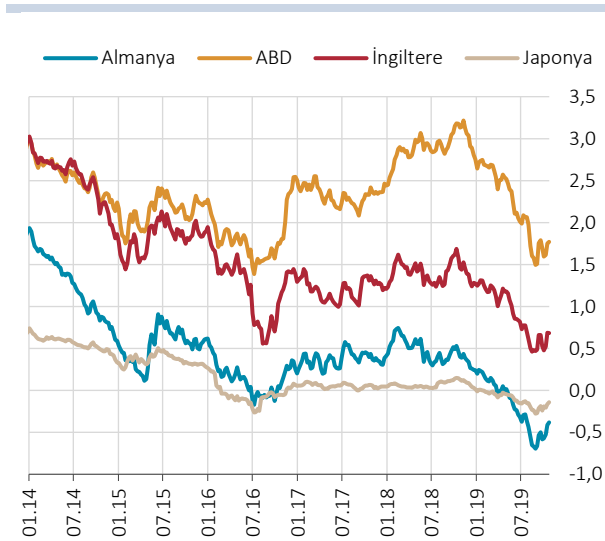


1. Genel Değerlendirme

Küresel iktisadi faaliyetteki zayıflama 2019 yılının ikinci yarısında daha da belirginleşmiş, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlik oldukça yükselmiştir. Artan jeopolitik belirsizlikler ile birlikte değerlendirildiğinde, küresel büyüme görünümü bir önceki Rapor dönemine göre daha zayıf seyretmektedir. Bu gelişmeler emtia piyasalarını baskılamakta ve ham petrol fiyatlarının ılımlı seyretmesine neden olmaktadır. Bu doğrultuda, 2019 yılında küresel enflasyon oranlarının, küresel büyüme görünümü ve emtia fiyatlarına bağlı olarak yatay bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

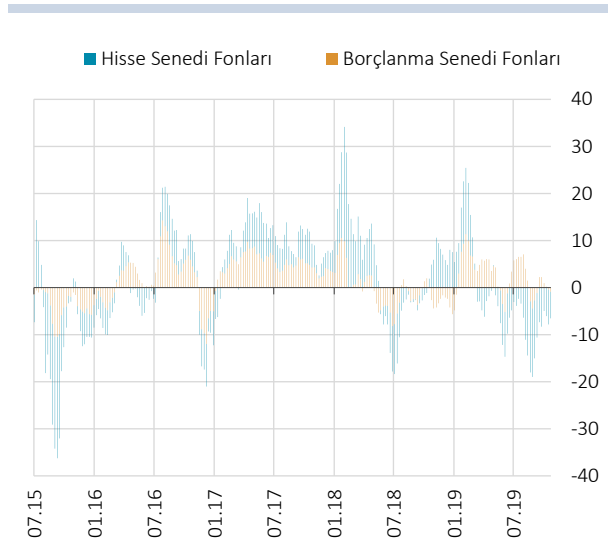
Küresel iktisadi faaliyetteki zayıflamanın ve enflasyona dair aşağı yönlü risklerin belirginleşmesiyle küresel para politikalarındaki gevşeme eğilimi de bir önceki Rapor dönemine göre güçlenmiştir. Bu dönemde, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere parasal duruş gevşetmiştir. Bu çerçevede, küresel finansal koşullar daha olumlu bir görünüm sergilemiş ve özellikle ABD’de uzun vadeli tahvil faizleri gerilemiştir (Grafik 1.1). Bu durum, gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına yönelik talebi ve risk iştahını desteklemekle birlikte, korumacılık önlemleri ve küresel ekonomi politikalarına dair diğer belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelen portföy akımlarının zayıf seyretmesine yol açmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde GOÜ borçlanma senedi piyasalarına girişler oldukça sınırlı olurken, hisse senedi piyasalarından yoğun çıkışlar gözlenmiştir (Grafik 1.2). Küresel belirsizliğin yüksek seyri, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve GOÜ’lerde ülkeye özgü kırılmalıklar önümüzdeki dönemde söz konusu ülke grubuna yönelen portföy akımları açısından belirleyici olmaya devam edecektir.

Grafik 1.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 1.2: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

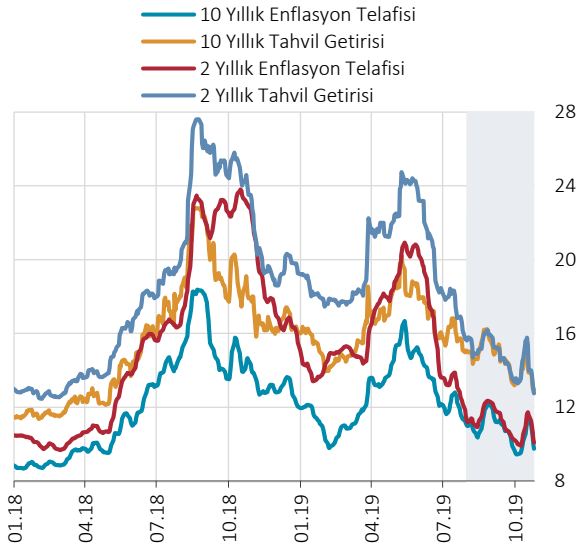
Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik gelişmelere bağlı olarak geçtiğimiz dönemde Türkiye’nin risk primi dalgalı bir seyir izlemiştir. Ağustos ayında küresel risk iştahının gerilemesiyle diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye’nin de risk primi yükselmiştir. Eylül ayında tekrar gerileyen ülke risk primi, Ekim ayında jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı seyretmiştir. Bu durum ülkeye yönelik portföy akımlarına da yansımıştır. Öte yandan, TCMB politika faizindeki indirimlerin yanı sıra, enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki düşüş ile bankacılık sektörü likiditesindeki iyileşmeye bağlı olarak kredi ve mevduat faizleri belirgin oranda gerilerken, kredi büyümesi arz ve talep kaynaklı olarak hız kazanmıştır. Mevcut Rapor döneminde, enflasyon beklentilerindeki düşüşle uyumlu şekilde gerileyen enflasyon telafilerine bağlı olarak uzun vadeli tahvil faizlerindeki gerileme eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.1.1). Bu gelişmede, para politikasındaki temkinli duruşun, döviz kurunun istikrarlı seyrinin ve enflasyondaki düşüşün tahminlerden de olumlu şekilde devam etmesinin belirleyici olduğu değerlendirilmektedir.

Bu dönemde enflasyon görünümündeki iyileşme devam etmiştir. Tüketici enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 6,46 puan düşerek yüzde 9,26'ya gerilemiştir. Enflasyondaki belirgin yavaşlamada, bir önceki yıldan gelen yüksek baz etkisinin yanı sıra; parasal sıkılık düzeyi, iç talep koşulları, ılımlı seyreden döviz kuru ve emtia fiyatları ile enflasyon beklentilerindeki iyileşme etkili olmuştur. Öte yandan, iktisadi faaliyet ılımlı toparlanma eğilimini sürdürmüştür. Sektörel yayılım iyileşmeye devam etmekle birlikte, yatırımlar zayıf seyrini korumaktadır. Önümüzdeki dönemde net ihracatın büyümeye katkısının azalarak da olsa süreceği, enflasyondaki düşüş eğilimi ve finansal koşullardaki iyileşmeyle birlikte ekonomideki kademeli toparlanmanın devam edeceği öngörülmektedir.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

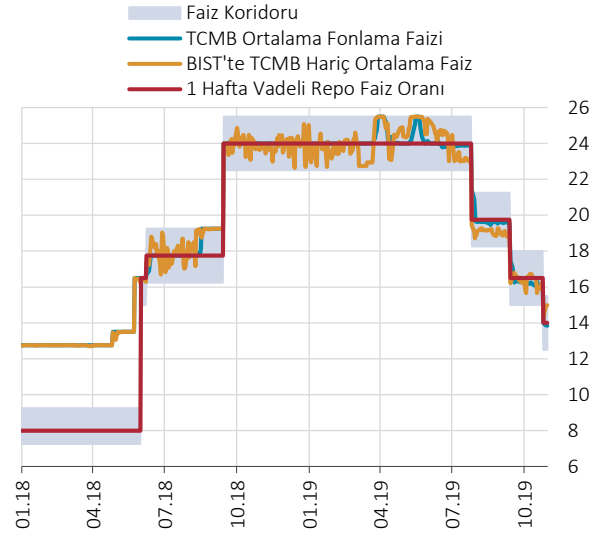
Enflasyon görünümünde süregelen iyileşmeye bağlı olarak, Temmuz, Eylül ve Ekim aylarındaki PPK toplantılarında faiz indirimleri yapılmış ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 14'e düşürülmüştür (Grafik 1.1.2). Sistemin fonlama ihtiyacı, reeskont kredileri, TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemleri ve Hazine'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler sonucu, bir önceki Rapor dönemine göre belirgin ölçüde azalmıştır. Açık piyasa işlemleri fonlaması büyük ölçüde bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılanmış ve sınırlı düzeyde Piyasa Yapıcı repo kullanımı gerçekleşmiştir. Piyasa Yapıcı bankalara kullandırılan likidite imkânının da etkisiyle BIST gecelik repo faizleri politika faizinin bir miktar altında oluşmaktadır.

Grafik 1.1.1: Tahvil Getirileri (%) ve Enflasyon Telifisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

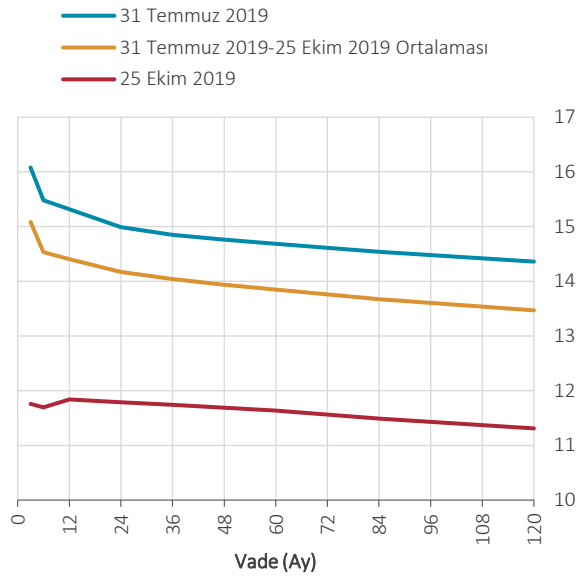
Grafik 1.1.2: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

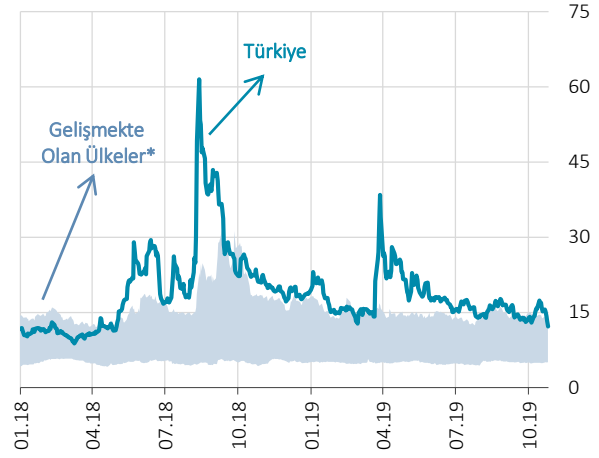
Mevcut Rapor döneminde faiz indirimlerine ek olarak, enflasyon beklentilerindeki düşüşün katkısıyla kur takası getirilerinin tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre gerilediği görülmektedir (Grafik 1.1.3). Türk lirasının ima edilen oynaklığı yılın üçüncü çeyreğinde yatay seyretmiş, ancak, Ekim ayında jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemiştir (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, %)

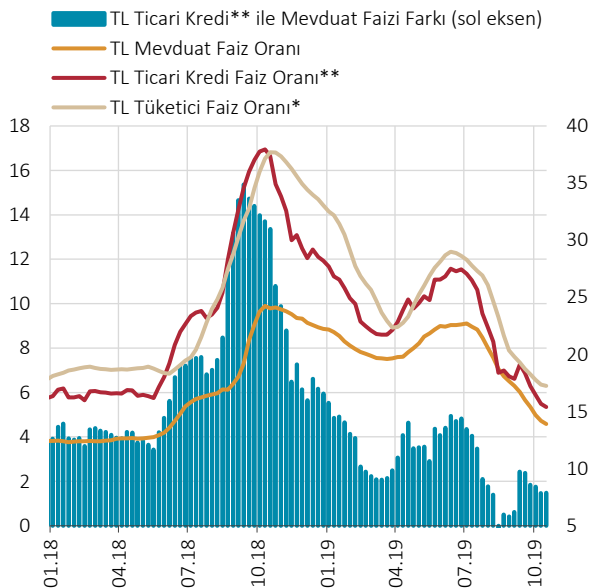


Kaynak: Bloomberg.

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

TCMB'nin faiz indirimleri sonrasında kredi faizleri tüm kredi türlerinde belirgin olarak gerilemiş, ticari kredi ve mevduat faizi farkı tarihsel ortalamaların altına inmiştir (Grafik 1.1.5). Bu dönemde, finansman koşullarındaki iyileşme ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak kredi talebinin artması tüketici kredilerinin Ağustos ayı başından itibaren önemli bir ivme kazanmasına yol açmıştır. Tüketici kredilerine göre daha ılımlı olmakla birlikte, ticari kredilerde de artış gözlenmeye başlamıştır (Grafik 1.1.6).

Grafik 1.1.5: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

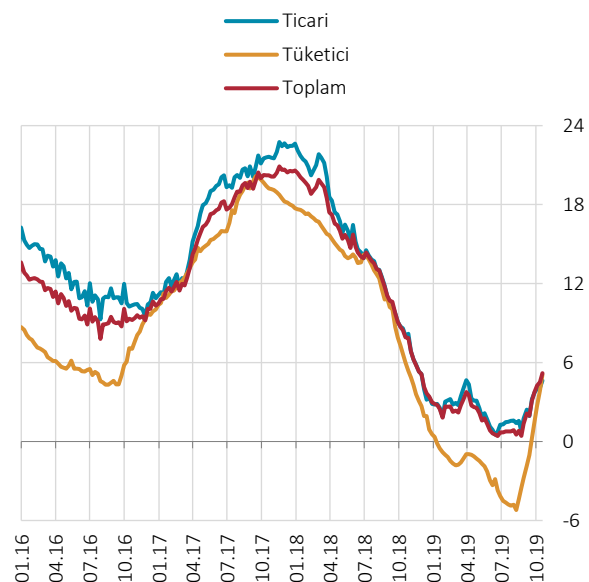


Kaynak: TCMB.

* İhtiyaç, taşıt ve konut kredi faizlerinin ortalaması.

** Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

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



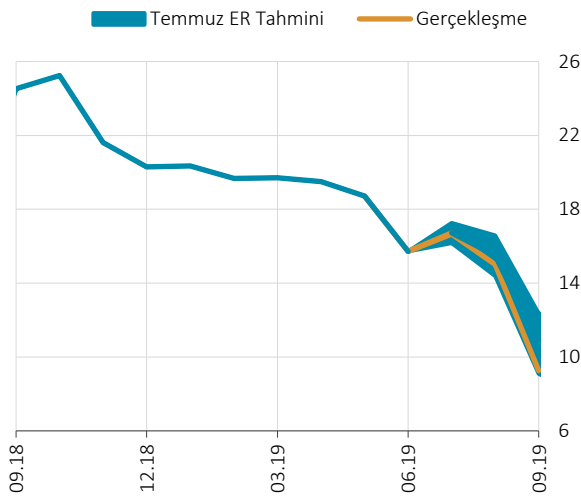
Kaynak: TCMB.

1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2019 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 9,26'ya gerilemiştir. Çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu da bu dönemde belirgin olarak yavaşlamıştır. Gerek tüketici enflasyonu gerekse çekirdek enflasyon Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerinin alt bandına yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve Grafik 1.2.2). Bu dönemde enflasyonda gözlenen belirgin yavaşlamada, bir önceki yıldan gelen yüksek baz etkisinin yanı sıra Türk lirasının yakın dönemdeki istikrarlı seyri, enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve iç talep koşulları etkili olmuştur. ABD Doları bazında ithalat fiyatları da enflasyondaki düşüşü desteklemiştir.

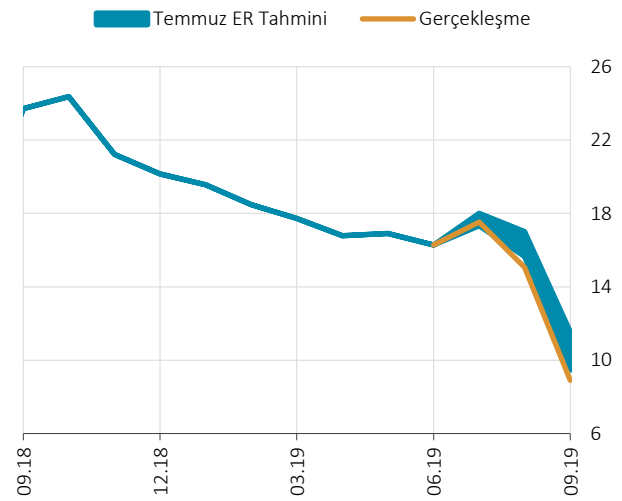
Grafik 1.2.1: Temmuz 2019 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



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 Temmuz 2019 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



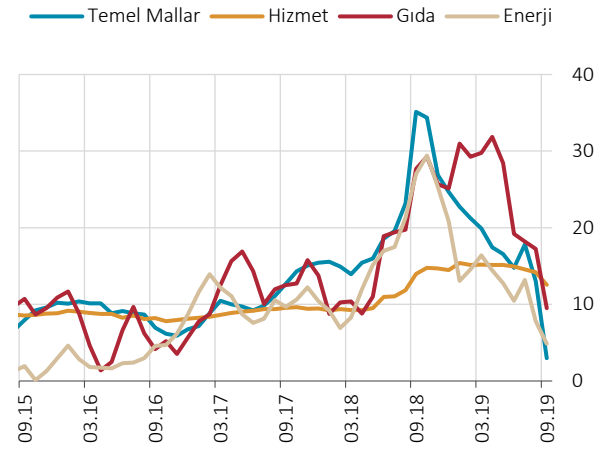
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yıllık enflasyondaki düşüş tüm ana alt gruplara yayılırken, temel mal ve gıda enflasyonundaki gerileme daha belirgin olmuştur. Temel mal grubunda yıllık enflasyon vergi indirimlerinin sona ermesiyle Temmuz ayında geçici olarak yükselmiş olsa da, sonrasında baz etkisinin yanında döviz kuru ve yurt içi talebin ılımlı seyrine bağlı olarak düşmüştür (Grafik 1.2.3). Gıda grubunda ise yıllık enflasyon yüzde 9,52'ye gerilemiştir. Bu gelişmede, güçlü bazın yanı sıra, olumlu seyreden hava koşullarının başta taze meyve-sebze olmak üzere tarımsal ürün arzını arttırması ve işlenmiş gıda fiyat artışlarının ılımlı seyretmesi etkili olmuştur. Enerji fiyatları, elektrik ve doğalgaz kalemlerindeki fiyat ayarlamalarına bağlı olarak üçüncü çeyrekte yükselse de, grup yıllık enflasyonu baz etkisiyle gerilemiştir. Hizmet grubu yıllık enflasyonunda, birikmiş maliyetlere bağlı gecikmeli fiyat artışları ve geçmiş enflasyona endekslene neticesinde yukarı yönlü etkiler görülmesine karşın, gıda fiyatları ve iç talep koşullarına bağlı olarak düşüş gözlenmiştir. Diğer taraftan, bu dönemde tütün ürünlerindeki fiyat ayarlamaları enflasyondaki düşüşü sınırlamıştır.

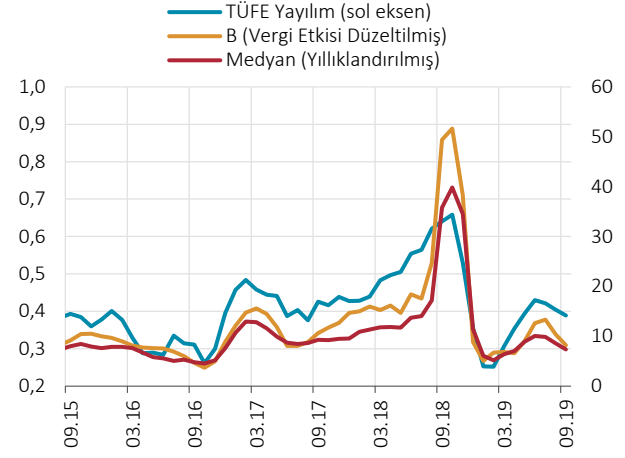
Yılın üçüncü çeyreğinde, fiyatlama davranışına ilişkin göstergeler enflasyonun ana eğiliminde önemli bir iyileşmeye ve fiyat artırma eğiliminde zayıflamaya işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Bu gelişmede, döviz kurlarındaki görece istikrarın yanı sıra enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve iç talep koşullarının ılımlı seyri öne çıkmıştır. Tüketici enflasyonunun Ekim ayında da tek hanede kalması, yılın son iki ayında ise ters baz etkisiyle bir miktar yükselerek ana eğilim göstergeleriyle daha uyumlu düzeylere geleceği öngörülmektedir. Elektrik ve doğalgaz gibi yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının tüketici enflasyonu üzerindeki dolaylı etkileri yakından takip edilmektedir. Ayrıca, enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin devamlılığı ve orta vadeli enflasyon hedefleriyle uyumu önümüzdeki dönem para politikası duruşu açısından önemli bir gösterge olacaktır.

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)



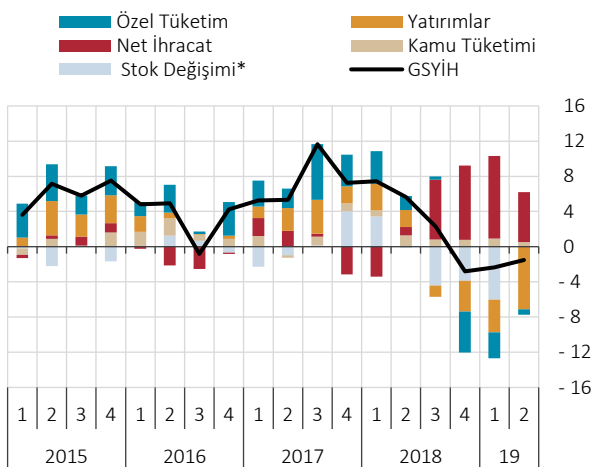
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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 ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu olarak ılımlı bir toparlanma kaydetmiştir. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,5 oranında daralırken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,2 oranında artmıştır. Net ihracatın yıllık büyümeye katkısı yüksek düzeylerde gerçekleşirken yurt içi talep geçtiğimiz yıla kıyasla zayıf seyretmiştir. Yılın ilk yarısında gözlenen toparlanmaya ise hem yurt içi talep hem net ihracat katkı yapmıştır. Yurt içi talep artışında kamu tüketim harcamalarının yanı sıra dayanıklı tüketim mallarına yönelik vergi indirimleri, ilk çeyrekteki güçlü kredi ivmesinin gecikmeli etkileri ve reel ücret artışlarının desteğiyle artan tüketim harcamaları etkili olmuştur. Diğer taraftan, yatırım harcamaları yüksek seyreden risk primi ve finansal koşullardaki sıkılığın etkisiyle zayıf seyretmiştir (Grafik 1.2.5).

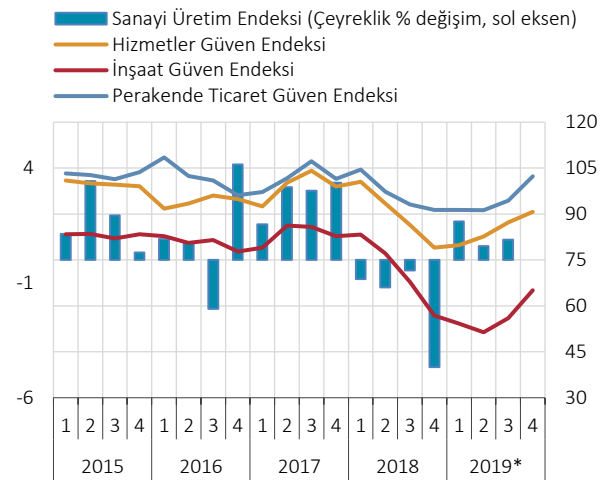
Grafik 1.2.5: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar (% Puan)



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)



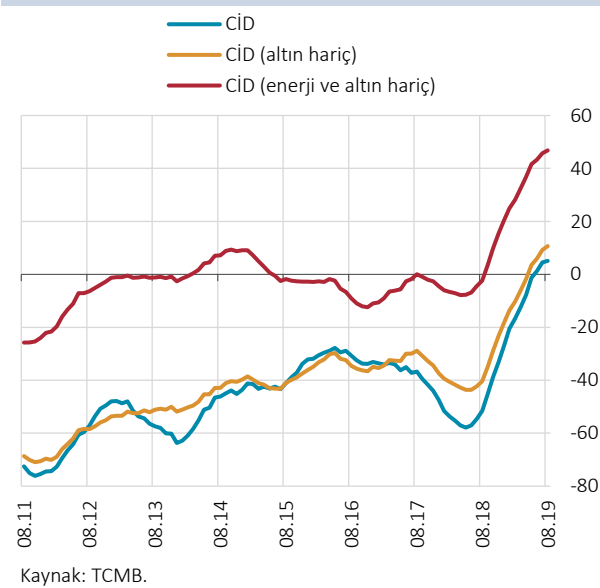
Kaynak: TÜİK.

*Son veri sanayi üretimi için Temmuz-Ağustos dönemini, güven endeksleri için Ekim ayını kapsamaktadır.

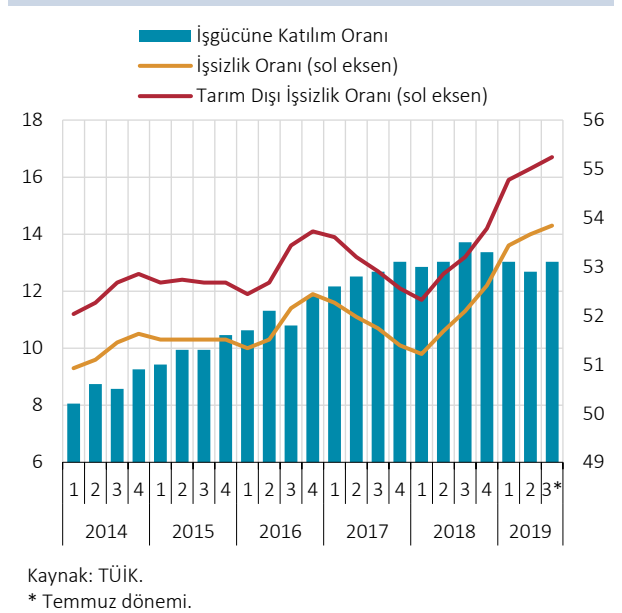
İktisadi faaliyetin ılımlı toparlanma eğiliminin ve sektörel yayılımındaki iyileşmenin yılın üçüncü çeyreğinde devam ettiği görülmektedir. Sanayi üretimi ve anket göstergeleri bu değerlendirmeyi desteklemektedir (Grafik 1.2.6). Bu dönemde istihdam piyasasındaki zayıf görünüm ve vergi indirimlerinin sona ermesi yurt içi talebi sınırlarken, kamu harcamaları ve finansal koşullardaki kısmi iyileşme destekleyici rol oynamaktadır. Yatırımlar ise üçüncü çeyrekte başlayarak toparlanma sinyalleri vermekle birlikte zayıf seyrini sürdürmektedir. Diğer taraftan, başta Avrupa Birliği bölgesinde olmak üzere küresel büyüme görünümündeki zayıflamaya rağmen firmaların ihracata yönelimi, pazar çeşitlendirme esnekliği ve rekabet gücündeki gelişmelerin olumlu etkisiyle mal ve hizmet ihracatı artmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanmaya bağlı olarak artan ithalat talebine karşın, net ihracatın büyümeye katkısı üçüncü çeyrekte de sürmüş ve özellikle turizmdeki güçlü seyirle dış dengedeki iyileşme devam etmiştir (Grafik 1.2.7). Özetle, üçüncü çeyrekte yurt içi talep ve net ihracatın katkısıyla ekonomideki ılımlı toparlanma sürerken, işgücü piyasasındaki zayıf görünüm korunmuştur (Grafik 1.2.8).

Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşün sürmesiyle birlikte finansal koşullardaki iyileşmeye bağlı olarak yurt içi talep ve iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde toparlanmaya devam edeceği öngörülmektedir. Çıktı açığının mevcut düzeyleri dikkate alındığında öngörülen toparlanma eğilimi altında toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönü katkı vermeye devam edeceği tahmin edilmektedir. İhracat pazarlarındaki çeşitliliğe istinaden rekabet gücündeki gelişmelerin olumlu etkisi sürerken küresel büyüme görünümündeki zayıflama dış talebi kısmen yavaşlatmaktadır. Son dönemde büyüme kompozisyonunun etkisiyle belirgin bir iyileşme kaydeden cari işlemler dengesinin önümüzdeki dönemde ılımlı bir seyir izlemesi beklenmektedir.

Grafik 1.2.7: Cari İşlemler Dengesi (CİD) (12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

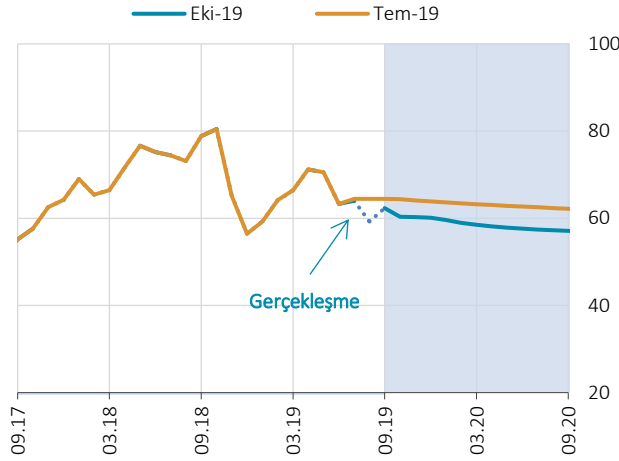


Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Geçen süre zarfında arz yönlü olumsuz gelişmelerin devam etmesine karşın küresel ticaret ve büyüme görünümündeki zayıflama nedeniyle bu Rapor döneminde ham petrol fiyat varsayımları aşağı yönlü güncellenmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için ortalama 65 ABD dolarından 63,4 ABD dolarına, 2020 yılı için ortalama 62,6 ABD dolarından 57,7 ABD dolarına indirilmiştir (Grafik 1.2.9). 2019 ve 2020 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımıyla uyumlu olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.10).

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasidir. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu, özellikle taze meyve-sebze fiyatlarının olumlu arz koşullarına bağlı olarak düşük seyretmesi nedeniyle Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin ölçüde gerilemiştir. Diğer taraftan, yılın ikinci çeyreğinde işlenmiş gıda fiyatlarında gözlenen güçlü artış, yılın üçüncü çeyreğinde hız kesmiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu gidişatla Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2019 yılı sonunda yüzde 15 olacağı varsayılan gıda enflasyonu varsayımı yüzde 10'a çekilmiştir. 2020 yılı sonu için ise gıda enflasyonu varsayımı yüzde 11 olarak korunmuştur.

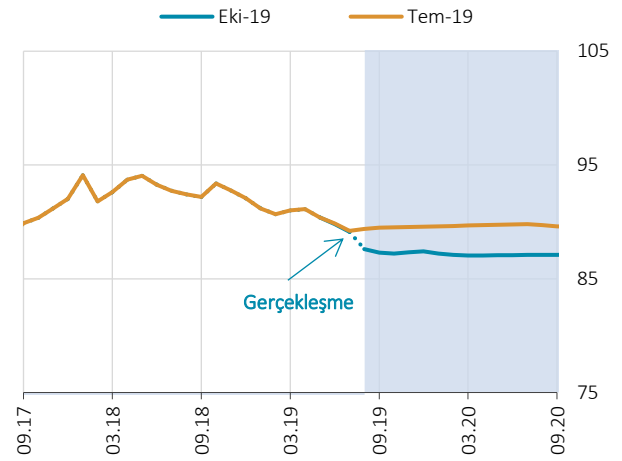
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



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

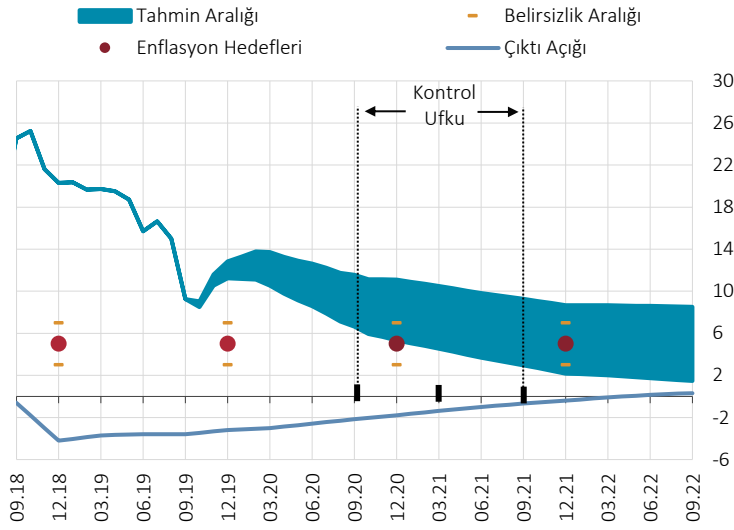
2019 yılının ilk yarısında mali tedbir ve teşvikler ile kamu harcamaları kanalıyla iktisadi faaliyeti destekleyen maliye politikası, 2019 yılının üçüncü çeyreğinde de vergi dışı gelirlerin katkısıyla destekleyici duruşunu sürdürmüştür. Önümüzdeki dönemde, kamunun iktisadi faaliyete olan ılımlı desteğinin zayıflayarak sürdürdüğü bir çerçeve esas alınmıştır. Öte yandan, yılın üçüncü çeyreğinde alkollü içecekler ve tütün ürünleri enflasyonu sigara fiyatlarındaki ayarlamalar ve alkollü içeceklerden alınan maktu ÖTV tutarlarındaki artış nedeniyle Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiş ve 2019 yılı sonu enflasyon tahminindeki aşağı yönlü güncellemeyi sınırlamıştır.

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.

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 2019 yılı sonunda yüzde 12,0 olarak gerçekleşeceği, 2020 yılı sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yılı sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,2 ile yüzde 12,8 aralığında (orta noktası yüzde 12,0), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,3 ile yüzde 11,1 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Temmuz Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde enflasyon belirgin bir düşüşle tahmin aralığının alt sınırına yakın gerçekleşmiştir. Enflasyonun ana eğilimindeki kayda değer iyileşme ve ithalat fiyatları ile gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemiştir. Diğer taraftan, çıktı açığındaki ılımlı toparlanma eğilimi ile alkollü içecekler ve tütün grubundaki fiyat ayarlamaları bir önceki Rapor dönemine göre yıl sonu enflasyon tahminlerini yukarı yönlü etkilemiştir. Bu doğrultuda, Temmuz ayında yüzde 13,9 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini yüzde 12'ye indirilmiştir. Diğer taraftan, aşağı ve yukarı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini 1,9 puan aşağı yönlü güncellenmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonunun Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerine göre 1,5 puan aşağıda gerçekleşmesi ve önümüzdeki dönemde enflasyon ana eğiliminde beklenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki düşürücü etkisi 1,1 puan olarak öngörülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki aşağı yönlü güncellenmenin enflasyon tahminine düşüş yönünde 0,3 puan katkı vereceği tahmin edilmiştir. Bunun yanı sıra, 2019 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımındaki güncelleme enflasyon tahminini 1,2 puan aşağı çekmiştir. Öte yandan, tütün ürünleri fiyatlarında öngörülerin üzerinde gerçekleşen artış 2019 yılı enflasyon tahminine 0,6 puan yukarı yönlü katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor öngörülerinden bir miktar daha yukarıda seyretmesi beklenen çıktı açığı, tüketici enflasyonu tahminini 0,1 puan yükseltici yönde etkilemektedir.

2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur. Enflasyon ana eğilimindeki iyileşme ile petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncellemelerin 2020 yılı enflasyon tahminine sırasıyla 0,3 puan ve 0,2 puan düşürücü yönde etki yapacağı hesaplanmıştır. Ancak, bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2020 yıl sonu tahminini 0,5 puan yukarı çekmesiyle söz konusu düşürücü etkiler telafi edilmektedir.

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

Üçüncü çeyrekte enflasyon ve dış dengenin olumlu seyretmesine ek olarak, küresel finansal koşullara ilişkin görünümün de iyileşmesi finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmıştır. Bu görünüm altında zorunlu

karşılık düzenlemesi ve diğer destekleyici adımlar kredi arzını olumlu etkilerken, parasal sıkılık derecesinin azaltılmasına bağlı olarak kredi talebinde gözlenen artışın da etkisiyle kredi büyümesi canlanmaya başlamıştır. Finansal koşullardaki iyileşme yurt içi talepteki kademeli toparlanmayı desteklemektedir. Küresel büyüme görünümündeki zayıflamaya rağmen rekabet gücündeki gelişmelerin etkisiyle net ihracatın büyümeye katkısının önceki Rapor dönemine göre azalarak da olsa süreceği öngörülmektedir. Toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü katkısının önceki Rapor dönemine göre sınırlı ölçüde azalmakla birlikte devam edeceği tahmin edilmektedir.

1.4 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Ana senaryoda esas alınan görünümü ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan başlıca aşağı ve yukarı yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:¹

- Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar;
- Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seyri;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (mali duruş, yönetilen/yönlendirilen fiyat, ücret ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Kredi piyasasına yönelik riskler;
- Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesi;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine dair belirsizlik;
- Uluslararası emtia fiyatlarındaki oynaklıklar.

Türkiye'nin risk primi, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek seyretmeye devam etmekte; döviz kuru oynaklığı da yüksek seviyelerini korumaktadır. Küresel belirsizlikler ve jeopolitik riskler ile birlikte değerlendirildiğinde ülke risk primi ve kur oynaklığının orta vadeli enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ettiği değerlendirilmektedir. Para politikasının sıkılık derecesinin enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde belirlenmesi ülke risk primi ve kur oynaklığında kalıcı iyileşme sağlanması 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.

Enflasyon beklentileri, kısa vadede daha belirgin olmak üzere her vadede gerilemekle birlikte, halen orta vadeli enflasyon hedefinin üzerinde seyretmektedir. Bu çerçevede, enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin orta vadeli enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Enflasyon beklentilerinin çıpılanması, içinde bulunduğumuz dönemde para politikasının etkinliği açısından kritik önem taşımaktadır.

Enflasyondaki düşüşün Rapor'da öngörülen patika ile uyumlu bir şekilde gerçekleşebilmesi için, para ve maliye politikası eşgüdümü çerçevesinde makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin 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, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikası aktarım mekanizmasını destekleyen bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, tahmin dönemi boyunca bütçe açığının YEP öngörülleri ile uyumlu şekilde kontrol altında tutulacağı bir görünüm esas

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

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.

TCMB'nin geçtiğimiz çeyrekte politika faizinde yaptığı güçlü indirim neticesinde bankaların yurt içi fonlama koşulları gevşemiş, bankalar Türk lirası fonlama maliyetlerindeki gerilemeyi kredi faizlerine yansıtmıştır. Bu çerçevede, TL ticari ve tüketici kredi faizleri belirgin ölçüde gerilemiş, tüketici kredilerinde daha ağırlıklı olmak üzere, toplam kredilerde bir ivmelenme gözlenmiştir. Toplam kredilerdeki söz konusu ivme artışı, hem arz hem de talep kaynaklı olarak gerçekleşmiştir. Son haftalarda kredilerde gözlenen belirgin ivmenin hız kesmeden sürmesi durumunda oluşacak kredi büyümesinin büyüme ve enflasyon üzerindeki etkisi baz senaryoda öngörülenden daha yüksek olabilecektir. Ayrıca, bankaların risk algılamalarına göre kredi kompozisyonunda baz senaryoda öngörülenden daha belirgin şekilde bireysel ağırlıklı bir kredi genişlemesine gitmesi, büyüme kompozisyonu, enflasyon, cari açık ve risk primi üzerinde etkili olabilecektir.

Para politikası sıkılık derecesinin azaltılmasının kredi koşullarında ve kredi talebinde normalleşmeye destek olmaya devam etmesi beklenmekle birlikte, kredi piyasasına yönelik önümüzdeki döneme ilişkin bazı aşağı yönlü riskler de mevcuttur. Küresel para politikalarının destekleyici duruşuna karşın, gerek küresel ekonomi politikalarına gerekse jeopolitik risklere ilişkin belirsizliğin artmasına paralel olarak risk iştahının zayıf seyretmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının ivme kazanması önünde engel teşkil etmektedir. Bu durum, önümüzdeki döneme ilişkin olarak yurt dışı finansman koşullarındaki gevşemenin daha sınırlı olabileceğine işaret etmekte, dolayısıyla, bankaların kredi arzında aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Buna ilaveten, tahsili gecikmiş alacakların ve yakın izlemedeki kredi tutarlarının, kısa vadede bankacılık sektörü kredi arzı üzerindeki olası etkileri yakından takip edilmektedir. Son dönemde faizlerdeki düşüşe bağlı olarak kredi talebinde gözlenen canlanmanın sürmesi açısından ise istihdam ve gelir tarafındaki gelişmeler belirleyici olacaktır. Kredi arz ve talebindeki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemini korumaktadır.

Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliğin yüksek seyretmesine ve devam eden jeopolitik belirsizliklere bağlı olarak küresel iktisadi faaliyetin görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Söz konusu riskler gerek sermaye akımları kanalıyla gerekse dış ticaret kanalıyla yurt içi büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, Euro Bölgesi imalat sanayiinde gözlenen zayıflamanın ve ABD ile Çin arasındaki ticaret gerilimine ilişkin gelişmelerin dış ticaret kanalıyla yurt içi büyüme üzerindeki olası etkileri yakından takip edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarına ilişkin risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Küresel para politikalarındaki gevşemenin söz konusu ülke grubuna yönelen sermaye akımlarını destekleyici olması beklenmekle birlikte, küresel büyümeye ilişkin güçlü aşağı yönlü riskler, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliğin yüksek seyri, süregelen jeopolitik sorunlar ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılmalıklar sermaye akımlarındaki olası toparlanmayı sınırlamakta ve önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü riskleri güçlendirmektedir.

Ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemdeki seyrine ilişkin aşağı yönlü riskler ağırlığını korumaya devam etmektedir. Jeopolitik sorunlara bağlı olarak arz kaynaklı olası sorunlar petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk teşkil edebilecekse de, küresel ticaretteki yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünümün ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskleri öne çıkardığı değerlendirilmektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşeme ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri belirgin kılmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, para politikası tepkisi, başta enerji olmak üzere emtia fiyatları kaynaklı risklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışı üzerindeki olası etkilerini kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.