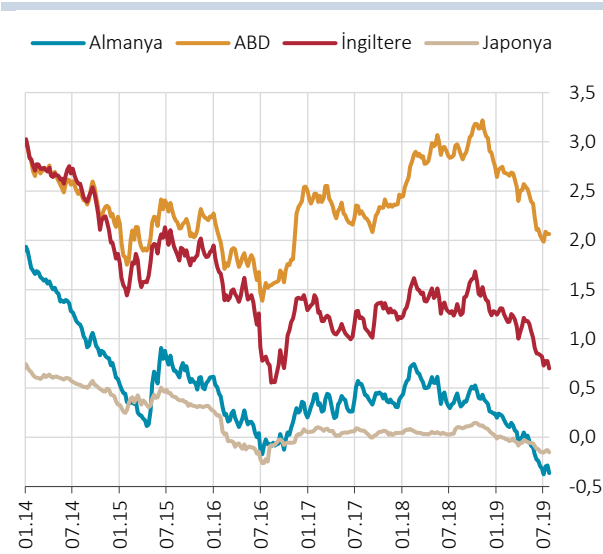


1. Genel Değerlendirme

Küresel iktisadi faaliyette 2018 yılının ikinci çeyreğinden bu yana devam eden yavaşlama eğilimi 2019 yılının ilk çeyreğinde de sürmüştür. Söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıflama Doğu Avrupa ve Latin Amerika bölgeleri kaynaklı olarak belirginleşmiş; gelişmiş ülkelerde ise daha ziyade ABD ve Japonya'daki büyüme performansına bağlı olarak daha olumlu bir görünüm izlenmiştir. Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin oldukça yüksek seyretmesi 2019 yılı küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. 2019 yılının ikinci çeyreğinde küresel ölçekte artan enflasyon oranlarının, ılımlı seyreden küresel büyüme ve emtia fiyatlarına bağlı olarak yılın geri kalanında yatay bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir.

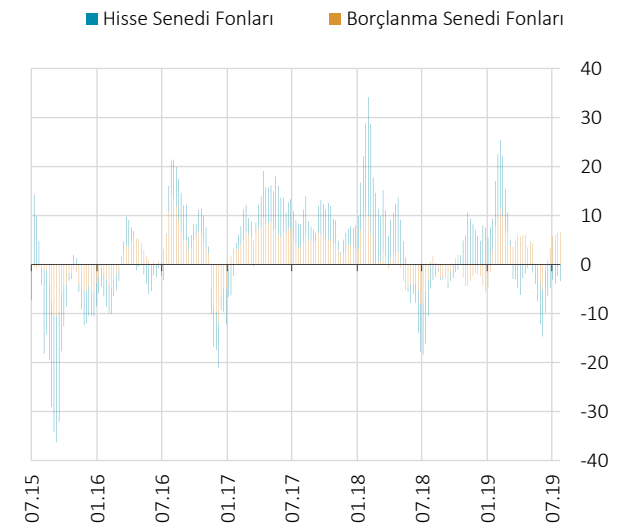
Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliğin yüksek seyri ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi, yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesine yol açmıştır. Bu bağlamda, uzun vadeli tahvil getirileri gerilemeye devam etmiştir (Grafik 1.1). Ancak, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) özgü kırılmalıklar nedeniyle, yılın ikinci çeyreğinde söz konusu ülke grubuna yönelik portföy akımlarının zayıf bir seyir izlediği gözlenmektedir (Grafik 1.2). Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarını artırabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

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.

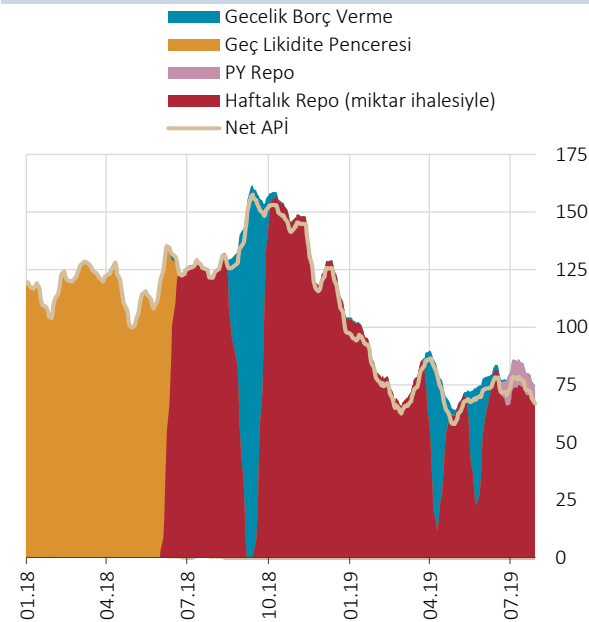
Yılın ilk yarısında, belirsizlikler ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılan Türkiye'nin ülke risk primi, Haziran ayı ortalarından sonra hızla gerilemiştir. Bu doğrultuda, yılın ikinci çeyreğinde, Haziran ayına kadar olan dönemde, Türkiye'den portföy çıkışları gözlenmiş; sonrasında ise, ağırlıklı olarak hisse senedi piyasası olmak üzere, portföy girişleri izlenmiştir. Mevcut Rapor döneminde, ülke risk primindeki gerilemeye ve olumlu makroekonomik gelişmelere bağlı olarak piyasa faizleri tüm vadelerde gerilemiştir. Öte yandan, bankaların, TL fonlama maliyetlerindeki artışı yansıtmaları sonucunda, bu çeyrekte, ihtiyaç, taşıt ve konut kredilerinde faiz oranları yükselmiş ve kredi büyüme hızları gerilemiştir. Söz konusu çeyrekte kredi büyüme hızındaki gerilemede, bankaların kredi standartlarındaki sıkılık ve kredi talebindeki zayıflama etkili olmuştur.

Tüketici enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre, 3,99 puan düşerek yüzde 15,72'ye gerilemiştir. Enflasyondaki bu düşüşe, ana gruplar itibarıyla, sırasıyla, gıda, temel mal ve enerji grupları katkı vermiş; hizmet enflasyonu ise bu çeyrekte yüksek seviyesini korumuştur. Sıkı para politikası duruşu, işlenmemiş gıda enflasyonunda ürün arzındaki artışa bağlı olarak meydana gelen yavaşlama, iç talep koşullarındaki zayıf seyir ve ılımlı seyreden emtia fiyatları bu çeyrekte enflasyondaki iyileşmeyi destekleyen unsurlar olurken; güçlü turizm talebi, döviz kuru ve reel birim işgücü maliyetlerindeki seyir ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışı söz konusu iyileşmeyi sınırlamıştır. Bu görünüm altında, yılın ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu önemli bir düşüş sergilemiştir. Öte yandan, iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu olarak kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Yurt içi talep dönemlik büyümenin sürükleyicisi olmuş, net ihracat ise yatay bir seyir izlemiştir. 2019 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi ılımlı bir şekilde devam etmiş, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

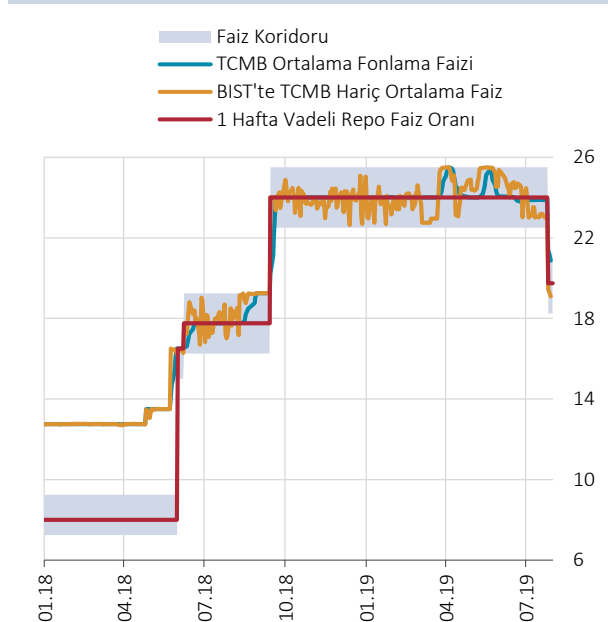
Yılın ilk yarısında, TCMB, fiyat istikrarına yönelik riskler doğrultusunda sıkı para politikası duruşunu korumuş ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutmuştur. Diğer taraftan, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak 9-20 Mayıs 2019 tarihleri arasında haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve BIST Repo Piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz oranı bu dönemde geçici olarak yükselmiştir (Grafik 1.1.1). Parasal sıkılaştırmanın etkileri ve iç talep gelişmeleri yılın ikinci çeyreğinde enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Bu doğrultuda, Temmuz ayı PPK toplantısında, enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirilerek parasal duruşun sıkılığının azaltılmasına karar verilmiş ve bir hafta vadeli repo ihale faizi yüzde 19,75'e indirilmiştir (Grafik 1.1.2). Ayrıca, para politikası görünümüne dair olarak, parasal sıkılığın düzeyinin enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirleneceği vurgulanmıştır.

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



Kaynak: TCMB.

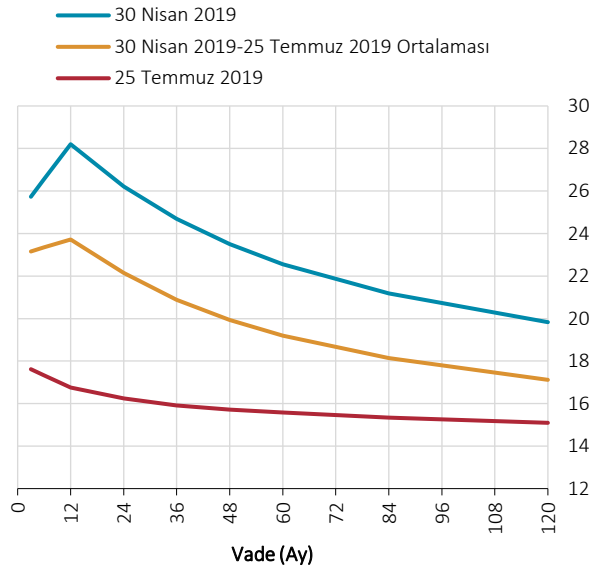
Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

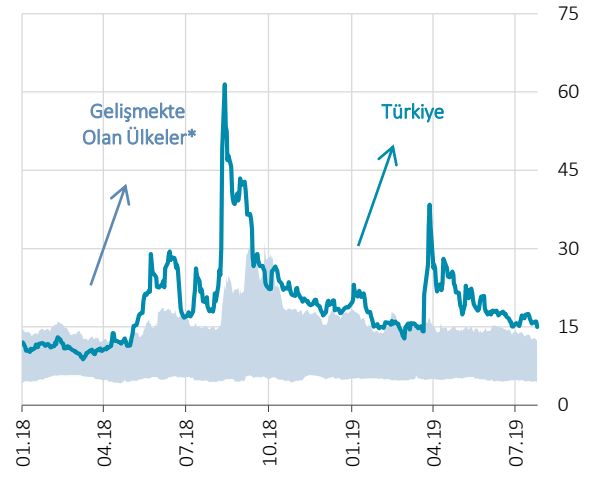
Sıkı para politikası, ülke risk primindeki düşüş ve olumlu makroekonomik gelişmelerin etkisiyle piyasa faizlerinin tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre gerilediği gözlenmiştir (Grafik 1.1.3). Döviz kuru gelişmelerine paralel olarak Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde azalmıştır (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

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

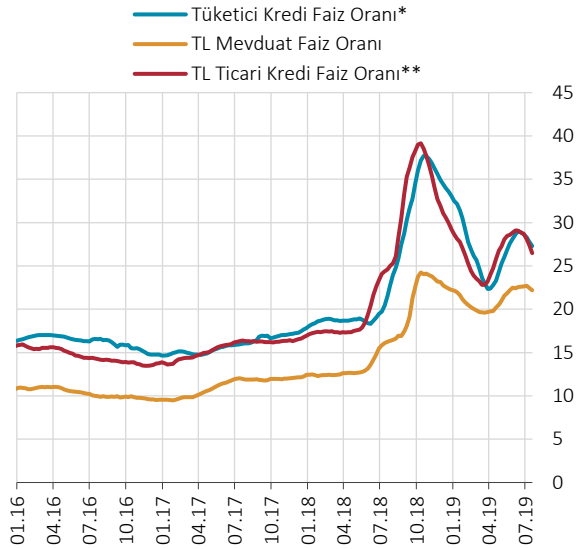


Kaynak: Bloomberg.

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

Yılın ikinci çeyreğinde, kredi faiz oranlarında gözlenen artışa ilaveten (Grafik 1.1.5) genel ekonomik görünümün de etkisiyle, kredi büyüme hızları, tüketici kredilerinde daha belirgin olmak üzere, gerilemiştir (Grafik 1.1.6).

Grafik 1.1.5: Kredi ve Mevduat Faizleri (Akım Veriler, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

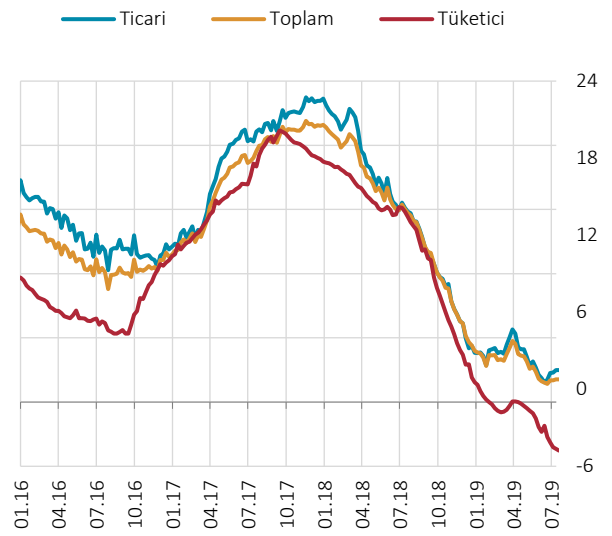


Kaynak: TCMB.

* İhtiyaç, taşıt ve konut kredi faizlerinin ortalaması

**Kredi Mevduat Hesabı, Kredi Kartı ve Sıfır Faizli Krediler Hariç

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



Kaynak: TCMB.

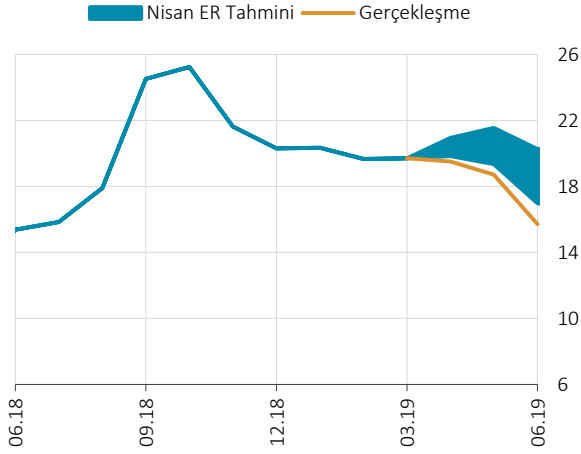
1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2019 yılının ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyrek sonuna kıyasla, 3,99 puanlık düşüşle yüzde 15,72'ye gerileyerek Nisan Enflasyon Raporu tahmininin altında gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu da öngörülere kıyasla daha düşük

gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.2). Bu dönemde özellikle işlenmemiş gıda enflasyonu beklenenden olumlu bir seyir izlemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde, Türk lirasındaki değer kaybına karşın, geçen yıldan gelen yüksek baz etkisi, iç talep koşullarındaki zayıf seyir ve emtia fiyatlarındaki gerileme ile hem tüketici enflasyonu hem de çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonunda yavaşlama izlenmiştir.

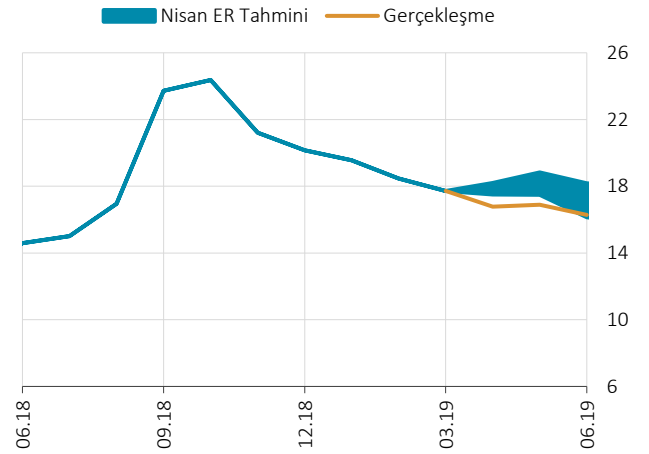
Grafik 1.2.1: Nisan 2019 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



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 Nisan 2019 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



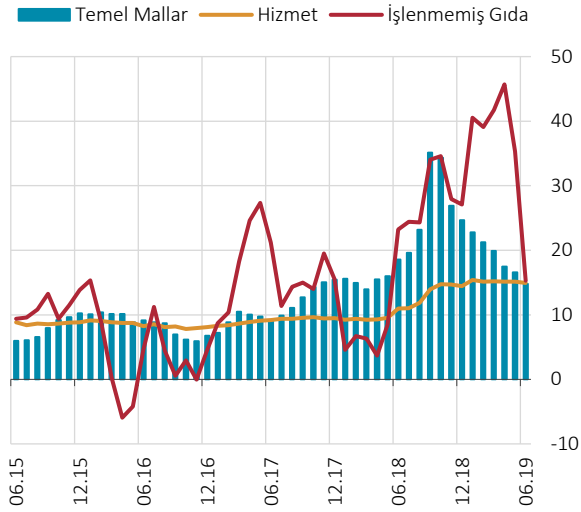
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Enflasyondaki düşüşü bu dönemde işlenmemiş gıda, temel mal ve enerji grupları sürüklemiştir. İşlenmemiş gıda grubunda olumlu arz görünümüne bağlı olarak sebze fiyatlarında gözlenen belirgin düşüş öne çıkmıştır. Temel mal grubunda ise yıllık enflasyon, iç talepteki zayıf seyrin yanında enflasyon üzerindeki birikimli döviz kuru etkisinin azalmasıyla birlikte düşüş eğilimini bu çeyrekte de sürdürmüştür (Grafik 1.2.3). Enerji fiyatları yıllık enflasyonu döviz kurundaki yükselişe karşın, petrol fiyatlarındaki gerileme ve şebeke suyu gibi yönetilen/yönlendirilen kalemlerdeki fiyat düşüşlerine bağlı olarak gerilemiştir. Diğer taraftan, hizmet enflasyonu bu dönemde sınırlı bir düşüş kaydetmekle birlikte yüksek seviyesini korumuştur. İç talepteki zayıf seyre karşın, bu gerçekleşmede, geçmiş enflasyona endeksleme, canlı turizm talebi ile döviz kuru ve reel birim işgücü maliyetlerinin seyri belirleyici olmuştur.

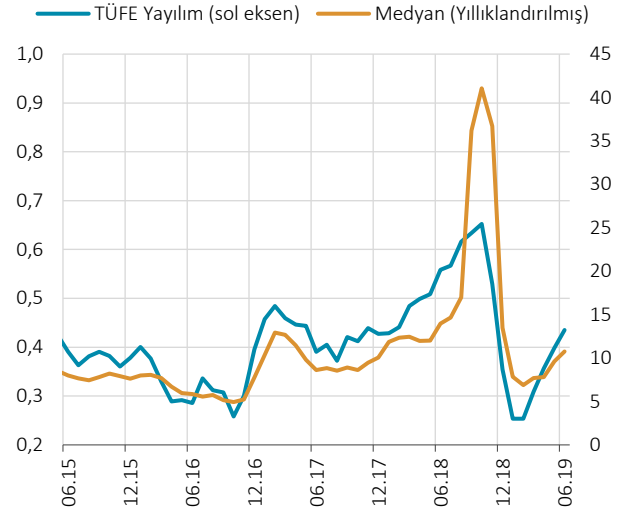
Yılın ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu belirgin bir düşüş göstermiştir. Türk lirasında gözlenen değer kaybı, başta işlenmiş gıda kalemleri olmak üzere belirli ürünlerdeki ertelenmiş fiyat ayarlamaları ve hizmet grubundaki görünüme bağlı olarak fiyatlandırma davranışına dair göstergeler bu dönemde bir miktar yukarı yönlü seyir izlese de, arz yönlü faktörler ve ithalat fiyatları yıl sonu enflasyon görünümünü bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemektedir (Grafik 1.2.4). Enflasyon beklentilerinin bulunduğu seviyeler enflasyon görünümü üzerindeki başlıca yukarı yönlü risk unsuru olurken, iktisadi faaliyetin seyrine bağlı olarak enflasyon üzerinde talep koşulları kaynaklı aşağı yönlü riskler de mevcuttur.

Grafik 1.2.3: Temel Mal, Hizmet ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

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



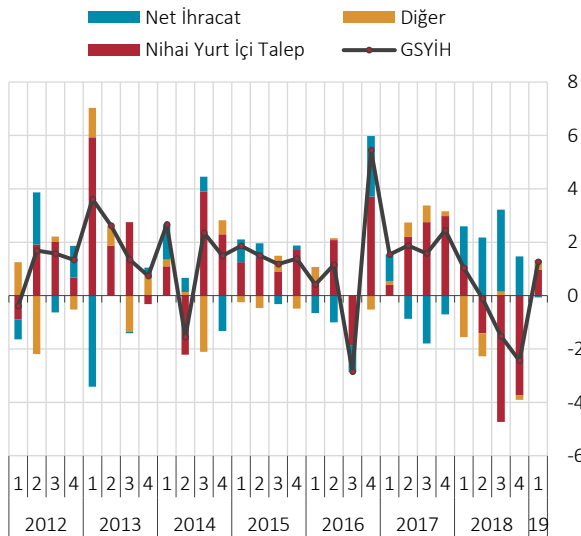
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeridir.

Arz ve Talep

İktisadi faaliyet 2019 yılı ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu olarak kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,6 oranında daralırken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında artış sergilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde, yurt içi talep dönemlik büyümenin sürükleyicisi olurken, net ihracat yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Risk primlerindeki iyileşme, kredi-mevduat faiz farkının daralması, güçlü kredi ivmesi ve kamunun destekleyici duruşu yurt içi talebi desteklemiştir.

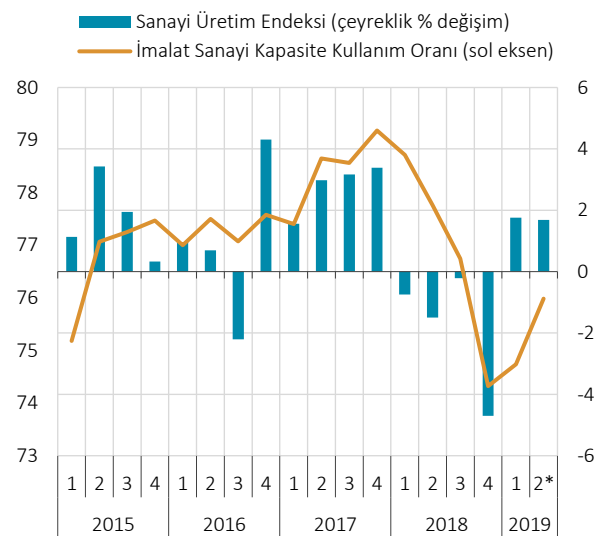
Grafik 1.2.5: Harcama Yönünden Dönemlik Büyüme Katkıları (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Diğer kalemi, stokları ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

Grafik 1.2.6: Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranı (%)



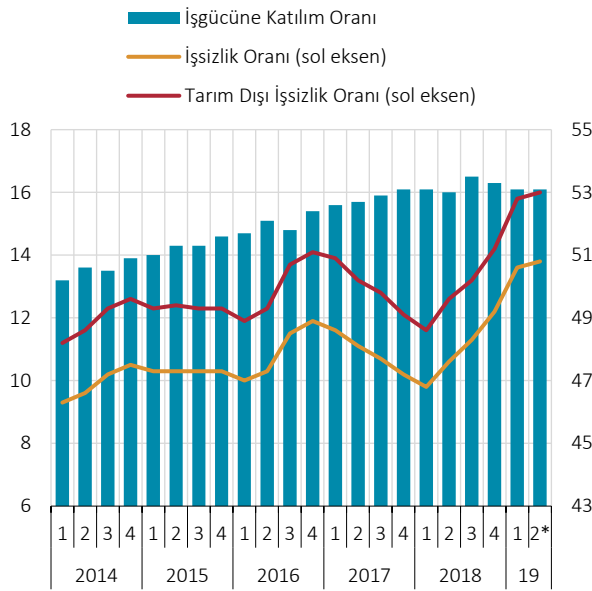
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Sanayi üretimi Nisan-Mayıs dönemini kapsamaktadır.

İktisadi faaliyetteki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde ılımlı bir seyirde devam ettiği görülmektedir. Nisan-Mayıs dönemi sanayi üretimi gelişmeleri ve ikinci çeyrek kapasite kullanım oranı verileri bu görünümü desteklemektedir (Grafik 1.2.6). Bu dönemde, ilk çeyrekteki güçlü kredi ivmesinin gecikmeli etkileri iktisadi faaliyeti desteklerken, artan finansal oynaklık ve finansal koşullardaki sıkılık, başta yatırımlar olmak üzere, özel kesim talebini sınırlamıştır. Ayrıca, kamu harcamalarından gelen destekleyici etkinin azalması da yurt içi talebi sınırlayan bir diğer unsur olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki yavaşlamaya rağmen rekabet gücündeki gelişmelerin etkisiyle mal ve hizmet ihracatı artmaya devam etmiş; turizmdeki güçlü seyir, doğrudan etkilerinin yanında bağlantılı sektörler kanalıyla da iktisadi faaliyeti desteklemiştir. Özetle ikinci çeyrekte net ihracatın dönemlik büyümeye artan katkısıyla ekonomideki ılımlı toparlanma sürmüştür, ancak işgücü piyasasındaki zayıf görünüm devam etmiştir (Grafik 1.2.7).

Gecikmeli döviz kuru etkileri, krediler ve iktisadi faaliyetteki yavaş seyir ithalat talebini sınırlamakta; mal ve hizmet ihracatındaki güçlü seyirle de birlikte dış dengedeki iyileşme hızlı bir şekilde devam etmektedir (Grafik 1.2.8). 2019 yılının kalan döneminde, enflasyon görünümünde iyileşme ve ülke risk primlerindeki gerilemeyle beraber finansal koşulların iç talepte ılımlı bir toparlanmaya destek vereceği, net ihracattaki olumlu seyrin ise süreceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönü katkıda bulunmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

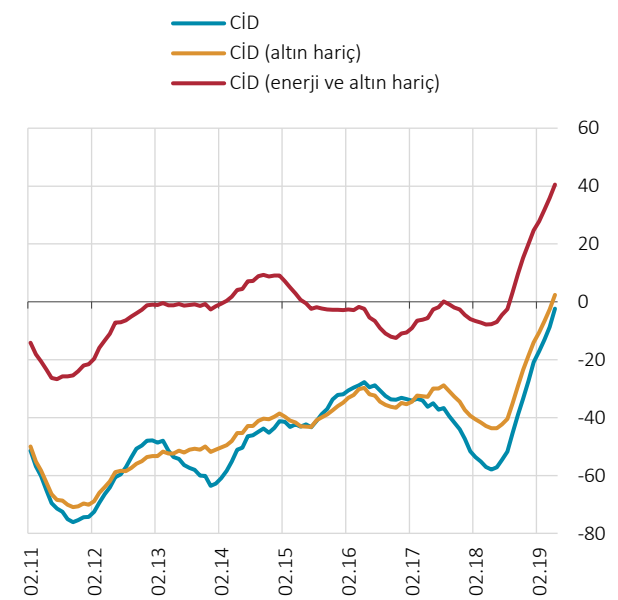
Grafik 1.2.7: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Nisan dönemi.

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



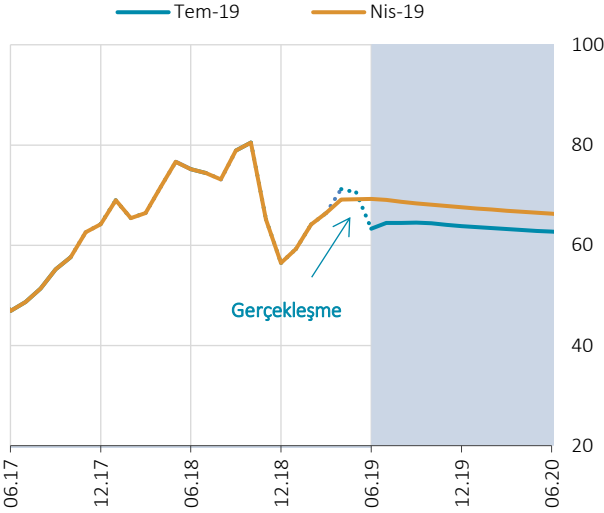
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleştirmeler Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Arz yönlü olumsuz gelişmelerin devam etmesine karşın küresel ticaret ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama nedeniyle ham petrol fiyat varsayımları aşağı yönlü güncellenmiştir. Nisan Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için ortalama 67,2 ABD dolarından 65 ABD dolarına, 2020 yılı için ortalama 66,2 ABD dolarından 62,6 ABD dolarına indirilmiştir (Grafik 1.2.9). 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımı ile uyumlu olarak aşağı çekilmiştir (Grafik 1.2.10).

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir değişken de gıda fiyatlarıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonunda yılın ikinci çeyreğinde hızlı bir düzeltme görülürken, işlenmiş gıda grubu enflasyonu döviz kuru etkileri ile et ve süt gibi girdi niteliği taşıyan ürünlerdeki fiyat artışlarına bağlı olarak görece daha yüksek bir seyir izlemiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında birbirini dengeleyen gelişmeler ışığında, Nisan Enflasyon Raporu'nda 2019 yılı sonunda yüzde 16 olacağı varsayılan gıda enflasyonu tahmini bu Rapor döneminde yüzde 15'e çekilmiş, 2020 ve 2021 yılları için gıda enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir.

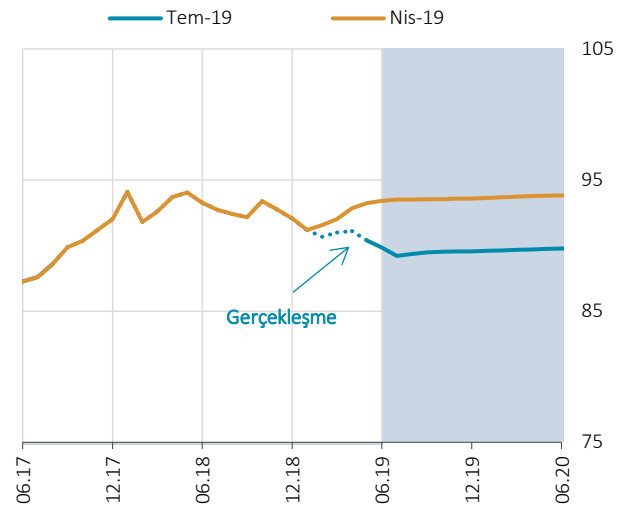
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



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

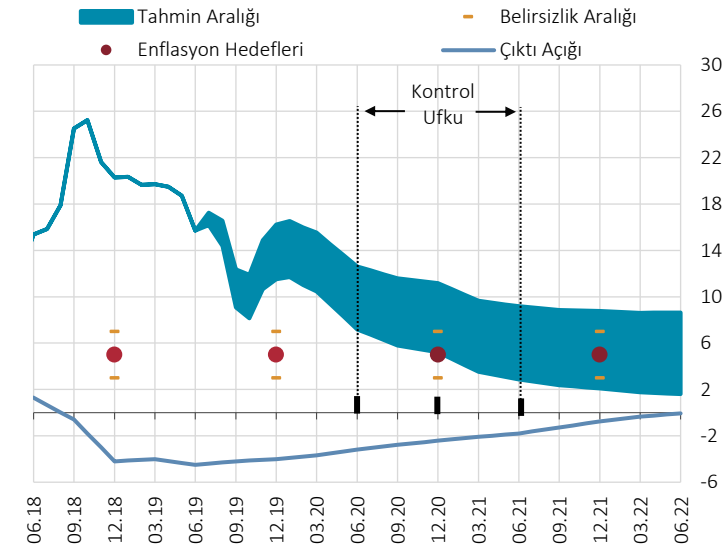
Maliye politikası, Nisan Enflasyon Raporu dönemi öngörülleri ile uyumlu olarak 2019 yılının ilk yarısında mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra artan kamu harcamaları kanalıyla iktisadi faaliyeti desteklemiştir. Yılın geri kalanında, kamunun iktisadi faaliyete yılın ilk yarısına kıyasla daha ılımlı bir destek verdiği bir çerçeve varsayılmıştır.

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve yönetilen fiyat ve vergi ayarlamalarının büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik 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 güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2019 yıl sonunda yüzde 13,9 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 11,5 ile yüzde 16,3 aralığında (orta noktası yüzde 13,9), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,2 ile yüzde 11,2 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.

Nisan Enflasyon Raporunu takip eden dönemde enflasyon belirgin bir düşüş göstererek tahmin aralığının altında gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüşün yanı sıra parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme ve ithalat fiyatları ile gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemektedir. Diğer taraftan, çıktı açığındaki ılımlı toparlanma eğilimi ile alkollü içecekler ve tütün grubundaki vergi ayarlamaları bir önceki Rapor dönemine göre yıl sonu enflasyon tahminlerini yükseltici etki yapmaktadır. Bu doğrultuda, Nisan ayında yüzde 14,6 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 13,9'a indirilmiştir. Diğer taraftan, aşağı ve yukarı yönlü katkıların birbirini dengelemesiyle 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri korunmuştur.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini 0,7 puan aşağı yönlü güncellenmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre 2,9 puan aşağıda gerçekleşmesi ve önümüzdeki dönemde enflasyon ana eğiliminde beklenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde düşürücü etkisi 0,6 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 enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı çekmiştir. Öte yandan, alkol ve tütün ürünlerine uygulanan ÖTV artışı 2019 yılı enflasyon tahminine 0,2 puan yukarı yönlü katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor öngörülerinden bir miktar daha yukarıda seyretmesi beklenen çıktı açığı tüketici enflasyonu tahminini 0,2 puan yükseltici yönde etkilemektedir.

2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur. Petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncellenmenin 2020 yılı enflasyonunu 0,2 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir. Buna ek olarak, ana eğilimdeki iyileşme enflasyonu 0,1 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Ancak, bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2020 yıl sonu tahminini 0,3 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür.

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

Küresel finansal koşullara ilişkin görünümün Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmesinin yanı sıra, ikinci çeyrek enflasyon gerçekleşmesinin beklentilerin altında kalması ve cari açığa gözlenen düzelme ile birlikte ülke risk priminin iyileşmesi finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmıştır. Bu gelişmelerin bankaların dış finansman imkânları ve likidite koşulları üzerindeki olumlu etkilerinin yanı sıra parasal sıkılık derecesinin azaltılmasına bağlı olarak kredi talebinde beklenen artışında etkisiyle kredi büyümesinin kademeli toparlanma beklenmektedir. Bunun yanı sıra, net ihracatın büyümeye katkısını sürdüreceği değerlendirilmiş ve çıktı açığı yılın geri kalanı için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, talep koşullarının, önceki Rapor dönemine göre enflasyona düşürücü yönde verdiği katkının 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 senaryoya göre oluşturulan öngörüler ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan, başlıca aşağı ve yukarı yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:¹

- Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar;
- Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler;
- Kredi piyasasındaki toparlanmanın gecikmesi;
- Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesi;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine dair belirsizlik;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki oynaklıklar.

Yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ülke risk primi, yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz yönde ayrılmış olmasına karşın, belirsizliklerin azalması, sıkı parasal duruş ve makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeye bağlı olarak Haziran ayı ortalarından itibaren hızla gerilemiştir. Ancak, ülke risk primi ve kur oynaklığının yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi ve süregelen küresel belirsizlikler ile jeopolitik riskler orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Para politikasının sıkılık derecesinin enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde belirlenmesi; ülke risk primi ve kur oynaklığında gözlenen iyileşmenin devam etmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşımaktadır. Merkez Bankası başta enflasyon ve iktisadi faaliyet olmak üzere tüm makroekonomik göstergeleri dikkate alarak elindeki bütün araçları fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda kullanmaya devam edecektir. 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.

İç talep koşullarının enflasyon üzerindeki sınırlayıcı etkisine karşın, enflasyon beklentilerinin bulunduğu seviyeler önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin çıpalandırılması, içinde bulunduğumuz dönemde para politikasının etkinliği açısından kritik önem taşımaktadır.

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.

Enflasyon görünümünün kısa vadeli seyri üzerinde etkili olabilecek başka bir unsur gıda fiyatlarının seyridir. Birikmiş maliyet baskıları işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmakta, dönemsel etkilerle yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, olumlu hava koşullarıyla artan sebze arzıyla birlikte işlenmemiş gıda grubu enflasyonunda gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak söz konusu grup enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir. Bu gelişmeler ışığında, gıda fiyatlarının seyrinin enflasyonun kısa vadeli görünümü üzerinde oluşturabileceği risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir.

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

2019 yılı ikinci çeyreğinde, bankaların yurt içi fonlama koşulları sıkışmış, bankalar Türk lirası fonlama maliyetlerindeki artışı kredi faizlerine yansıtmıştır. Bu gelişmelere ve genel ekonomik görünüme ilişkin beklentilere bağlı olarak bu dönemde kredi büyüme hızları gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde, para politikası sıkılık derecesinin azaltılması ve destekleyici kredi paketlerinin uygulamaya konulması, kredi koşullarında ve kredi talebinde normalleşmeye destek olacak unsurlar olarak görülmektedir. Kredi koşullarındaki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemli olacaktır.

Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra, küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin devam etmesi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel ekonomi politikaları üzerindeki belirsizliğin yüksek seyretmesine ve küresel finansal piyasalardaki kırılganlıkların sürmesine neden olmaktadır. Söz konusu unsurlar, küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılganlıklar söz konusu ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik önlemler alınabilecektir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri izlenecek ve gerektiğinde para politikası tepkisi verilebilecektir.

Ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrine ilişkin aşağı yönlü risklerin belirginleştiği, diğer emtia fiyatlarına ilişkin risklerin ise dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Temmuz ayında OPEC'in üretimi kısmı kararını uzattığını açıklaması, jeopolitik sorunların küresel ölçekte devam etmesi ve ABD kaya petrolü üretiminde yavaşlamanın sürmesine karşın; küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü risklerin

ağırlık kazandığı görülmektedir. Çin'in büyümeyi destekleyici ek program açıklaması ve endüstriyel metal piyasalarında devam eden arz kısıtlarına binaen endüstriyel metal fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinin sonlarına doğru artış gözlenmesine karşın, küresel iktisadi faaliyetin seyrine dair endişelere bağlı olarak söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönü riskler de gücünü korumaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, gelişmiş ülkeler 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, enerji fiyatları ve üretici fiyatları kaynaklı risklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışı üzerindeki olası etkilerini kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

