyon belirsizliğinin önemli ölçüde azaldığına işaret etmiştir. Yılın son çeyreğinde döviz kuru, iç talep koşulları ve üretici fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak çekirdek enflasyon göstergelerinin eğilimleri ılımlı seyretmiştir. Eğilim ve fiyatlamaya davranışına ilişkin diğer göstergeler de bu seyri desteklemiştir (Grafik 1.2.4).

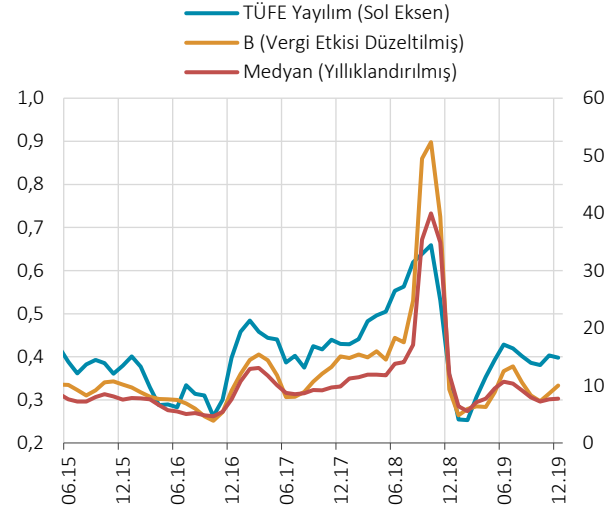
Maliyet unsurlarındaki gelişmelere bağlı olarak yılın ilk aylarında enflasyon eğiliminde bir miktar artış öngörülmektedir. Bazı ürünlerin KDV oranlarında indirimle gidilmesi ve alkol-tütün ürünlerinde 2020 yılı ilk altı ay için maktu vergilerin sabit tutulmasının tüketici enflasyonunu sınırlaması beklenirken, asgari ücret artışının reel birim işgücü maliyetleri kanalıyla enflasyon üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir.

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



Kaynak: TÜİK.

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



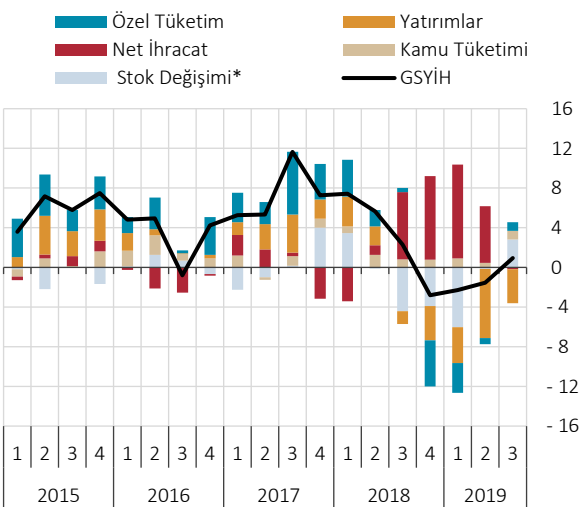
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Yayılım Endeksi: Fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı.
Medyan enflasyon: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeri.
B Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış, 3 Aylık Ortalama % Değişim).

Arz ve Talep

İktisadi faaliyet, 2019 yılı üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu olarak toparlanmaya devam etmiştir. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 0,4, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,9 oranında artmıştır. Üçüncü çeyrekte büyümenin temel belirleyicisi finansal koşullardaki iyileşmenin de desteğiyle yurt içi talep olmuştur (Grafik 1.2.5). Tüketim harcamaları artmaya devam ederken, toplam yatırımlarda düşüş eğilimi durmuş, ancak düzey itibarıyla zayıf seyir korunmuştur. İhracattaki artışın devamına rağmen yurt içi talepteki toparlanmaya ithalatın da eşlik etmesiyle net ihracat uzun bir aradan sonra yıllık ve dönemlik büyümeye negatif katkı vermiştir.

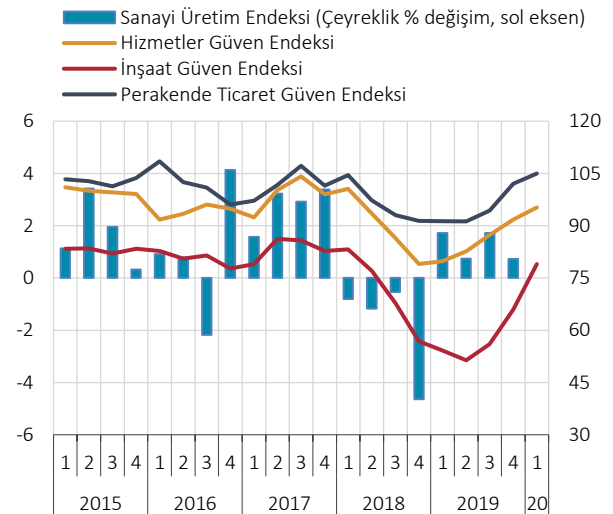
Grafik 1.2.5: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiksel sapmayı kapsamaktadır.

Grafik 1.2.6: Sanayi Üretim Endeksi ve Sektörel Güven Endeksleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış)



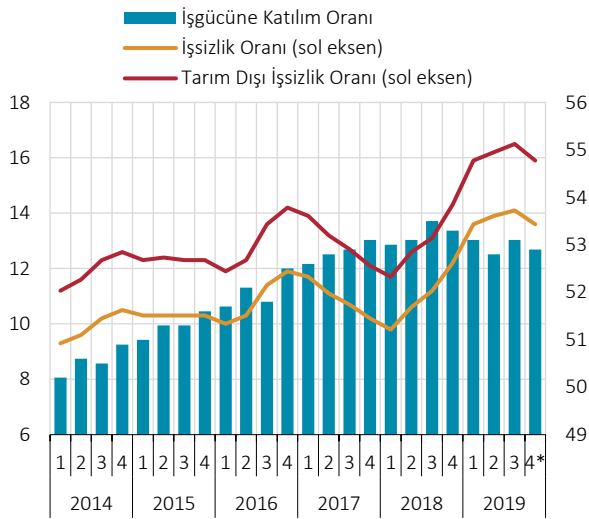
Kaynak: TÜİK.

* Son veri sanayi üretimi için Ekim-Kasım 2019 dönemini, güven endeksleri için Ocak 2020'yi kapsamaktadır.

Yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyetin güç kazandığı ve toparlanmanın sektörel yayılımındaki iyileşmenin devam ettiği görülmektedir (Grafik 1.2.6). Bu dönemde risk primi, döviz kuru oynaklığı ve belirsizliklerdeki azalmayla birlikte finansal koşullardaki iyileşme yurt içi talebi belirgin ölçüde desteklemiştir. Ayrıca, kamu harcamalarının tüketim kanalıyla büyümeye katkısı devam etmiştir. Toparlanmanın güç kazanmasıyla tarım dışı istihdam inşaat sektörü de dâhil olmak üzere artmış ve işsizlik oranları gerilemiştir (Grafik 1.2.7). Küresel büyüme görünümündeki yavaşlamaya rağmen rekabet gücü kazanımları, pazar çeşitlendirme esnekliği ve turizmdeki güçlü seyir mal ve hizmet ihracatındaki artışı desteklemektedir. Buna karşın, yurt içi talepteki toparlanmaya bağlı olarak ithalattaki artışın devam etmesiyle net ihracatın büyümeye katkısının son çeyrekte de negatif olması beklenmektedir. Bu görünüme bağlı olarak yıllıklandırılmış cari işlemler dengesinde de düşüş gözlenmektedir (Grafik 1.2.8).

Finansal koşullardaki iyileşmeyle birlikte 2020 yılında iktisadi faaliyetin potansiyel düzeyine yakınsamaya devam edeceği öngörülmektedir. Çıktı açığının mevcut düzeyleri dikkate alındığında öngörülen toparlanma eğilimi altında toplam talep koşullarının enflasyonist olmayacağı tahmin edilmektedir. Yatırım ve istihdam eğilimindeki iyileşmeye bağlı olarak yurt içi talebin kademeli olarak güçleneceği; büyüme kompozisyonundaki değişimle birlikte ithalat talebinde gözlenecek toparlanma nedeniyle net ihracatın yıllık büyümeye katkısının 2020 yılında negatif olacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, son dönemde büyüme kompozisyonunun etkisiyle belirgin bir iyileşme kaydeden cari işlemler dengesinin alınan tedbirlerin de katkısıyla önümüzdeki dönemde ılımlı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Grafik 1.2.7: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

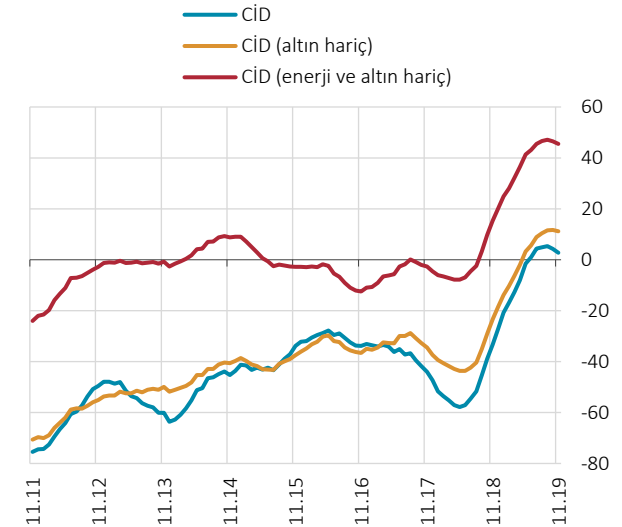


Kaynak: TÜİK.
* Ekim dönemi.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalırken, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları öngörülerle uyumlu seyretmiştir. Küresel büyümedeki zayıf seyir ve petrol üretiminin güçlü seyredeceğine yönelik 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 dolarından 60 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.9). 2020 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da sınırlı olarak yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.10).

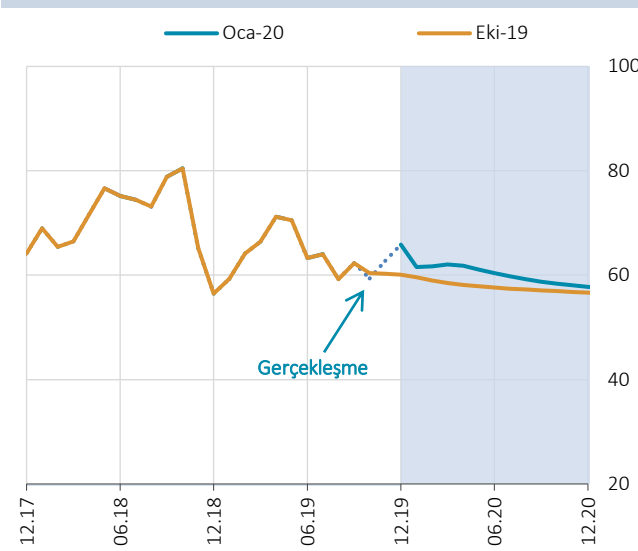
Grafik 1.2.8: Cari İşlemler Dengesi (CİD) (12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan diğer bir değişken de işlenmemiş gıda fiyatlarıdır. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu son çeyrekte artış kaydetmiş ve yılı yüzde 10,89 ile tamamlayarak Ekim Enflasyon Raporu öngörüsüne göre bir miktar daha yüksek gerçekleşmiştir. 2020 yılı için Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 11 olan gıda enflasyon varsayımı korunmuştur.

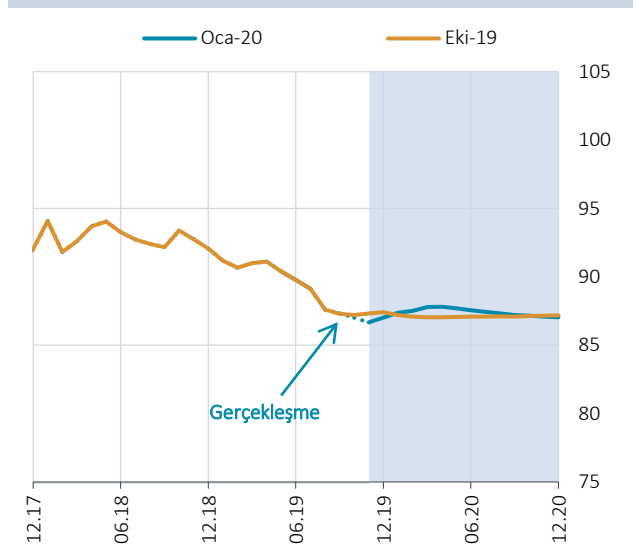
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

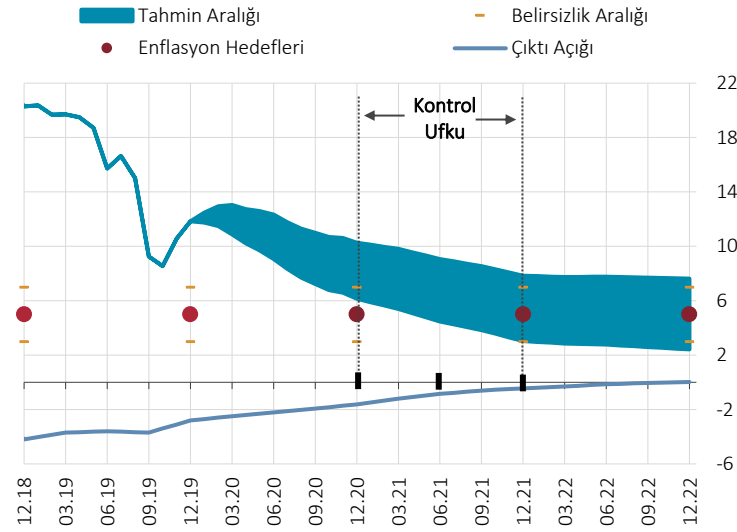
Maliye Politikası, Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı olarak 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.

1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir para politikası duruşu ve güçlü politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2020 yıl 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 1.3.1).

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



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. 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; reel birim işgücü maliyetlerindeki artış ise 0,2 puan yükseltmektedir. 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.

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 oluşturulurken, 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.

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.

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 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 uzlaşi 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 enflasyon katılığının azaltılması amacıyla yönetilen/yönlendirilen fiyat, ücret ve vergi ayarlamalarının

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.

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 ithalatta 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 sınırlandırabilecektir. 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 kırılganlıklar sermaye akımlarında son dönemde gözlenen ivmelenmeyi sınırlandırabilecektir.

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, salgın hastalıklara ilişkin haber akışı 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.