

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 üçüncü çeyreğinde 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 (Tablo 7.1.1). 2018 yılı Ekim Enflasyon Raporu'ndan itibaren enflasyon gelişmelerinin TCMB tahminleriyle uyumlu olması, hatta tahminlerin orta noktasının altında kalması, yıl genelinde tahmin kredibilitelerini desteklemiştir. Parasal duruşun enflasyonun tahminlerle uyumunu sağlayacak şekilde belirlenmesi para politikası öngörülebilirliğine önemli katkı sağlamıştır. Tahmin kredibilitelerinin ve para politikası öngörülebilirliğinin artması enflasyon beklentilerindeki iyileşmede ve beklentilerin kademeli olarak TCMB tahminlerine yakınsamasında etkili olmuştur.

2019 yılı Eylül ayı itibarıyla 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 enflasyonu düşürücü yönde etkilemiştir.

İktisadi Faaliyet: İktisadi faaliyet, 2019 yılı ikinci çeyreğinde özel tüketim ve net ihracatın katkısıyla ılımlı bir toparlanma kaydetmiştir. 2019 yılı üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanmanın sürdüğü görülmektedir. Bir önceki Rapor döneminden bu yana gerçekleşen veri akışı ve milli gelir verilerinde yapılan geriye dönük güncellemeler çerçevesinde, çıktı açığı tahminleri yılın ilk üç çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, net ihracatın büyümeye katkısının azalarak da olsa süreceği, enflasyondaki düşüş eğilimi ve finansal koşullardaki iyileşmeyle birlikte ekonomideki kademeli toparlanmanın devam edeceği ve maliye politikasının ekonomideki dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirleneceği bir görünüm esas alınmıştır.

Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2019-II	2019-III
Çıktı Açığı (Yüzde)	-3,6 (-4,5)	-3,6 (-4,2)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	15,7 (15,7)	9,3 (10,7)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	16,3 (16,3)	8,9 (10,5)

* Parantez içindeki sayılar Temmuz Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

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

Finansal Koşullar: 2019 yılı ikinci çeyreğinden bu yana gelişmiş ülke merkez bankaları başta olmak üzere küresel para politikalarındaki gevşeme güçlenmekle birlikte, süregelen jeopolitik sorunlar ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi küresel risk iştahını olumsuz etkilemektedir. Bu gelişmeler sonucu yılın üçüncü çeyreğinde diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de risk primi dalgalı bir seyir izlemiş ve görece yüksek seviyelerini korumuştur. Politika faizinde yapılan indirimlerin yanı sıra enflasyon beklentilerindeki düşüş ve bankacılık sektörünün likiditesindeki iyileşmenin

etkisiyle kredi ve mevduat faizleri belirgin oranda gerilemiş, kredi standartlarındaki gevşemenin bir yansıması olarak TL ticari kredi ve mevduat faizi farkı azalmıştır (Grafik 5.2.3). Tüketici kredileri, destekleyici kredi paketleri ve mevsimsel ihtiyaçların da etkisiyle önemli ölçüde ivme kazanırken, ticari kredilerde de artış gözlenmeye başlanmıştır (Grafik 5.2.7). Kredi büyümesindeki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemli olacaktır.

Para Politikası: TCMB, 2019 yılı Temmuz, Eylül ve Ekim aylarındaki Para Politikası Kurulu toplantılarında enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirilmesiyile parasal duruşun sıklığının azaltılmasına karar vermiş ve bir hafta vadeli repo ihale faizini toplamda 1000 baz puan indirerek yüzde 14 olarak belirlemiştir.

Politika faizine ilişkin alınan kararlara ek olarak finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla yabancı para mevduat ve katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları yükseltilmiş ve ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranı indirilmiştir. Ayrıca, Ağustos ayında yapılan bir değişiklikle Türk lirası zorunlu karşılık oranları ile zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranlarının bankaların yıllık kredi büyüme oranları ile ilişkilendirilmesi uygulamasına geçilmiştir.

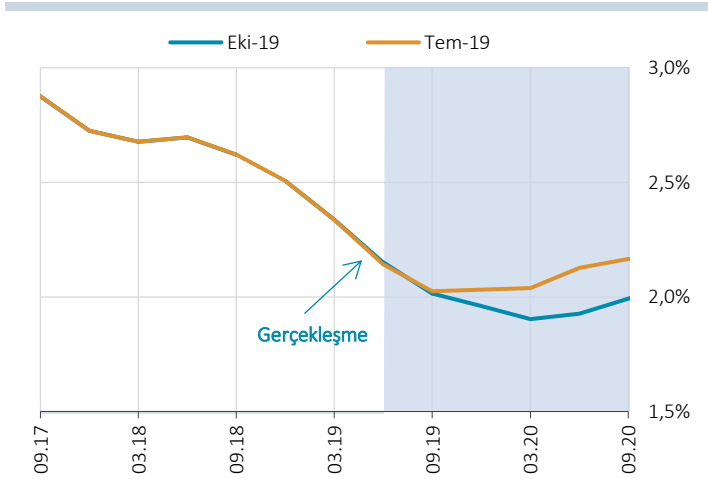
Politika faizinde yapılan indirimler, kısa vadeli kur takası getirilerini aşağı çekerken, enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin de katkısıyla orta ve uzun vadeli getiriler de gerilemiştir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel Büyüme

2019 yılının ikinci çeyreği gerçekleştirmeleri küresel iktisadi faaliyette süregelen yavaşlamanın belirgin hale geldiğini göstermektedir. 2019 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler ise, dünya ticaretinde uzun süredir devam eden belirsizliklerin yeniden tırmanması ve jeopolitik risklerin etkisiyle küresel ekonomide süregelen yavaşlamanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak devam ettiğine işaret etmektedir. Takip eden dönemde, söz konusu faktörlerin yanı sıra gelişmiş ülke para politikası beklentilerinin seyri de küresel büyüme görünümü üzerinde etkili olacaktır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı Temmuz 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.

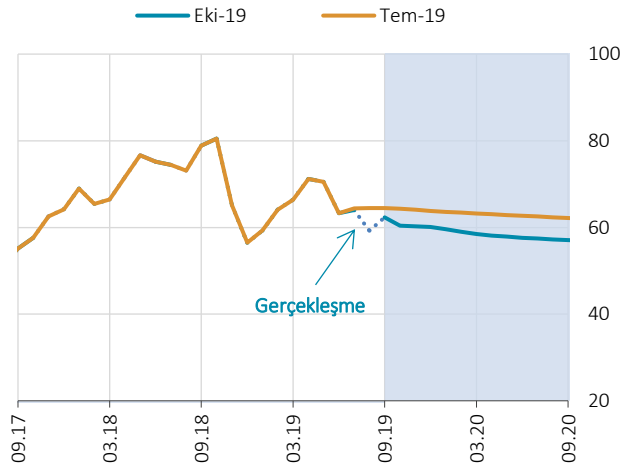
* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

İthalat Fiyatları

Uluslararası ham petrol 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 Raporunda 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 (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). 2019 ve 2020 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımı ile uyumlu olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

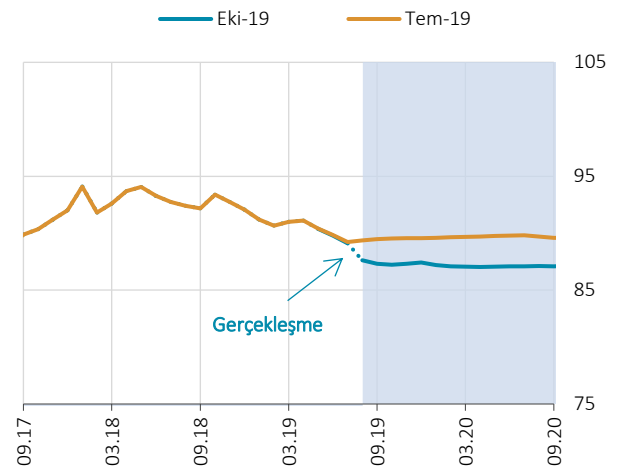
Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



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

2019 yılı üçüncü çeyreğinde ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki para politikalarında gevşeme yönlü adımlar atılmıştır. Uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi önümüzdeki dönemde de gelişmiş ülkelerde daha gevşek bir para politikası uygulanacağına dair beklentileri güçlendirmiştir. Fed, Temmuz ve Eylül toplantılarında politika faizini toplam 50 baz puan indirmiştir. Aynı şekilde ECB Eylül toplantısında halihazırda negatif seviyede olan mevduat faizini 10 baz puan daha aşağı çekmiş; bunun yanında ayda 20 milyar Euro olmak üzere tekrar tahvil alımlarına başlamıştır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir. 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. 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 gıda fiyatlarında birikmiş maliyet etkilerinin yılın ikinci ve üçüncü çeyreğindeki artışta etkili olduğu ve bu etkilerin yılın kalanında azalacağı değerlendirilmiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu gidişatla Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2019 yılı sonunda yüzde 15 olacağı varsayılan gıda enflasyonu tahmini yüzde 10'a çekilmiştir. 2020 yılı için Temmuz 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

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, güçlü bir politika esgüdümüyle, maliye politikasının yapısal bütçe dengesinde bozulma olmaksızın iktisadi faaliyete ılımlı ölçüde destek vereceği 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 yıl 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.

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

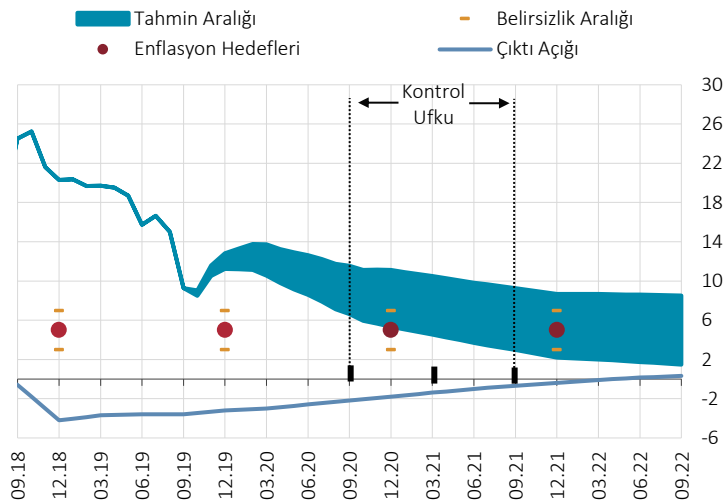
	2019	2020
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,96 (2,03)	2,07 (2,14)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	63,4 (65,0)	57,7 (62,6)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-4,0 (-3,1)	-2,3 (-0,5)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	10,0 (15,0)	11,0 (11,0)

* Parantez içindeki sayılar Temmuz 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 2019 yıl sonunda yüzde 12,0 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yıl sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 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 7.2.1).

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Temmuz Enflasyon Raporunu 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 korunmuştur. Tahminlere katkı veren unsurlar Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

Tablo 7.2.1: 2019 ve 2020 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

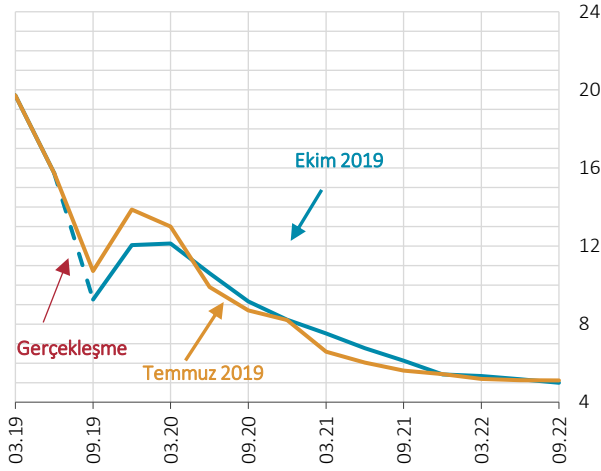
	2019	2020
2019-III (Temmuz 2019) Tahmini	13,9	8,2
2019-IV (Ekim 2019) Tahmini	12,0	8,2
2019-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	-1,9	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları		
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dahil)	-0,3	-0,2
Enflasyonun Ana Eğilimi/Başlangıç Noktasındaki Güncelleme	-1,1	-0,3
Çıktı Açığı	+0,1	+0,5
Gıda	-1,2	-
Tütün Ürünleri Fiyatlarındaki Artış	+0,6	-

Kaynak: TCMB.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini 1,9 puan aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). 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 üzerinde 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 düşüş ise enflasyon tahminini 1,2 puan aşağı çekmiştir. Öte yandan, tütün ürünleri fiyatlarındaki 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 (Grafik 7.2.3).

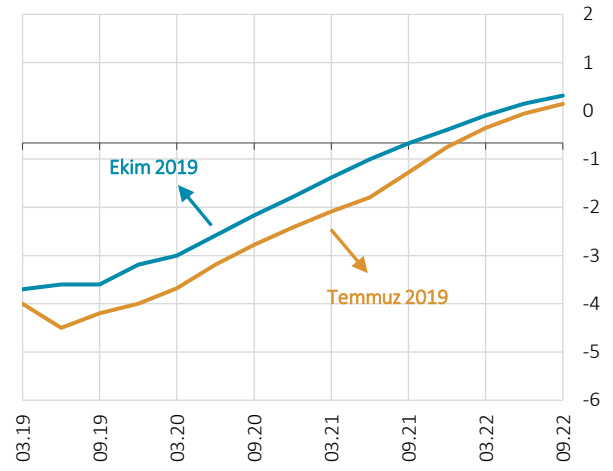
2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur. Enflasyon ana eğilimindeki iyileşme ile petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncellemelerin 2020 yılı enflasyon tahminine sırasıyla 0,3 puan ve 0,2 puan düşürücü yönde etki yapacağı hesaplanmıştır. Ancak, bir önceki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

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 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.

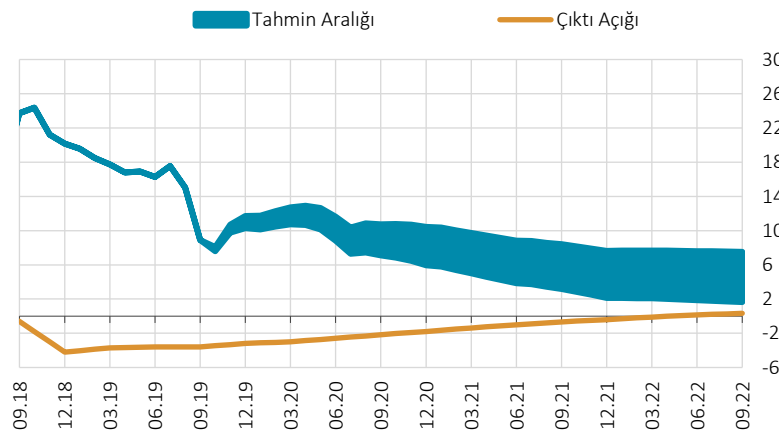
Üçüncü çeyrekte enflasyon ve dış dengenin olumlu seyretmesine ek olarak, küresel finansal koşullara ilişkin görünümün de iyileşmesi finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmıştır. Bu görünüm altında zorunlu karşılık düzenlemesi ve diğer destekleyici adımlar kredi arzını olumlu etkilerken, parasal sıkılık 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, önceki Rapor dönemine göre enflasyona düşüş yönlü katkısının, sınırlı ölçüde azalmakla birlikte, devam edeceği 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 beklentilerin TCMB tahminlerine yaklaşmakta olduğu dikkat çekmektedir (Tablo 7.2.2). Enflasyon beklentilerinin yıl genelinde kademeli olarak TCMB tahminlerine yaklaşmasında parasal duruşun enflasyonun tahminlerle uyumunu gözeterek şekilde belirlenmesi ve tahmin kredibilitésinin 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 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2019 Yıl Sonu	12,0	12,7	5,0
12 Ay Sonrası	8,5	11,2	5,0
24 Ay Sonrası	5,9	9,8	5,0

Kaynak: TCMB.

* Ekim 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:

- 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 sıklık 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 oluşturduğu değerlendirilmektedir. Enflasyon beklentilerinin çıpalanması, 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 çıpalanarak 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 olarak kontrol altında tutulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde, enflasyon tahmin ve hedefleriyle büyük ölçüde uyumlu olarak belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması durumunda risk primi ve enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme gecikebilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün de olumsuz etkilenmesi halinde para politikası duruşunun güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

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 politikasının 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 yurtdışı finansman koşullarının sıkı 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 için de 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 seyrini korumasına ve 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 toparlanmayı sınırlamakta ve önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü riskleri güçlendirmektedir.

Ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem 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.

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"> Küresel belirsizlikler ve jeopolitik riskler ile birlikte değerlendirildiğinde ülke risk primi ve kur oynaklığının görece yüksek seviyeleri döviz kuru ve beklenti kanalı üzerinden 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"> Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri ve enflasyon beklenti dağılımının ima ettiği enflasyon belirsizliğinin yüksek olması 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 fiyatlamlarda 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 Tüketim harcamaları

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

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. 	<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 grubunda hava koşullarına bağlı olarak artan sebze arzıyla birlikte gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak işlenmemiş gıda enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir. Son dönemde normalden daha olumlu giden arz koşullarının 2020 yılında hızlı düzeltme yapması durumunda gıda enflasyon patikası yukarı yönlü güncellenebilecektir. 	<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 Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> Firma bilançolarına ve nakit akışına ilişkin riskler önceki döneme göre azalmakla birlikte bankaların kredi verme iştahını sınırlayabilecektir. Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ve ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle firmalara uygulanan kredi standartlarındaki gevşeme sınırlanabilecektir. <p>Banka Kredi Verme Kanalı:</p> <ul style="list-style-type: none"> Bankaların risk algılamalarına göre kredi kompozisyonunda bireysel kredi ağırlıklı bir genişleme yapması büyüme kompozisyonu, enflasyon, cari açık ve risk primi üzerinde etkili olabilecektir. Öte yandan, istihdam ve gelir tarafındaki iyileşmenin gecikmesi bireysel kredi büyümesini sınırlandırıcı yönde etki yapabilecektir. 	<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) Kredi talebine ilişkin göstergeler Finansal ve reel kesim bilançoları, nakit akımları Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel) Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri

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

	<p>Beklenti ve Risk Primi Kanalı</p> <ul style="list-style-type: none"> Firma bilançoları ve banka aktif kalitesi arasındaki etkileşim ile kredi kompozisyonundaki gelişmeler risk primi ve sermaye akımları üzerinden enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyebilecektir. 	↑	<ul style="list-style-type: none"> Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler Bireysel/ticari kredi ayırımı ile ticari kredilerin 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 iktisadi faaliyet ve küresel ticaret görünümüne yönelik son dönemde artan 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 yönelik portföy akımları üzerinde yukarı yönlü önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerdeki gevşemenin beklenenden daha sınırlı olması gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları üzerinde aşağı yönlü riskleri artırabilecektir. ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı 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 unsurlara karşın, küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskler ağırlık kazanmıştır. Gelişmekte olan ülke piyasalarındaki oynaklıklar, gelişmiş ülkeler para politikalarındaki gevşeme ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri belirgin kılmaktadır. 	↓	<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

* 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.