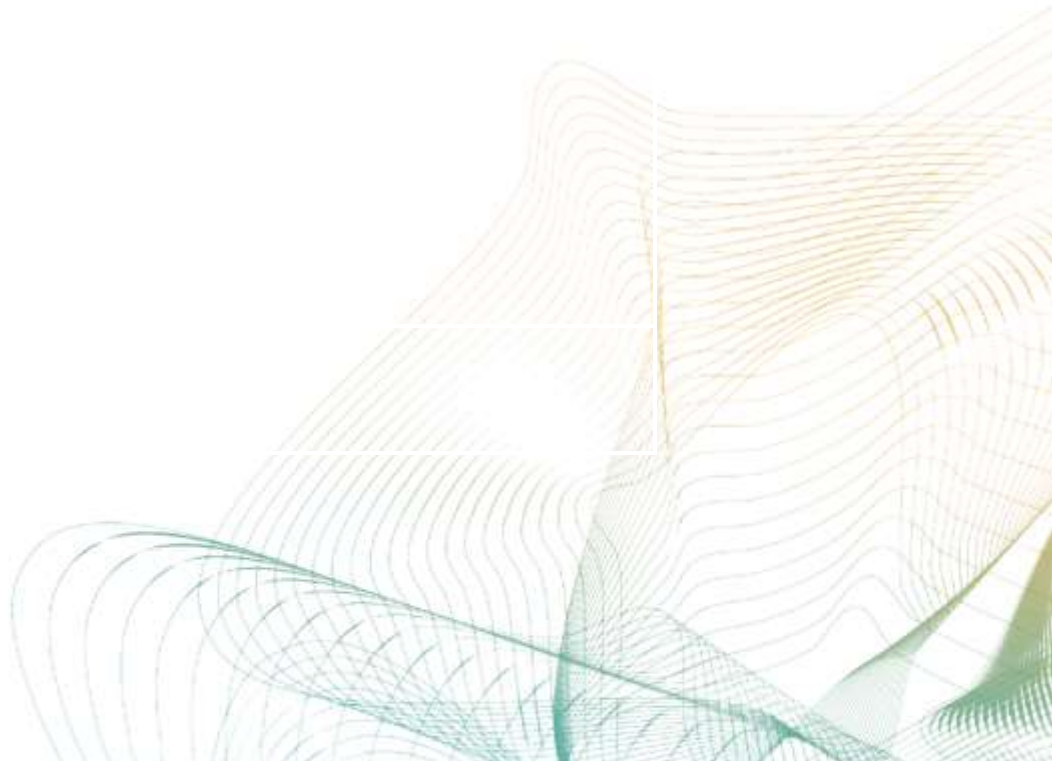




Enflasyon Raporu

2019-I



İçindekiler

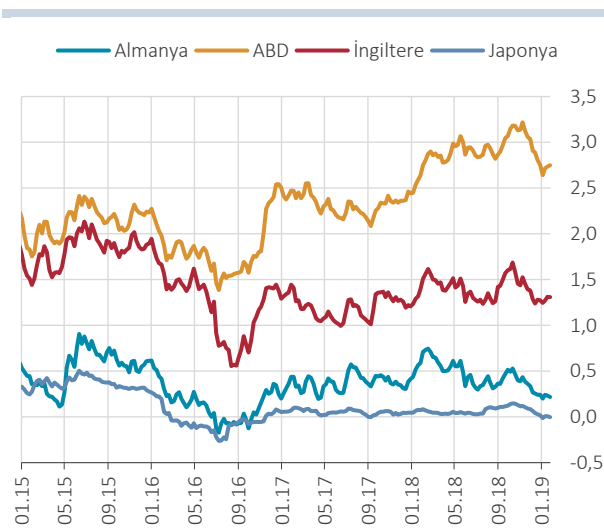
1.	GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1	Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar	2
1.2	Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3	Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	7
1.4	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi	9
2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	13
2.1	Küresel Büyüme	13
2.2	Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	16
2.3	Küresel Para Politikası Gelişmeleri	19
2.4	Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları	21
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	23
3.1	Temel Enflasyon Görünümü	24
3.2	Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	29
3.3	Yurt İçi Üretici Fiyatları	30
3.4	Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları	32
3.5	Beklentiler	35
4.	ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	43
4.1	Üretim Gelişmeleri	43
4.2	Talep Gelişmeleri	45
4.3	İşgücü Piyasası	48
4.4	Ücretler ve Verimlilik	50
4.5	Çıktı Açığı	51
5.	FİNANSAL KOŞULLAR VE PARA POLİTİKASI	59
5.1	Finansal Piyasalarda Görelî Performans	60
5.2	Kredi Koşulları	61
5.3	Para Politikası Uygulamaları	65
6.	KAMU MALİYESİ	69
6.1	Bütçe Gelişmeleri	69
6.2	Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	72
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	75
7.1	Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	75
7.2	Orta Vadeli Görünüm	78
7.3	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi	81
KUTULAR		
Kutu 3.1	Enflasyon Belirsizliğine Dair Göstergeler	35
Kutu 3.2	Para ve Maliye Politikaları Eşgüdümü: Eşel-Mobil Uygulaması ve Enflasyona Yansıması	40
Kutu 4.1	İthalatta Yakın Dönem Eğilimleri: Tüketim ve Yatırım Malları	53
Kutu 4.2	Cari Açığın Düşürülmesine Yönelik Yapısal Tedbirler	55
Kutu 7.1	2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi	87
Kutu 7.2	Yapısal Bir Genel Denge Modeli Çerçevesinde Para ve Maliye Politikalarının Etkileşimi	91

1. Genel Değerlendirme

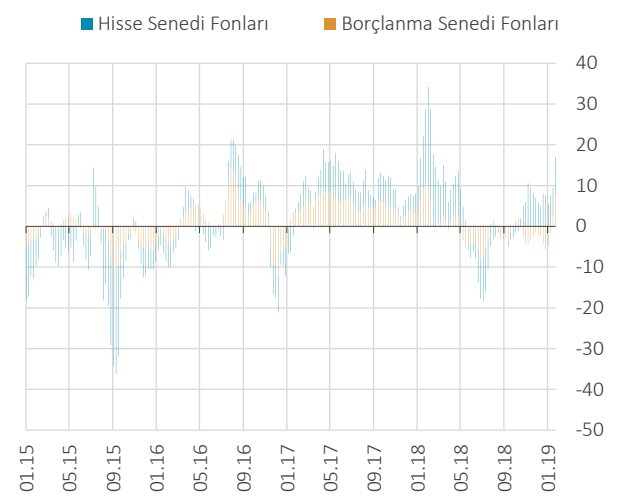
2018 yılının ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyette gözlenen ivme kaybı, üçüncü çeyrekte de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki eş anlı yavaşlamadan ötürü etkisini sürdürmüştür. ABD ve İngiltere'deki olumlu büyüme performansına karşın, özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğilimi belirgin hale gelmiştir. Artan korumacılık eğilimlerinin küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliği artırarak önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümü üzerinde yavaşlatıcı etkiye bulunacağı öngörülmektedir. Endüstriyel metal fiyatları, ABD'nin uygulamaya koyduğu uluslararası ticaret kısıtlamalarının talebi düşüreceği beklentisinin fiyatlara yansması nedeniyle dördüncü çeyrekte gerilemeye devam etmiştir. Düşen ham petrol fiyatlarına bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında manşet enflasyon oranı son çeyrekte gerilemiştir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının kademeli parasal sıkılaştırma eğilimi 2018 yılının dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin hız kaybedebileceği beklentisini oluşturarak tahvil getirilerinin gerilemesine yol açmıştır (Grafik 1.1). Son dönemde Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasındaki normalleşme sürecinin daha yavaş olabileceği beklentisinin güçlenmesine bağlı olarak, Eylül ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının toparlanma eğilimi sergilediği gözlenmektedir (Grafik 1.2). Jeopolitik risklerin de etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin risk primleri dalgalı seyretmekle birlikte Ocak ayından itibaren küresel risk iştahındaki artışa paralel olarak gerilemeye başlamıştır.

Grafik 1.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



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



Ekim Enflasyon Raporu'ndan sonraki dönemde meydana gelen jeopolitik gelişmeler ve küresel oynaklıklara rağmen, TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmesi ve enflasyon görünümünün düzelmeye başlaması yurt içinde finansal göstergelerde bir miktar iyileşme kaydedilmesine katkıda bulunmuştur. Ülke risk primindeki düşüşün de etkisiyle, Türk lirası 2018 yılının Kasım ve Aralık aylarında diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmış; kısa ve orta vadeli piyasa faizleri düşmüştür. Kredi piyasasında 2018 yılının üçüncü çeyreğinde sıkılaştırma kaydedilmesini takiben, kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama 2018 yılının son çeyreğinde daha belirgin hale gelmiştir.

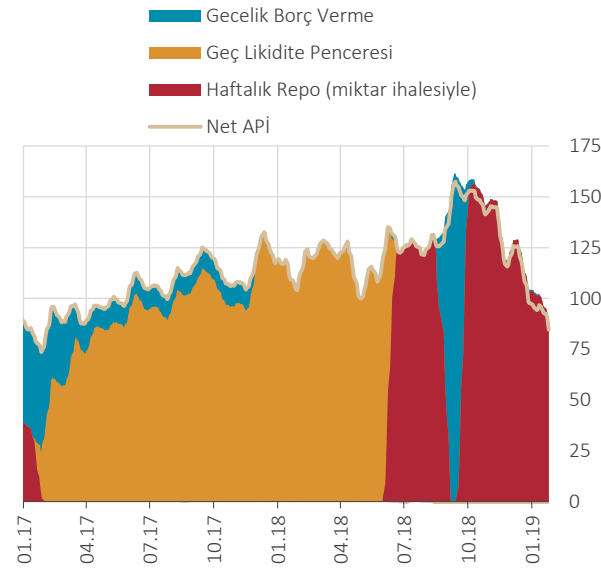
Tüketici enflasyonu 2018 yılının sonunda yüzde 20,3 seviyesine düşmüştür. Bu dönemde, sıkı para politikası duruşunun yanı sıra, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gerileme, belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıflama enflasyondaki düşüşte etkili olmuştur. Üretici fiyatları enflasyonunun döviz kuru ve enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak gerilemesine karşın, tüketici fiyatları üzerinde üretici

fiyatları kaynaklı maliyet baskıları güçlü seyrini korumuştur. İktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde 2018 yılı üçüncü çeyreğinde yavaşlamıştır. Bu dönemde finansal piyasalardaki oynaklık ve finansal koşullardaki sıkılaşma yurt içi talepte tüketim ve yatırım kaynaklı olarak daralmaya neden olmuştur. Olumlu dış talep koşulları ve reel kurdaki birikimli değer kaybına bağlı olarak net ihracatta gözlenen güçlü seyir, büyümedeki yurt içi talep kaynaklı yavaşlamayı sınırlamıştır. Bu döneme ilişkin açıklanan göstergeler toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönü katkısının arttığına işaret etmektedir.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

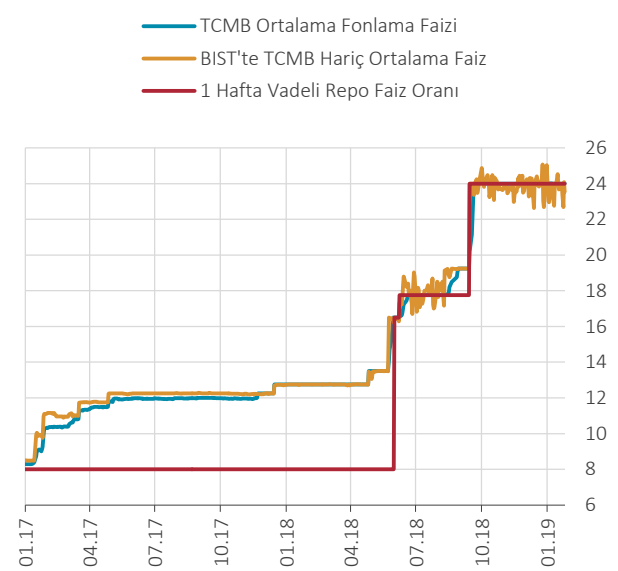
TCMB, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla Eylül ayında gerçekleştirdiği güçlü parasal sıkılaştırmanın ardından, Aralık ve Ocak aylarında fiyat istikrarına yönelik risklere vurgu yaparak sıkı para politikası duruşunu korumuştur. Eylül ayındaki PPK toplantısından itibaren TCMB fonlamasının tamamı haftalık repo ihaleleri ile yapılmıştır (Grafik 1.1.1). Bunun neticesinde, BIST Bankalararası Repo piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz yüzde 24 düzeyindeki bir hafta vadeli repo ihale faizi etrafında dalgalanmıştır (Grafik 1.1.2).

Grafik 1.1.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

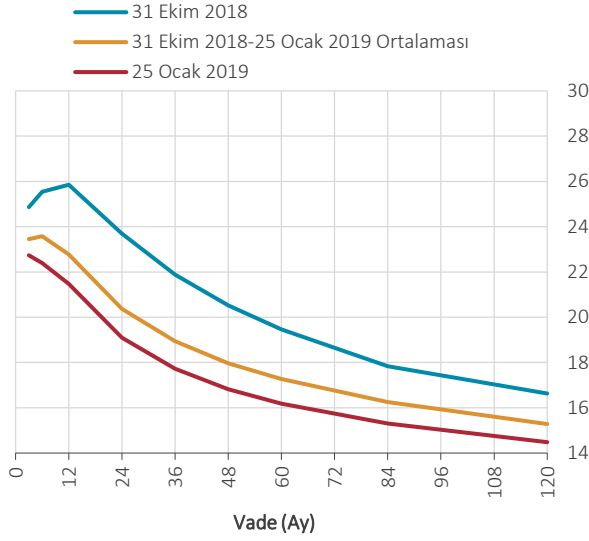
Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

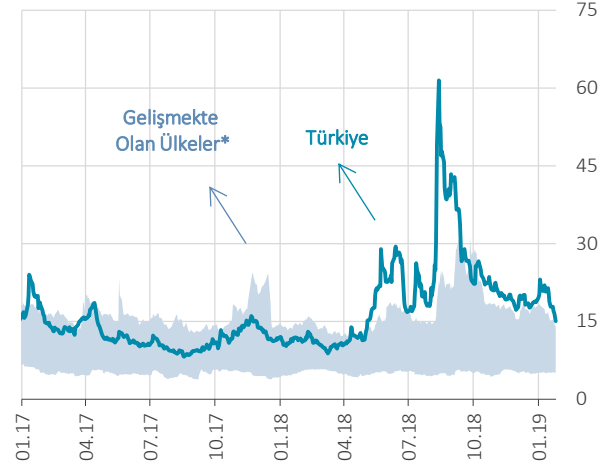
Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırma ve ülke risk primindeki düşüşe bağlı olarak kur takası faizleri tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir. Sıkı duruşun korunmasıyla, kısa vadeli kur takası getirileri, uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeyi sürdürmüştür (Grafik 1.1.3). Türk lirasının ima edilen oynaklığı gerilemiştir (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, %)

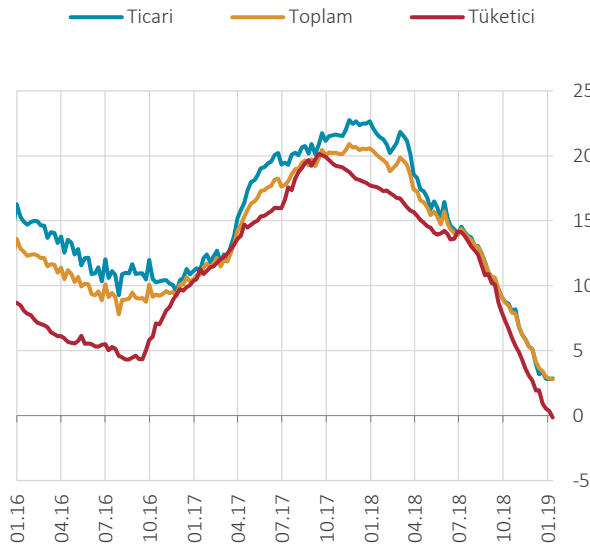


Kaynak: Bloomberg.

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

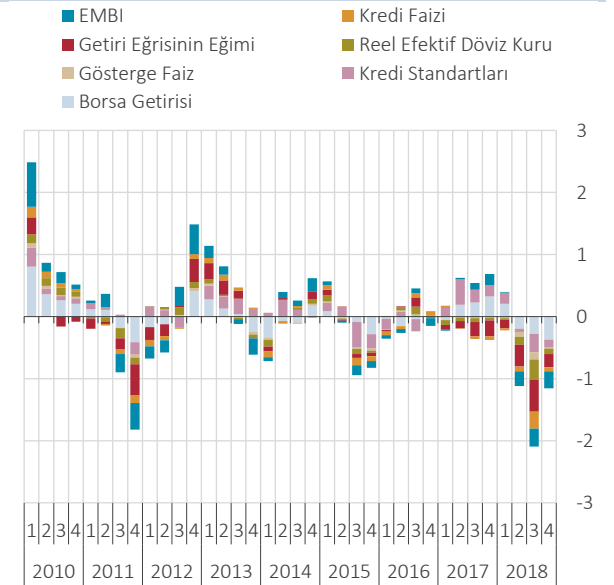
2018 yılının üçüncü çeyreğinde bankaların kredi koşullarında gözlenen sıkılaşıma ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak kredi talebindeki düşüşün etkisiyle kredi büyümesinde ortaya çıkan yavaşlama eğilimi son çeyrekte daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 1.1.5). Finansal Koşullar Endeksi'ni oluşturan tüm finansal bileşenler, son çeyrekte önceki döneme kıyasla daha sınırlı ölçüde sıkılaştırıcı katkı vermiştir (Grafik 1.1.6).

Grafik 1.1.5: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar Endeksine Katkıları*



Kaynak: TCMB.

* FKE'ye ilişkin detaylar için bk: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

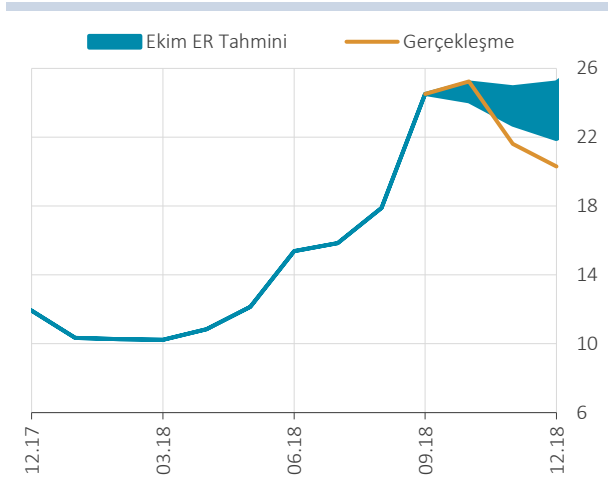
1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2018 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 4,2 puan azalarak yüzde 20,30 ile Ekim Enflasyon Raporu tahmininin altında gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). İşlenmemiş gıda, enerji, alkol-tütün ve altın dışı tüketici enflasyonunda da benzer bir görünüm izlenmiştir (Grafik 1.2.2).

Enflasyonda kaydedilen gerilemede Türk lirasındaki değerlenme, emtia fiyatlarındaki düşüş, belirli dayanaklı tüketim mallarına yönelik vergi indirimleri ve talep koşullarının zayıf seyri etkili olmuştur.

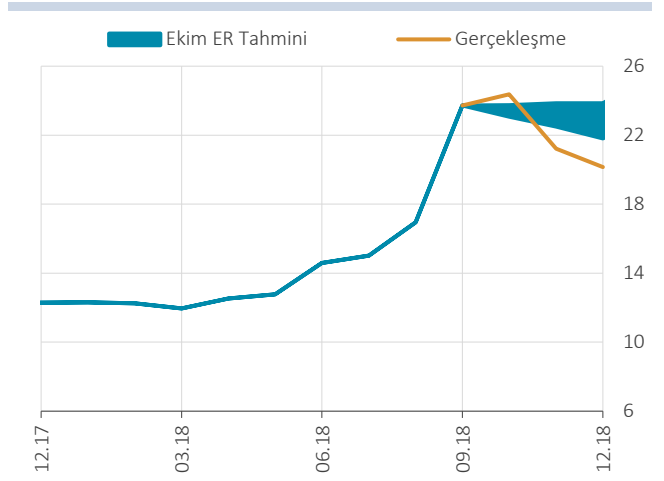
Grafik 1.2.1: Ekim 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



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 için Ekim 2018 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



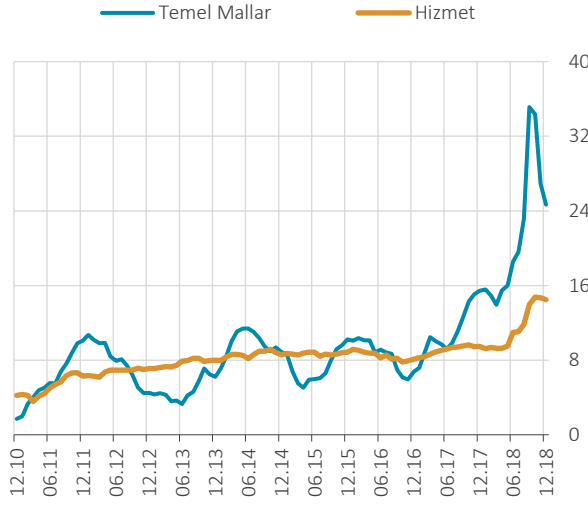
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yılın son çeyreğinde, yıllık enflasyondaki azalışta temel mal ve enerji grupları başlıca sürükleyici olmuştur. Temel mal grubunda Türk lirasındaki değerlenmenin yanında, Kasım ayından itibaren otomobil, mobilya ve beyaz eşyada yapılan vergi indirimleri önemli bir rol oynamıştır. Enerji grubunda ise uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüş olumlu yansımıştır. Gıda grubunda yıllık enflasyon yüksek seyrini korumuştur. Hizmet grubu yıllık enflasyonu bu dönemde birikimli maliyet artışlarına bağlı olarak yükselişini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3).

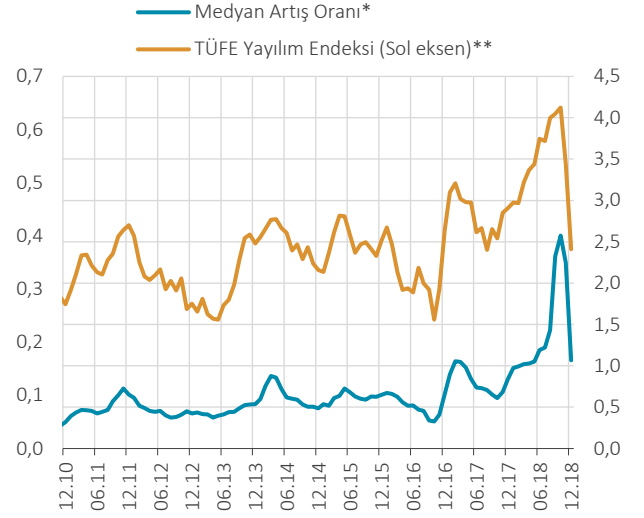
Üretici enflasyonunun son çeyrek itibarıyla gerilemesine karşın, tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları halen güçlü seyretmektedir. Diğer taraftan, iç talepteki zayıflamanın enflasyona düşüş yönlü destek vermeye devam etmesiyle, üçüncü çeyrekte belirgin olarak bozulan fiyatlama davranışlarında bir miktar iyileşme gözlenmiştir. Yayılım endekslerine göre ekonomik birimlerin fiyat artırma eğilimi önceki çeyreğe göre azalmış ve medyan fiyat artış oranı ikinci çeyrekteki seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.2.4). Ancak, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler halen tarihsel olarak yüksek seviyelerde bulunmaktadır.

Grafik 1.2.3: Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.4: TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Fiyat Artış Oranı
(Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

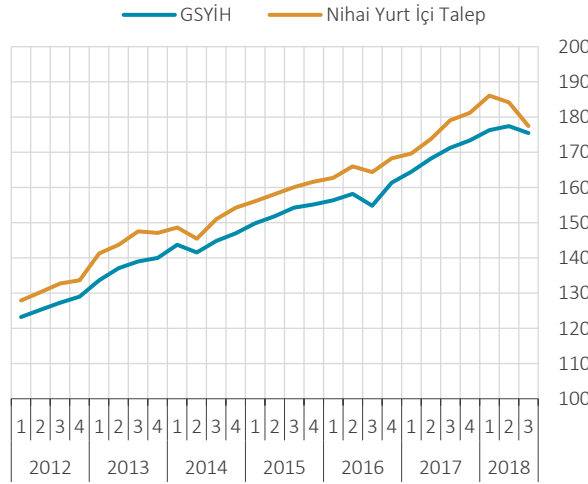


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Arz ve Talep

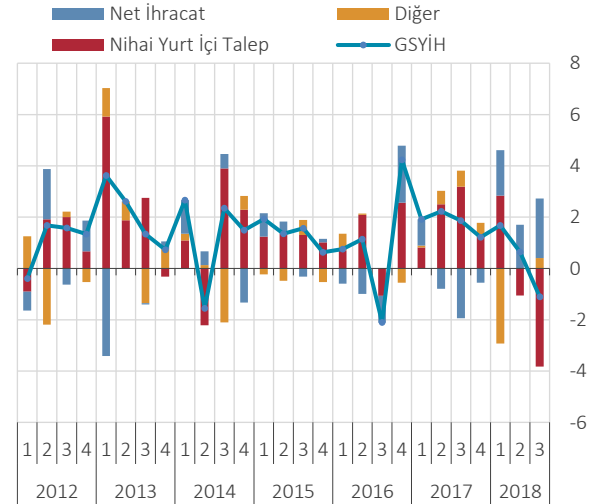
İktisadi faaliyet 2018 yılı üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu şekilde yavaşlamış ve dengelenme süreci belirginleşmiştir (Grafik 1.2.5). Bu dönemde, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) dönemlik yüzde 1,1 daralırken, yıllık yüzde 1,6 oranında artış kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte net ihracatın güçlü katkısı yurt içi talepteki daralmanın büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamıştır (Grafik 1.2.6). Bu gelişmede turizmin de desteğiyle gücünü koruyan mal ve hizmet ihracatı ile kur gelişmeleri ve yurt içi talepteki daralmaya bağlı olarak gerileyen ithalat talebi belirleyici olmuştur.

Grafik 1.2.5: GSYİH ve Yurt İçi Talep
(Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2009=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 1.2.6: Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

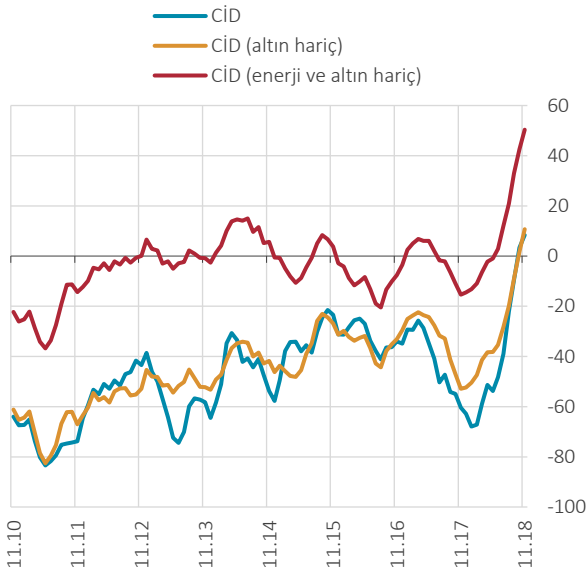
* Diğer kalemi, stokları ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

Talep kompozisyonundaki dengelenme 2018 yılının dördüncü çeyreğinde belirginleşerek devam etmiştir. Dayanıklı mallarda Kasım ayı itibarıyla uygulanmaya başlanan vergi teşviklerinin ve alınan diğer tedbirlerin yurt içi talepteki daralmayı kısmen sınırladığı görülmektedir. Ancak, özel tüketim talebinde sağlanan kısmi toparlanmanın ağırlıklı olarak stoklardan karşılanması nedeniyle üretim üzerindeki etki sınırlı kalmıştır.

Dördüncü çeyrekte, net ihracat büyümeye yüksek bir katkı sağlamaya devam etmiştir. Küresel büyüme görünümündeki kısmi yavaşlama sinyallerine rağmen dış talep gücünü korumaktadır. Reel kurdaki birikimli değer kaybının yanı sıra yurt içi talepteki yavaşlamaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği mal ihracatını desteklemeye devam etmektedir. Buna ek olarak, turizm ve diğer hizmet gelirlerinin olumlu seyri sürerken, iç talepteki yavaşlama ve Türk lirasındaki değer kaybı ile birlikte ithalat talebi daralmaya devam etmiş ve cari işlemler dengesi yılın son çeyreğinde hızlı bir şekilde iyileşmiştir (Grafik 1.2.7). İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleşmesi işgücü piyasasını etkilemiştir (Grafik 1.2.8).

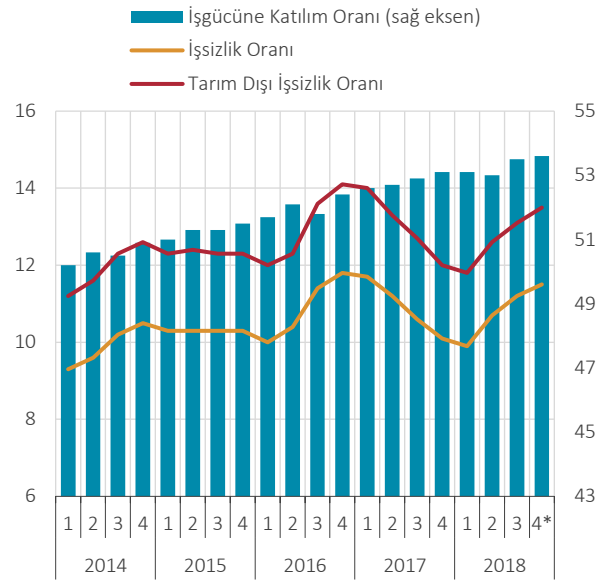
Özetle, iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte başlayan dengelenme eğilimi, üçüncü çeyrekte devam etmiş, dördüncü çeyrekte ise belirginleşmiştir. 2019 yılı boyunca, enflasyon görünümünde iyileşme ve ülke risk primlerindeki gerilemeyle beraber finansal koşulların iç talepte ılımlı bir toparlanmaya destek vereceği, diğer taraftan net ihracatın büyümeye katkısının süreceği öngörülmektedir.

Grafik 1.2.7: Cari İşlemler Dengesi (CİD)
(Mevsimsellikten Arındırılmış 3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

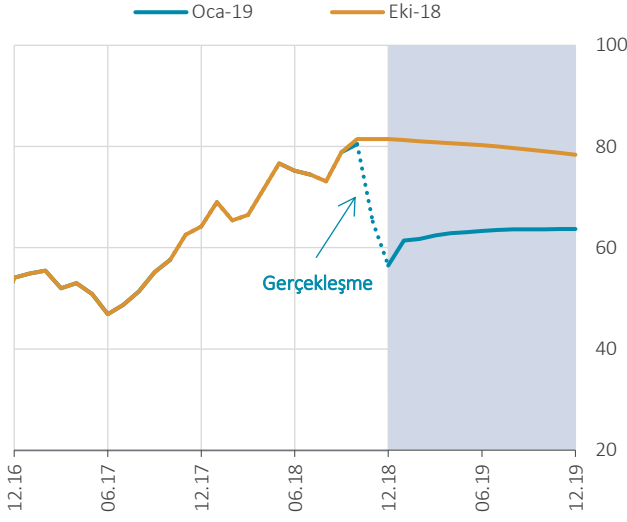
* Ekim dönemi.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ham petrol fiyatlarındaki gerileme son aylarda hızlanarak sürmüştür. Bu gelişmelere bağlı olarak, uluslararası ham petrol fiyatlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki düşüş ve ham petrol fiyatlarını belirleyen unsurların seyrine ilişkin görüşler çerçevesinde, Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için 80 ABD dolarından 63 ABD dolarına düşürülmüştür (Grafik 1.2.9). 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımına göre daha sınırlı olmakla birlikte aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.10).

İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı son çeyreği sonunda Ekim Enflasyon Raporu varsayımının altında kalmakla birlikte yüzde 27,1 ile yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, 2019 ve 2020 yıl sonu gıda enflasyonu tahminleri sırasıyla yüzde 13 ve yüzde 10 olarak korunmuştur.

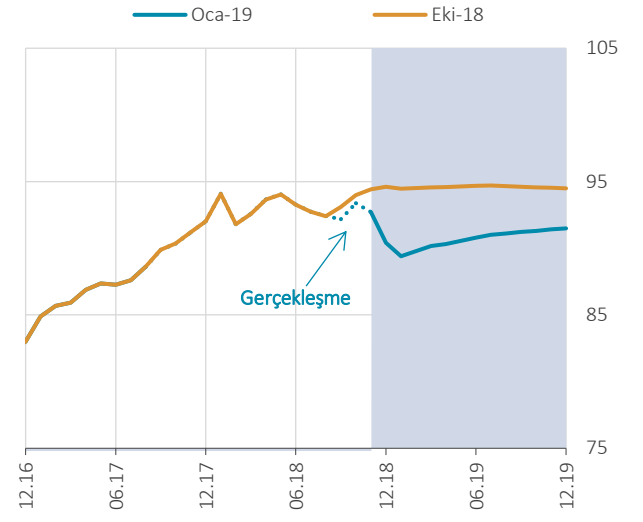
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler (ABD Doları/Varil)



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 ve Vergi Ayarlamaları

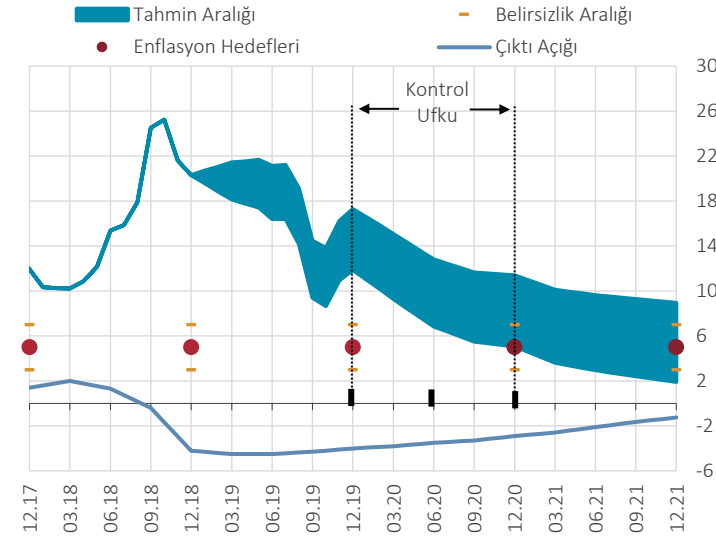
Maliye politikası yılın son çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu dönemi öngörülleri ile uyumlu şekilde iktisadi faaliyetlerdeki dengelenme sürecine katkı sağlamıştır. Yıl başında açıklanan elektrik ve doğalgaz indirimlerinin yanı sıra, döviz kurunun istikrarlı seyri ve petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak enerji fiyatlarında yukarı yönlü ayarlama yapma ihtiyacının azalmasıyla 2019 yılı enerji enflasyonuna ilişkin varsayımlar bir önceki Rapor dönemine göre belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Tütün ürünlerine ilişkin ÖTV değişikliği, enflasyon üzerinde tütün ürünleri fiyatları kaynaklı yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, 2019 yılında maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır.¹ Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür.

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 14,6 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yılsonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,9 ile yüzde 17,3 aralığında (orta noktası yüzde 14,6), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,1 ile yüzde 11,3 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).

¹ Kutu 7.2, maliye politikasının çıktı açığı ve enflasyon oynaklığını düşürmedeki rolüne ilişkin teorik bir değerlendirme sunmaktadır.

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde, Türk lirasındaki değerlenme ve ham petrol fiyatlarındaki düşüş ile birlikte Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları gerilerken, belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıf seyrin de etkisiyle enflasyon ana eğiliminde yavaşlama gözlenmiştir. Talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması ve enflasyon ana eğiliminin yavaşlamasının yanı sıra, petrol ve ithalat fiyatları varsayımlarının özellikle 2019 yılı için belirgin ölçüde aşağı çekilmesi enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü güncellemede belirleyici rol oynamıştır.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 15,2'den yüzde 14,6'ya düşürülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımındaki gerileme yıl sonu enflasyon tahminine 0,5 puan düşürücü yönde katkı yaparken, yılın son çeyreğinde tüketici enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu tahminlere göre 3,2 puan aşağıda gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğiliminde vergi indirimi etkisi haricinde gözlenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan aşağı çekeceği değerlendirilmiştir. Bunun yanı sıra, vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyat varsayımındaki güncellenmenin enflasyon tahmini üzerindeki yükseltici etkisi 0,2 puan olarak öngörülmüştür. Ayrıca, önümüzdeki dönemde enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması beklenen çıktı açığının 2019 yılı enflasyon tahmini üzerindeki sınırlayıcı etkisi 0,3 puan olarak tahmin edilmiştir. Buna karşın, birim işgücü maliyetleri üzerinden yıl sonu enflasyon tahminine 0,4 puan yükseltici etki geleceği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,6 puan aşağı çekilmiştir.

2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 9,3'ten yüzde 8,2'ye düşürülmüştür. Bir önceki Rapor dönemine göre 1,1 puanlık aşağı yönlü güncellenmenin 0,4 puanı 2019 yıl sonu enflasyon tahmininin düşürülmesinden ve enflasyon ana eğiliminde beklenen iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor dönemine göre 2019 yılı ikinci çeyreğinden itibaren daha zayıf seyretmesi beklenen talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2020 yılında da süreceği tahmin edilmektedir. Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2020 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine göre 0,4 puan aşağı çekmektedir. Petrol fiyatındaki gerileme ve reel kurda ılımlı değerlenme varsayımları altında Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2020 yılı enflasyonunu 0,3 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir.

Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son dönemde gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun korunacağı ve para politikasının enflasyonu 2020 yılının ikinci çeyreğinde tek haneye, sonrasında da yüzde 5 hedefine düşürmeye odaklı bir şekilde oluşturulacağı bir

görünüm esas alınmıştır. Sıkı politika duruşu ile birlikte cari açıkta devam etmesi beklenen dengelenme sürecinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlaması beklenmektedir.

Bu görünüm altında, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlenme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede sıkı para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında 2020 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunda tek haneye, 2021 sonu itibarıyla ise yüzde 5 hedefine yakın seviyelere ulaşılacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1). Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş politika koordinasyonunun da desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon bekleyişlerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

1.4 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:²

- Fiyatlama davranışına dair belirsizlikler ve beklenti oluşumundaki katılıklar;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Geçmişe endeksleme davranışına dair belirsizlikler;
- Gıda fiyatlarındaki olası oynaklıklar;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyri;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşma;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarında oynaklıklar.

Son dönemde açıklanan veriler ekonomideki reel uyarlamanın hızlı bir şekilde devam ettiğine ve dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon üzerindeki etkisinin belirginleştiği ve 2019 yılı boyunca enflasyondaki düşüşü destekleyeceği değerlendirilmekle birlikte, enflasyon beklentilerinin yüksek seyri, döviz kurundaki oynaklık ve ertelenmiş maliyet baskıları başta olmak üzere çeşitli unsurlar enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Enflasyonda son aylarda kaydedilen düşüşte toplam talepteki zayıflama ve para politikasındaki sıkılaşmanın yanı sıra, 2018 yılının son çeyreğinde başlayan ve 2019 yılının ilk çeyreğinde son ermesi öngörülen vergi indirimleri ve kısa dönemde etkili olan bazı arızı unsurlar da etkili olmuştur. Söz konusu geçici etkilerin geri alınma sürecinde enflasyon patikasının kısa vadede sergileyeceği görünüm büyük ölçüde firmaların fiyatlama davranışlarına bağlı olacaktır.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasındaki yerini korumaktadır. 2019 yılına ilişkin ücret artışlarının toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönde etkili olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak, işverene devlet desteğinin sürdürülmesi olası maliyet baskılarını kısmen sınırlayacağı tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyetteki

² Söz konusu risklerin enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler 7. Bölüm'de yer alan Tablo 7.3.1'de özetlenmektedir.

yavaşlama ve zayıf seyreden istihdam imkânlarının asgari ücret haricindeki ücretler üzerindeki hafifletici etkisine rağmen, ücretlerde geçmiş enflasyona endeksleme davranışının güçlü olması enflasyondaki düşüşü yavaşlatabilecektir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde seyretmesi fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İktisadi birimlerin enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeyi, henüz tam olarak enflasyonun orta vadeli eğilimine yönelik bir iyileşme olarak değerlendirmedikleri görülmektedir.³ Beklentilerdeki bu gelişmeler, ücret ayarlamaları ve genel fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü risklerin sürmesine neden olmaktadır.

Makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak geriye dönük endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi açısından önem arz etmektedir.

TCMB son aylardaki kısmi iyileşmeye karşın fiyat istikrarına yönelik olarak devam eden riskler nedeniyle, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir. Kısa vadede para politikası kararları açısından belirleyici olacak asli unsur enflasyon görünümünde kalıcı olarak nitelendirilebilecek bir düşüş eğiliminin ortaya çıkması olacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. 2018 yılının son çeyreğinde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması nedeniyle gelişmiş ülkelerdeki para politikası normalleşme sürecinin önceki döneme göre daha az sıkı bir politika duruşuna yol açabileceği beklentisinin güçlenmesi, 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunlar gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilecektir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkışmış olan kredi koşullarında Ekim ayından itibaren kademeli bir gevşeme gözlenmektedir. Söz konusu normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların, aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması, kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözetken para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek açısından önemlidir.

Son dönemde iktisadi faaliyette yurt içi talep kaynaklı olarak süregelen yavaşlama enflasyon üzerinde aşağı yönlü risklerin de söz konusu olduğuna işaret etmektedir. Gelişmiş ülke para politikalarına ve küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler sermaye akımları ve dış ticaret kanalı üzerinden büyümeye dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

³ Enflasyon belirsizlik algısına dair göstergelerin seyri Kutu 3.1’de incelenmektedir.

Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdümün, ana senaryoda esas alınan çerçeveden daha zayıf bir görünüm sergilemesi, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından bir risk olarak değerlendirilmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Ham petrol fiyatları ile diğer emtia fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde risk oluşturmaktadır. Ham petrol fiyatlarının yakın dönemde belirgin bir düşüş kaydetmesine karşın, ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülerini ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü, jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklığın sürmesi ise yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimlerinin küresel büyümeyi yavaşlatması durumunda emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir eğilim oluşması beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda ise, ham petrol, bazı endüstriyel metaller ve tarım fiyatlarında, Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlamada davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2018 yılının ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyette gözlenen ivme kaybı, üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Söz konusu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki eş anlı yavaşlamadan kaynaklanmıştır. Gelişmiş ülkeler tarafında Euro Bölgesi ve Japonya'nın büyüme hızlarındaki yavaşlama, ABD ve İngiltere'deki olumlu büyüme performansına rağmen, büyüme oranlarını aşağı çekmiştir. Özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğilimi oldukça belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Asya ve Doğu Avrupa'da büyüme oranları azalmıştır. Artan korumacılık eğilimleri küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliği artırarak önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu çerçevede, küresel ekonomik büyümede 2018 yılının ikinci yarısında gözlenen yavaşlamanın, 2019 yılında da devam edeceği öngörülmektedir.

2018 yılının son çeyreğinde emtia fiyatlarının temel belirleyicisi ABD'nin politika adımları olmuştur. Endüstriyel metal fiyatları, ABD'nin uygulamaya koyduğu uluslararası ticaret kısıtlamalarının talebi düşüreceği varsayımının fiyatlara yansımaları nedeniyle gerilemeye devam etmiştir. Düşen ham petrol fiyatlarına bağlı olarak, söz konusu dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında manşet enflasyon oranı gerilemiştir. ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülerini ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmekle birlikte; jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklığın sürmesi ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının kademeli parasal sıkılaştırma eğilimi 2018 yılının dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Fed, yılı beklendiği gibi dört faiz artışı ile tamamlarken, ECB Aralık ayında varlık alımlarını sonlandırdığını açıklamıştır. Bu dönemde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin de hız kaybedebileceği beklentisine yol açmış; buna bağlı olarak ülke tahvil getirileri gerilemiştir. Son dönemde gelişmiş ülke para politikası normalleşme patikasının bir önceki döneme göre daha az sıkı olacağı beklentisinin güçlenmesi, 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Eylül ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının, bir miktar istikrar kazandığı; Ocak ayı başından itibaren gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarında toparlanma başladığı gözlenmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunların bu öngörüye tersine çevirebileceği not edilmelidir.

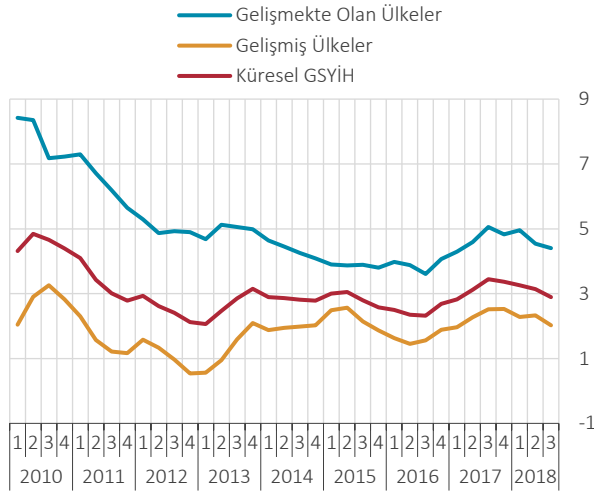
Gelişmiş ülkelerde işsizlik oranlarının tarihi düşük seviyeleri, enflasyonun hedeflerle uyumlu seyri, düşük faiz ortamının neden olduğu finansal riskler ve politika alanını genişletme isteği, merkez bankalarını normalleşme yönünde teşvik etmektedir. Bununla birlikte, küresel ekonomi görünümündeki artan belirsizlik, küresel finansal piyasalardaki oynaklık ve gelişmiş ülkelerde uzun süredir devam eden genişlemeci politikalara rağmen büyümenin dalgalı seyri merkez bankaları açısından para politikası kararlarını zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerde daha yavaş bir politika normalleşmesinin gelişmekte olan ülkelerin riskliliğini düşürmesi beklenebilir. Ancak, bu durumun finansal oynaklık kaynaklı olması ve risk iştahı üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerdeki para politikası kararlarını da zorlaştırabileceği not edilmelidir. Bu çerçevede, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği önem arz etmektedir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette ivme kaybı, üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Bu durum hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki yavaşlamadan kaynaklanmış ve küresel büyüme oranı 2018

yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). ABD ve İngiltere'deki olumlu büyüme performansına rağmen, Euro Bölgesi ve Japonya'nın büyüme hızlarındaki yavaşlama, anılan dönemde gelişmiş ülkelerin büyüme oranını aşağı çeken en önemli faktör olmuştur. Özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğilimi oldukça belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında da büyüme hızı, bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır (Grafik 2.1.1). Bahsi geçen ülkelerin büyüme performansı bölgesel olarak değerlendirildiğinde, büyüme oranı Asya ve Doğu Avrupa bölgelerinde azalmış; Latin Amerika bölgesinde ise bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.1.2).

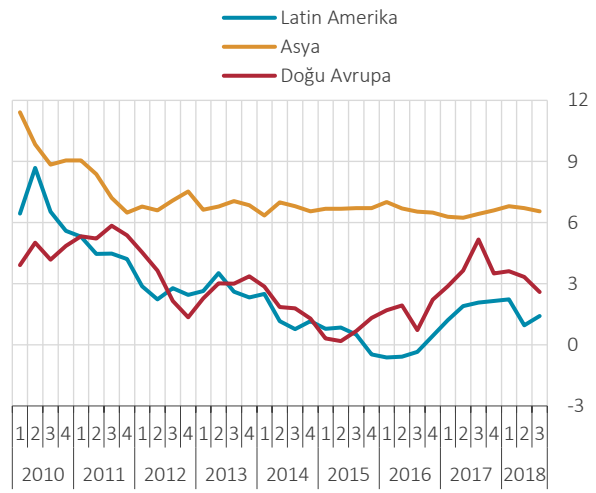
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



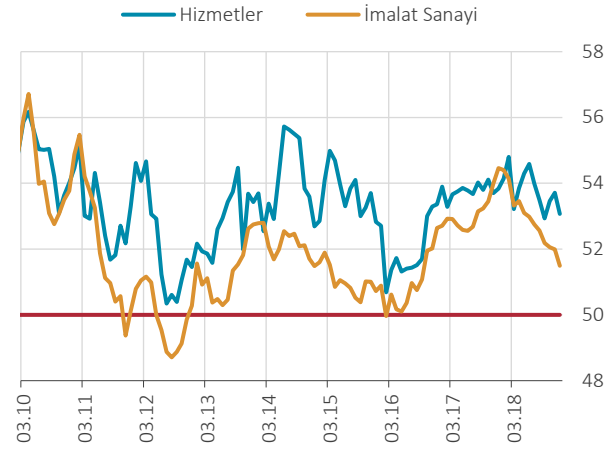
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Topluşturma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

2018 yılının son çeyreğine ait küresel PMI verileri, önceki dönemlere kıyasla imalat sanayi ağırlıklı olmak üzere daha olumsuz bir büyüme görünümüne işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, ABD ve Euro Bölgesi'ne ait imalat sanayi PMI göstergelerinin belirgin bir şekilde gerilediği göze çarpmaktadır (Grafik 2.1.4). Bu durum her iki ekonominin de yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha yavaş bir büyüme performansı sergilediğini göstermektedir. Ayrıca Euro Bölgesi'nde sanayi üretiminin Kasım ayında yıllık olarak yüzde 1,7 oranında daralması, büyümede süregelen yavaşlamanın söz konusu dönemde artarak devam ettiğini ima etmektedir. Japonya'ya ilişkin imalat sanayi PMI endeksi ise, anılan dönemde bir önceki çeyreğe benzer bir seyir izlemiştir. Ancak, Japonya'da Kasım ayı itibarıyla sanayi üretiminin yıllık büyüme oranı belirgin bir şekilde yavaşlamış; işsizlik oranı sınırlı da olsa yükselmiştir. Bu nedenle, Japonya ekonomisinin de, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha zayıf bir büyüme performansı göstereceği beklenmektedir. Özetle, 2018 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde büyüme hızının, özellikle Euro Bölgesi kaynaklı olarak yavaşlamaya devam ettiği ve büyüme oranının önceki çeyrek değerinin altında kaldığı tahmin edilmektedir.

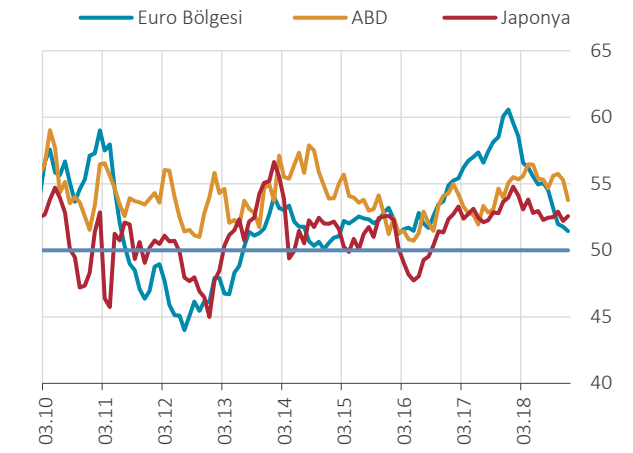
Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI göstergeleri, 2018 yılının dördüncü çeyreğinde imalat sanayi için gerilerken, hizmetler sektörüne ilişkin bir önceki çeyrekteki olumlu görünümün sürmediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, gelişmiş ülkelerdeki para politikasının normalleşme sürecine bağlı olarak küresel finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma ve risk iştahının bozulması sebebiyle GOÜ borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar sürmüştür. Yine bu dönemde, ABD'nin küresel ticareti kısıtlayıcı politikalarının güçleneceğine ilişkin beklentiler ile özellikle Ortadoğu bölgesi kaynaklı jeopolitik riskler ve petrol fiyatlarındaki dalgalanma belirsizlikleri artırmıştır. Özetle, öncü veriler ve göstergeler gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde yılın ikinci çeyreğinden bu yana süregelen yavaşlamanın 2018 yılının son çeyreğinde de devam ettiğini ima etmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

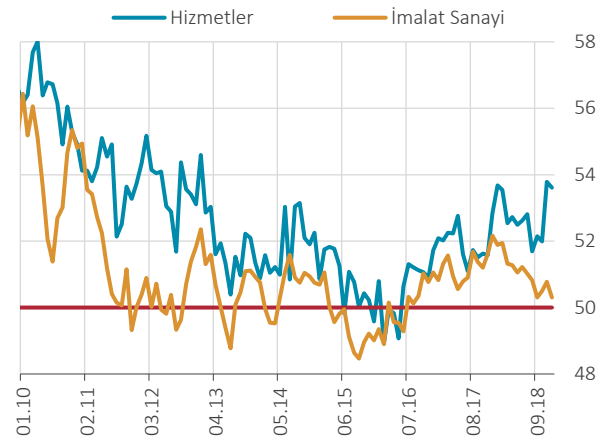
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

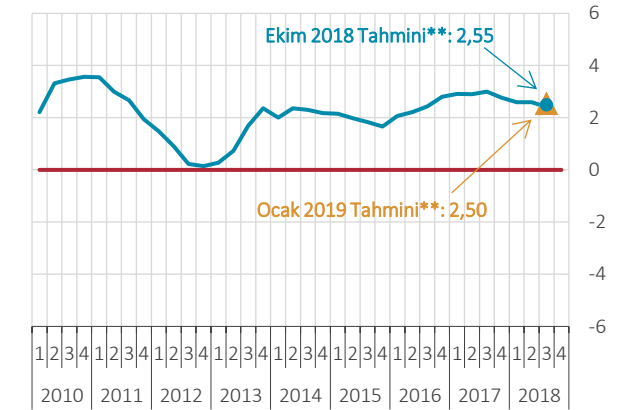
Sonuç olarak, küresel ekonominin, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak 2018 yılının son çeyreğinde de yavaşlamaya devam edeceği ve küresel büyüme hızının bir önceki çeyrek değerine çok yakın gerçekleşebileceği beklenmektedir. Ocak ayı Consensus Forecast bültenlerine göre, 2018 yılı küresel büyüme tahmininin, bir önceki Rapor dönemi tahmininden farklılaşmaması, söz konusu yargıyı desteklemektedir (Tablo 2.1.1).

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi* (Yıllık Ortalama % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Toplu taşıma yapılar için ülkeler, Türkiye'nin ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.

** 2018 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Gelişmiş ülkeler grubunda Ocak ayı Consensus Forecast 2018 yılı büyüme tahminleri, sadece Euro Bölgesi ve Japonya için aşağı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise, 2018 yıl sonu büyüme tahmininin Asya bölgesi için aşağı yönlü güncellendiği, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'ya ait tahminlerin ise değişmediği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre oldukça sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Bu gelişmede, özellikle Euro Bölgesi'ne ilişkin yıl sonu büyüme tahmininin aşağı yönlü güncellenmesi etkili olmuştur. Dolayısıyla, Türkiye'nin dış talebindeki olumlu görünümün, önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar zayıflamakla birlikte devam ettiğini söylemek mümkündür. Diğer taraftan Ocak ayı Consensus Forecast bültenlerinden elde edilen 2019 yılı küresel büyüme tahmininin, bir önceki Rapor dönemine göre 0,2 puan aşağıya çekildiği görülmektedir. Gelişmiş ülkeler tarafında ABD, Euro Bölgesi ve Japonya için, gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Asya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgeleri için 2019

yılı büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu durum, küresel ekonomik büyümede 2018 yılının ikinci yarısında meydana gelen yavaşlamanın, 2019 yılında da devam edeceğinin beklendiğini göstermektedir.

Tablo 2.1.1: 2018 ve 2019 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ekim		Ocak	
	2018	2019	2018	2019
Dünya	3,2	3,1	3,2	2,9
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,9	2,6	2,9	2,5
Euro Bölgesi	2,0	1,8	1,9	1,5
Almanya	1,9	1,7	1,5	1,4
Fransa	1,6	1,6	1,5	1,5
İtalya	1,1	1,1	0,9	0,5
İspanya	2,7	2,2	2,5	2,2
Japonya	1,1	1,2	0,8	1,0
İngiltere	1,3	1,5	1,4	1,5
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,9	5,6	5,8	5,5
Çin	6,6	6,3	6,6	6,2
Hindistan	7,4	7,5	7,3	7,3
Latin Amerika	1,4	2,1	1,4	1,9
Brezilya	1,3	2,4	1,3	2,4
Doğu Avrupa	3,1	2,2	3,1	2,1
Rusya	1,8	1,6	1,7	1,5

Kaynak: Consensus Forecasts.

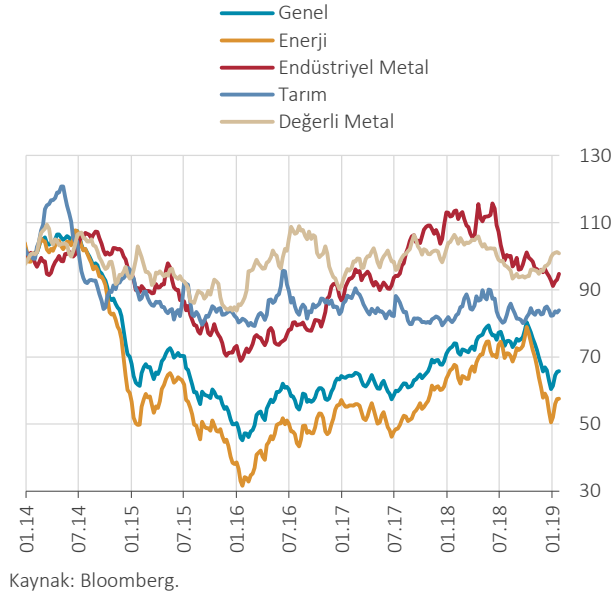
2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları genel endeksindeki hızlı yükseliş eğilimi, 2018 yılının ikinci yarısında tersine dönmüş ve son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 6 oranında düşüş kaydetmiştir. Yavaşlamanın temel belirleyicisi enerji fiyatlarındaki artışın söz konusu dönemde hız kesmesi olmuştur. Bu bağlamda, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre enerji ve endüstriyel metal fiyatları, sırasıyla, yüzde 9,7 ve 2,5 oranında gerilerken; tarım ve değerli metal fiyatları ise, sırasıyla, yüzde 1,6 ve 0,8 oranında artmıştır (Grafik 2.2.1).

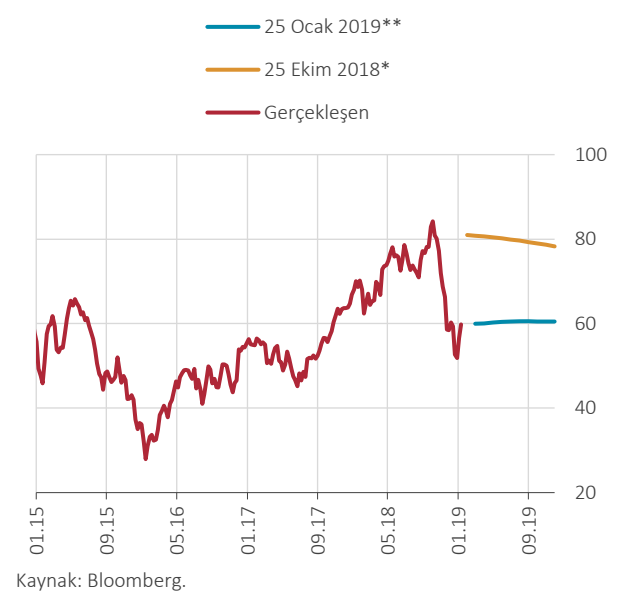
2018 yılının son çeyreğinde de emtia fiyatlarındaki seyrin temel belirleyicisi ABD'nin ticaret ve dış politikası olmayı sürdürmüştür. ABD'nin uygulamaya koyduğu uluslararası ticaret kısıtlamalarının talebi düşüreceği varsayımının fiyatlara yansması ve ABD ile Çin arasında süren ticaret geriliminin belirsizlik ortamını pekiştirmesi, endüstriyel metal fiyatlarının söz konusu dönemde de gerilemeye devam etmesine neden olmuştur. ABD'nin Çin'e yönelik uygulamaya koyduğu ticaret kısıtlamaları, Çin'in dünya tarım ürünleri talebinde birinci sırada olması dolayısıyla, tarım fiyatlarının da yıl genelinde baskılanmasına yol açmıştır.

Ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir eğilim gözlenmiştir. Aralık ayında yapılan OPEC toplantısında alınan üretimi kısma miktarının tahminlerin üzerinde açıklanmasına karşın, ABD üretiminin hızlı artış eğilimini devam ettirmesi ve OPEC üyesi ülkelerin alınan önceki kararlara uyma konusunda sergiledikleri olumsuz tutum doğrultusunda, petrol fiyatlarındaki gerileme hızlanarak sürmüştür.

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri
(Ocak 2014=100)



Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)



*1-25 Ekim 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.
**1-25 Ocak 2019 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Önümüzdeki dönemde ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda, endüstriyel metallerde belirsizliğe bağlı olarak gözlenen fiyat düşüşlerinin tersine dönebileceği; özellikle alüminyum ve bakır piyasalarında arz yönlü fiyat baskılarının belirginleşebileceği değerlendirilmektedir. Benzer şekilde, uluslararası ticaret geriliminin hafiflemesiyle tarım fiyatlarında da Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak, yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Önümüzdeki döneme ilişkin küresel ekonomi politikalarında belirsizliğin sürmesi ve para politikalarındaki normalleşme sürecinin beklenenden daha yavaş gerçekleşmesi durumunda ise altın fiyatlarında yukarı yönlü hareket olasılığı mevcuttur.

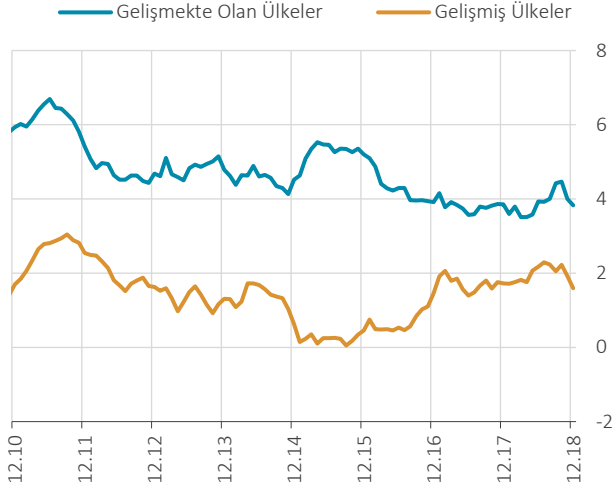
Son dönemde ham petrol fiyatlarında oynaklık artışı gözlenmiştir. Önümüzdeki dönem; küresel finansal piyasalardaki belirsizliğin ve oynaklığın sürmesi; OPEC ve Rusya'nın vardığı anlaşma doğrultusunda aldıkları üretimi kısma kararına büyük oranda uymaları; Çin ile ABD arasında süren ticaret müzakerelerinin anlaşma ile sonuçlanması, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülere ise ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir. Bu bağlamda, Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2019 yılında ortalama 60 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

2018 yılının son çeyreğinde, düşen ham petrol fiyatlarına bağlı olarak, manşet enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında gerilemiştir (Grafik 2.2.3). İlgili dönemde çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ülkeler için bir miktar artarken, gelişmekte olan ülkeler için azalmıştır (Grafik 2.2.4). 2019 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, gelişmiş ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

ABD'de işsizlik oranının tarihsel düşük düzeye gerilemesine rağmen ücretlerde yüksek oranlı artış gözlenmemektedir. Ayrıca, ankete dayalı ve finansal piyasa verilerinden elde edilen enflasyon beklentileri yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında seyretmektedir. Bunun yanında, son dönemde azalan ham petrol fiyatları, manşet enflasyonunu yakın geçmişe kıyasla bir miktar geriletmiştir. Euro Bölgesi'nde sıkılaşan emek piyasası ve artan ücretlerle manşet tüketici enflasyonunun 2019-2021 döneminde yüzde 2'ye yakınsayacağı tahmin edilmektedir. İçinde bulunduğumuz dönemde enflasyonu yüzde 1'in altında olup enflasyon beklentilerinde fazla değişim gözlenmeyen Japonya'da, orta vadede, pozitif çıktı açığı yanında

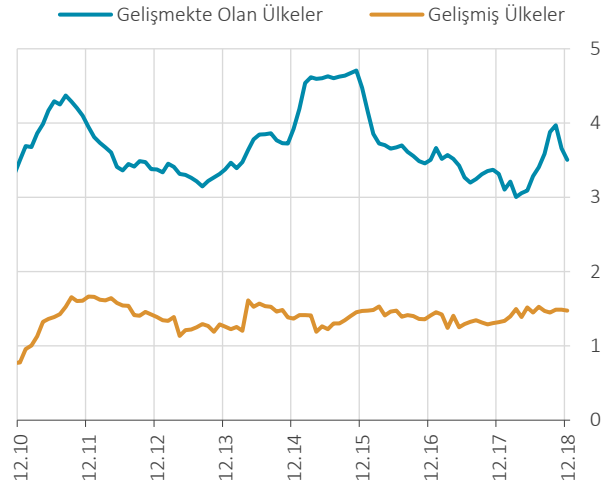
orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkması beklenmektedir. Öte yandan İngiltere’de, geçmişte Brexit sürecine ilişkin haberlere tepki veren İngiliz sterlini ve sıkılaşan emek piyasası çerçevesinde hızlanan ücret artışları enflasyonu artırıcı yönde etki yaparken gerileyen ham petrol fiyatları, manşet tüketici enflasyon oranını yüzde 2’lik hedefin altına indirmiştir.

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülkelerin para politikası normalleşme süreçlerine bağlı olarak, küresel finansal piyasalardaki artan dalgalanmanın portföy hareketleri kanalıyla GOÜ’lerin döviz kurlarını olumsuz etkilemesi ve ham petrol fiyatlarının ABD’nin ekonomi politikaları ile jeopolitik gelişmeler doğrultusunda yukarı yönlü hareket etmesi, küresel manşet enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurlarıdır. Bunun yanında, gelişmiş ülkelerde sıkılaşan emek piyasasının ücret artışlarına yansıma olasılığı da gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimlerinin sürmesi dolayısıyla küresel büyüme görünümünün zayıflaması ve dolayısıyla gelişmiş ülkeler emek piyasasındaki baskıların hafiflemesi küresel manşet enflasyona ilişkin aşağı yönlü riskler olarak değerlendirilebilir.

Tablo 2.2.1: 2018 ve 2019 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ekim	Ocak
	2019	2019
Gelişmiş Ülkeler		
ABD	2,3	1,9
Euro Bölgesi	1,7	1,5
Almanya	1,9	1,8
Fransa	1,6	1,3
İtalya	1,4	1,1
İspanya	1,6	1,4
Yunanistan*	1,1	0,9
İngiltere	2,2	2,0
Japonya	1,1	0,9
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Asya Pasifik (Japonya hariç)	2,6	2,4
Çin	2,3	2,2
Hindistan**	4,9	4,5
Latin Amerika (Venezuela hariç)	6,9	7,1
Brezilya*	4,2	4,1
Doğu Avrupa	7,0	6,7
Rusya*	4,5	4,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

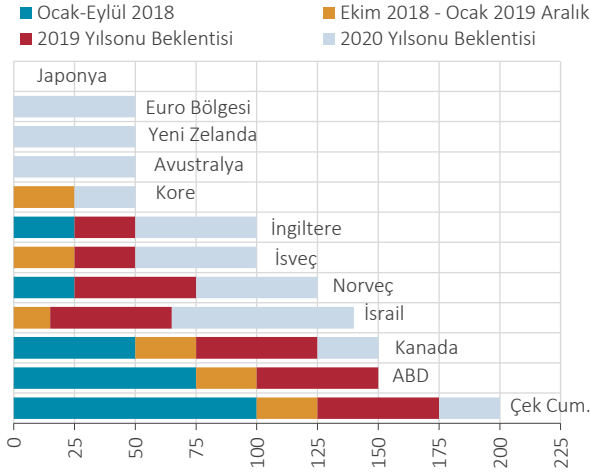
** Hesaplamalar mali yıl içindir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2018 yılı son çeyreğinde küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin de hız kaybedebileceği beklentisine yol açmıştır. Kademeli sıkılaştırma devam etmekte olup, anketler 2019 ve 2020 yılları için hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde politika faizi medyan beklentilerinin yukarı yönlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Bununla birlikte, dört büyük merkez bankasının ve özellikle Fed'in beklenen faiz patikası önemli oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Piyasa fiyatlaması da geçtiğimiz Rapor dönemine göre söz konu merkez bankaları için 2019 yılında daha az faiz artışı ima etmektedir (Tablo 2.3.1).

Aralık ayında Fed, 2018 yılındaki dördüncü faiz artışını yapmış; ECB de daha önce açıkladığı üzere tahvil alımlarını noktalamıştır. Ancak, Euro Bölgesi'nde büyümenin önemli oranda ivme kaybetmesi ile ECB'nin faiz artış beklentisi ötelenmiştir. Brexit'e ilişkin belirsizliğin artması, İngiltere Merkez Bankası'nın da yükselen enflasyona karşı verilecek politika tepkisini yumuşatmaktadır. Diğer bazı gelişmiş ülke merkez bankaları kademeli faiz artışlarını sürdürseler de Fed'in diğer üç büyük merkez bankasına göre sıkı duruşu ABD dolarının değerlenmesine yol açmakta ve ABD büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

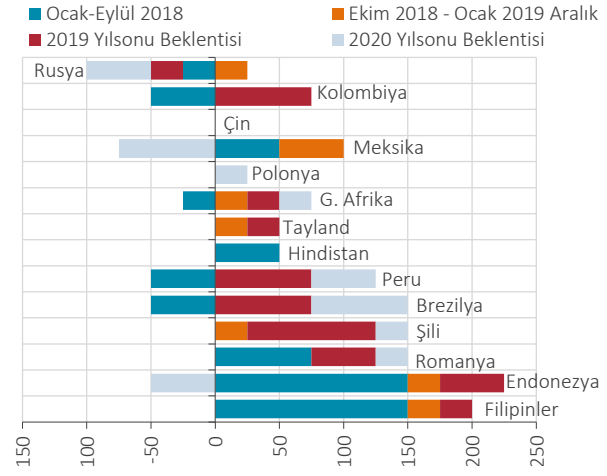
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2020* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 28 Ocak 2019 itibarıyla.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2020* (Baz Puan)

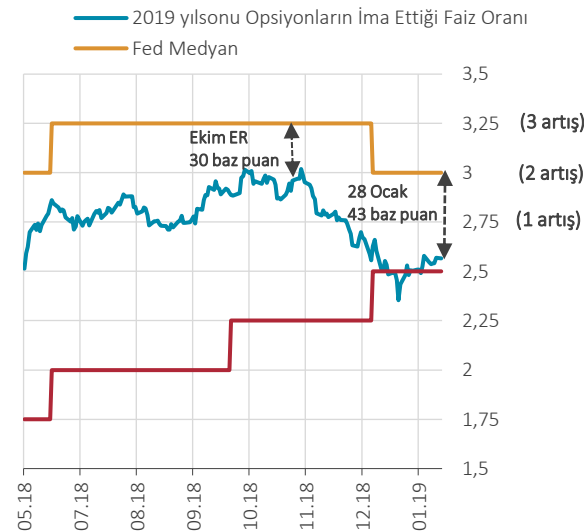


Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 28 Ocak 2019 itibarıyla.

Bu duruma küresel ticarete ilişkin kaygılar ve buna bağlı olarak ABD finans piyasalarındaki oynaklığın artması da eklenince, Fed'in faiz artışları konusunda daha temkinli bir iletişim yapmayı seçtiği gözlenmiştir. Bu bağlamda, işgücü verilerinin güçlü seyrini koruması ve ücret artış oranlarındaki yükselişe karşın Fed, Mart ayındaki toplantısında üçe çıkardığı 2019 yılına ilişkin medyan faiz artış sayısını, Aralık toplantısında yeniden ikiye indirmiştir. Bu 25 baz puanlık düşüşe rağmen opsiyonların ima ettiği faiz oranı ile Fed medyanı arasındaki fark geçtiğimiz Rapor dönemine göre oldukça açılmıştır (Grafik 2.3.3). Nitekim piyasalar çok daha gevşek bir para politikası öngörmekte ve Ocak ayı ortası itibarıyla 2019 yılı için politika faizinin neredeyse sabit kalacağını fiyatlamaktadır.¹ Önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin azalması ve ABD'nin büyüme-işgücü verilerinin güçlü seyrini sürdürmesi durumunda piyasa fiyatlamasının Fed'e yakınsaması; piyasa tarafından fiyatlanan aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi ve küresel ticarete ilişkin gerilimin artması durumunda ise Fed medyan patikasının piyasa fiyatlamasına yakınsaması beklenmektedir.

Grafik 2.3.3: 2019 Yılı sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (% , Üst Bant)



Kaynak: Bloomberg.

Tablo 2.3.1: Dört Büyük Merkez Bankası 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Politika Faizi (%)

	Güncel Politika Faizi (%)	2019 Yılsonu Opsiyonların İma Ettiği Politika Faiz Oranı (%)	ER Dönemleri Arası Değişim (% puan)	
		Ekim ER	28.Oca.19	
Fed	2,5	2,95	2,56	↓-0,39
ECB	0	0,10	0,05	↓-0,05
İngiltere MB	0,75	1,02	0,84	↓-0,18
Japonya MB	-0,1	-0,06	-0,12	↓-0,06

Kaynak: Bloomberg.

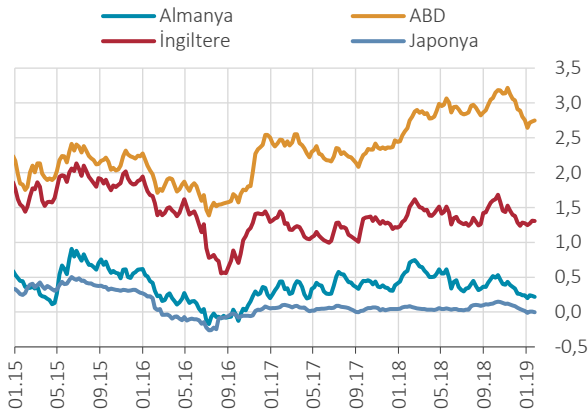
¹ Hatta kısa bir süre faiz indirimi bile fiyatlanmış, opsiyonların ima ettiği faiz güncel politika faizinin altına düşmüştür.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

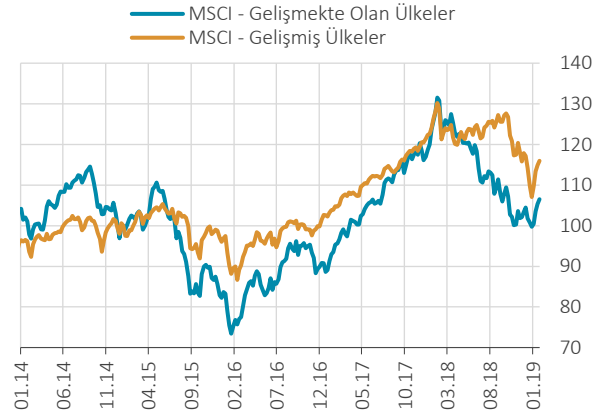
Gelişmiş ülke merkez bankaları 2018 yılının son çeyreğinde kademeli normalleşme eğilimlerini sürdürürken; küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin de hız kaybedebileceği beklentisine yol açmış; buna bağlı olarak ülke tahvil getirileri gerilemiştir (Grafik 2.4.1).

ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit sürecine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, İtalya'nın yüksek kamu borcu, petrol fiyatlarında sert düşüş gibi gelişmeler küresel finansal koşullardaki kırılganlıkların arttığına yönelik endişeleri desteklemiştir. ABD'deki vergi indirimleri ve pozitif büyüme görünümü ile iyimser başlanan yılda, 2018 yılının son çeyreğinde, hisse senetlerinde 2008 krizinden sonraki en büyük yıllık düşüş gerçekleşmiş; azalan risk iştahı diğer gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarından çıkışları beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.2). Ancak 2019 yılı başından itibaren hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasaları için bir miktar toparlanma izlenmektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)

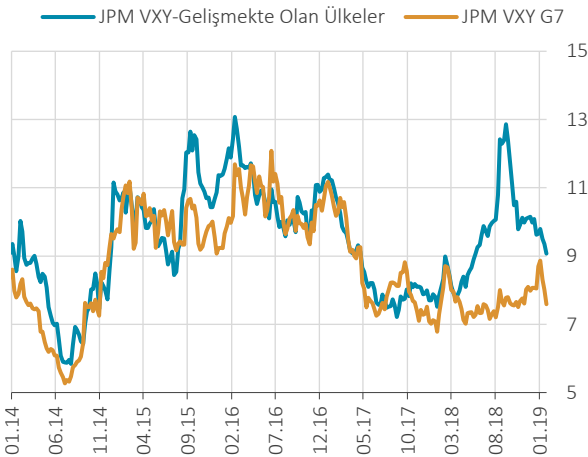


Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)

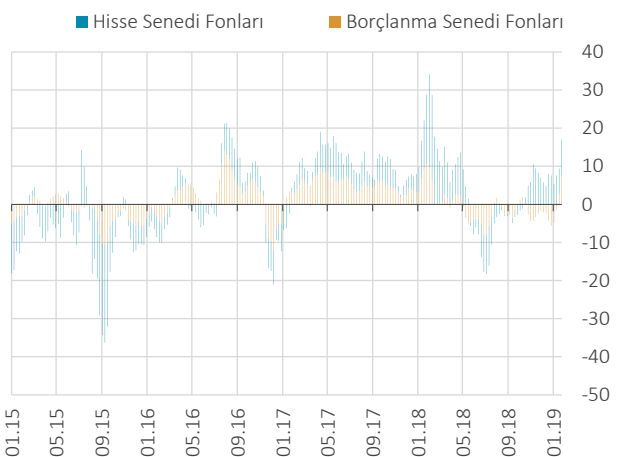


Risk algısında 2019'un başından itibaren oluşan olumlu hava, 2018'in dördüncü çeyreği boyunca yükselen gelişmiş ülke kur oynaklıklarını da düşürmüştür (Grafik 2.4.3). Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarında 2018 yılının ilk yarısında gözlenen çıkış eğilimi, bir miktar yavaşlamakla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Eylül ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının oldukça zayıf olmakla birlikte bir miktar istikrar kazandığı, Ocak ayı başından itibaren gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarında toparlanma başladığı gözlenmiştir (Grafik 2.4.4).

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Bölgesel olarak bakıldığında, 2018 yılının son çeyreğinde, tüm bölgelerde, gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar devam ederken, gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasalarına Asya ülkeleri kaynaklı girişler olmuştur (Tablo 2.4.1). Söz konusu dönemde en belirgin portföy girişi Çin’de izlenmiştir. Çin’in yurt içi ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla genişletici politikalar uygulaması, Çin’e yönelen portföy akımları üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Özellikle 2018 yılının son çeyreğinde Çin hisse senedi piyasalarına girişler kuvvetlenmiş ve gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasalarına yönelen toplam akımlar içinde Çin’in, 2017 yılında yüzde 24 olan payı yüzde 28’e yükselmiştir.

Son dönemde gelişmiş ülke para politikası normalleşme patikasının bir önceki döneme göre daha az sıkı olacağı beklentisinin güçlenmesi 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunların bu öngörüü tersine çevirebileceği not edilmelidir.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu (Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7
	Ç4	4,5	-14,0	18,5	14,1	-4,5	-3,1	-2,0

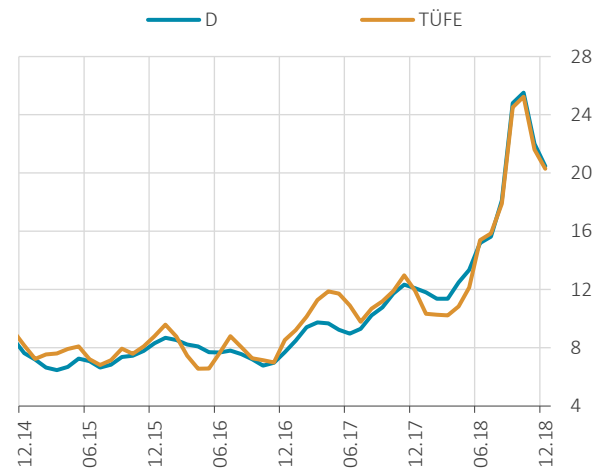
Kaynak: EPFR.

3. Enflasyon Gelişmeleri

Tüketici enflasyonu son çeyrekte gerileyerek yılı yüzde 20,30 oranında tamamlamıştır (Grafik 3.1). Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin altında gerçekleşen enflasyondaki düşüşte büyük ölçüde temel mal ve enerji grupları etkili olmuştur (Grafik 3.2). Bu dönemde, Türk lirasındaki olumlu seyir ve emtia fiyatlarındaki gerilemenin yanı sıra belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıflama enflasyondaki düşüşe katkı sağlamıştır. Türk lirası, yılın son çeyreğinde döviz kuru sepeti karşısında yüzde 18 civarında değer kazanmış; uluslararası petrol fiyatları da bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık yüzde 30 oranında gerilemiştir. Petrol fiyatlarındaki belirgin düşüş ve Türk lirasındaki değerlenmeye bağlı olarak eşel mobil uygulaması son bulurken, başta akaryakıt kaynaklı olarak düşen enerji fiyatları tüketici enflasyonuna olumlu katkı vermiştir. Üretici enflasyonu döviz kuru ve enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak yıl sonunda gerilese de tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları güçlü seyrini korumuştur.

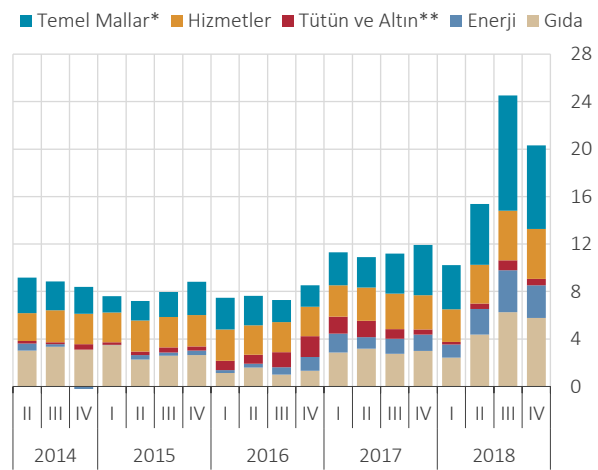
2018 yıl sonu itibarıyla değerlendirildiğinde bir önceki yıla kıyasla enflasyondaki yükselişin temel belirleyicisi döviz kuru gelişmeleri olurken, enerji grubunda gerek tüketici gerekse üreticiye yönelik yönetilen fiyat ayarlamaları da geniş bir yayılımla maliyet baskılarını arttırmıştır. Bu dönemde vergi ayarlamaları ise enflasyona düşüş yönü katkı yapmıştır. İktisadi faaliyetin özellikle yılın ilk yarısındaki güçlü seyri talep yönlü enflasyonu beslemiş, yıl genelinde beklentiler ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmayla birlikte enflasyon katılığı güçlenmiştir. Yılın son çeyreğinde ise, toplam talep koşullarındaki zayıflama enflasyondaki aşağı yönlü seyri desteklemiştir. Buna ek olarak, belirli dayanıklı tüketim mallarına yönelik geçici vergi indirimleri de enflasyondaki düşüşe önemli katkı yapmıştır. Öte yandan, 2019 yılına ilişkin net asgari ücret yüzde 26 oranında arttırılırken işverene devlet desteğinin sürdürülmesi maliyet baskılarını kısmen sınırlasa da, enflasyon üzerindeki birim işgücü maliyetleri kaynaklı yukarı yönlü etkilerin bir önceki yıla göre artacağı tahmin edilmektedir. Kısa dönem enflasyon görünümü açısından öne çıkan bir diğer önemli gelişme bütün ürünlerine yönelik vergi değişikliği olmuştur. Tütün ürünlerinde Ocak ayı itibarıyla nispi ÖTV oranı yüzde 63'ten yüzde 67'ye yükseltilmiş; asgari maktu ÖTV uygulaması ise kaldırılmıştır. Bu değişiklik sonrasında sektör fiyatlarında henüz bir ayarlama görülmemesi enflasyon tahminleri üzerinde bütün ürünleri kaynaklı risklere işaret etmektedir.¹

Grafik 3.1: TÜFE ve D Endeksi (İşlenmemiş Gıda ile Alkol-Tütün Dışı TÜFE, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temel Mallar: Gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar.

** Tütün ve Altın: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

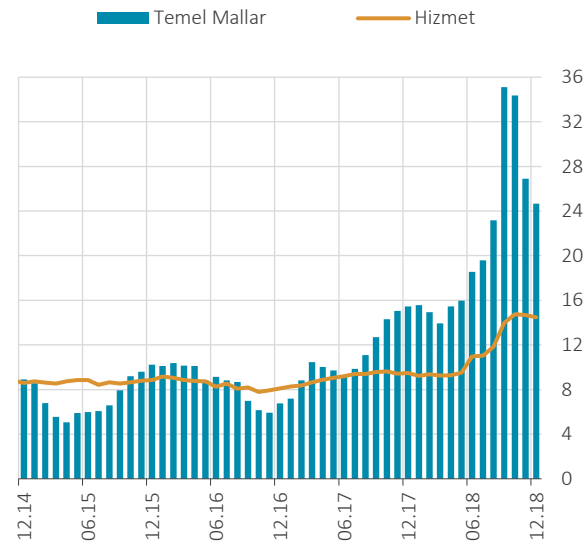
¹ Vergi değişikliklerinin tüketici enflasyonuna yansımaları Enflasyon Raporu 2018 III'te yer alan Kutu 3.1'de ele alınmıştır.

Özetle, yakın dönemde ithal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon görünümünde bir miktar iyileşme gözlenmekle birlikte enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskler önemini korumaktadır. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, yönetilen/yönlendirilen fiyatların seyri ve birikmiş maliyetlerin fiyatlama davranışına olası etkileri kısa vadede öne çıkan başlıca risk unsurlarıdır. Ayrıca, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerini koruyor olması fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Buna ek olarak, küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizlikler nedeniyle sermaye akımları ve emtia fiyatlarındaki oynaklığın sürmesi temel maliyet unsurlarının öngörülebilirliğini zayıflatmaktadır. Makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak geriye dönük endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması; bu bağlamda yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi açısından önem arz etmektedir.

3.1 Temel Enflasyon Görünümü

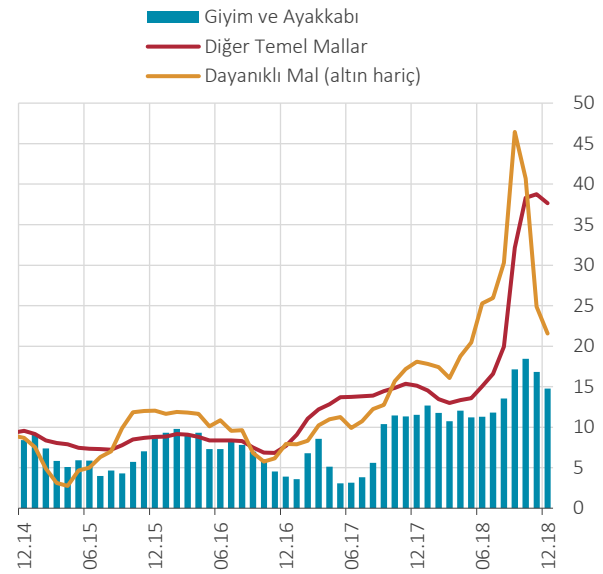
Temel mal grubu yıllık enflasyonu, dördüncü çeyrekte yüzde 24,67'ye gerilemiştir (Grafik 3.1.1 ve Tablo 3.1.1). Bu gelişmede, belirli dayanıklı mallara yönelik vergi indirimleri, Türk lirasındaki değerlenme ve zayıflayan iktisadi faaliyete bağlı olarak dayanıklı mal grubu enflasyonundaki belirgin düşüş ana sürükleyici olmuştur (Grafik 3.1.2).

Grafik 3.1.1: Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.2: Temel Mal Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

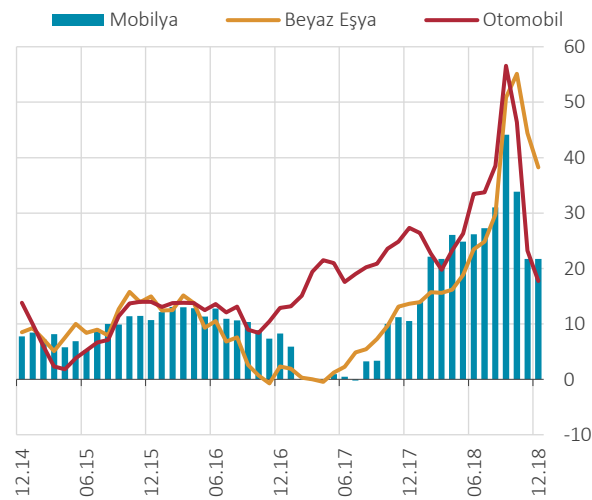
Dayanıklı mal fiyatları, Kasım ayında yapılan vergi indirimleri öncülüğünde, yılın son çeyreğinde yüzde 10,69 oranında düşmüş, grup yıllık enflasyonu yüzde 21,57 olmuştur. Vergi indirimlerine konu olan otomobil, mobilya ve beyaz eşya gruplarında bu çeyrekte belirgin fiyat düşüşleri gözlenmiş ve yıllık enflasyon azalış kaydetmiştir (Grafik 3.1.3). Bunun yanında, giyim grubu yıllık enflasyonu iktisadi faaliyetteki zayıf seyrin de etkisiyle dördüncü çeyrekte 2,40 puan gerileyerek yüzde 14,75 olmuştur. Kur geçişkenliğinin daha uzun süreye yayıldığı diğer temel mallar grubunda ise yıllık enflasyon bu çeyrekte de yükselmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, temel mal enflasyonunun ana eğiliminde de belirgin bir düşüş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.4).

Tablo 3.1.1: Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları (Üç Aylık ve Yıllık % Değişim)

	2017		2018				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	4,31	11,92	2,77	6,23	9,34	0,78	20,30
1. Mallar	5,80	12,99	2,83	7,16	10,72	0,55	22,68
Enerji	4,88	10,41	2,11	5,60	12,34	-0,25	20,82
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	5,70	13,79	6,06	7,29	6,17	3,56	25,11
İşlenmemiş Gıda	8,74	15,55	6,71	12,50	2,68	3,10	27,09
İşlenmiş Gıda	3,04	12,20	5,43	2,22	9,91	4,02	23,22
Temel Mallar	7,51	15,45	0,88	8,67	14,64	-0,81	24,67
Giyim ve Ayakkabı	13,17	11,51	-9,15	15,04	-0,95	10,85	14,75
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	7,58	18,08	4,09	8,22	20,84	-10,69	21,57
Mobilya	7,30	10,49	7,35	5,46	18,65	-9,39	21,71
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	4,72	10,24	1,39	4,87	20,52	-1,00	26,87
Otomobil	10,27	27,30	4,39	11,11	22,41	-17,09	17,72
Diğer Dayanıklı Mallar	0,90	12,77	3,76	5,98	14,45	4,44	31,44
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	3,10	15,13	4,34	4,74	17,30	7,36	37,63
Alkollü İçecekler, Tütün Ürünleri ve Altın	1,18	5,96	1,37	3,15	6,76	-2,67	8,65
2. Hizmetler	0,95	9,47	2,62	3,93	5,85	1,39	14,46
Kira	2,35	9,21	1,99	2,20	3,14	1,96	9,61
Lokanta ve Oteller	1,65	11,47	2,81	4,40	9,15	2,26	19,81
Ulaştırma	0,44	12,46	1,18	4,48	7,52	-1,73	11,70
Haberleşme	0,12	1,87	-0,72	6,45	1,45	2,57	9,96
Diğer Hizmetler	0,17	9,39	4,45	3,51	5,55	1,27	15,56

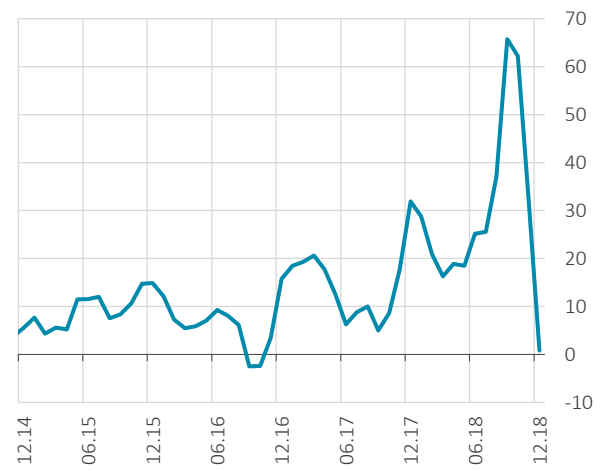
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.1.3: Seçilmiş Dayanıklı Tüketim Mali Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

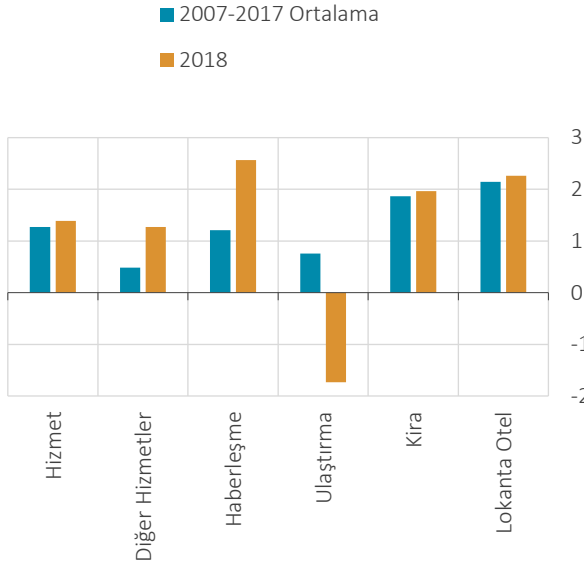
Grafik 3.1.4: Temel Mal Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

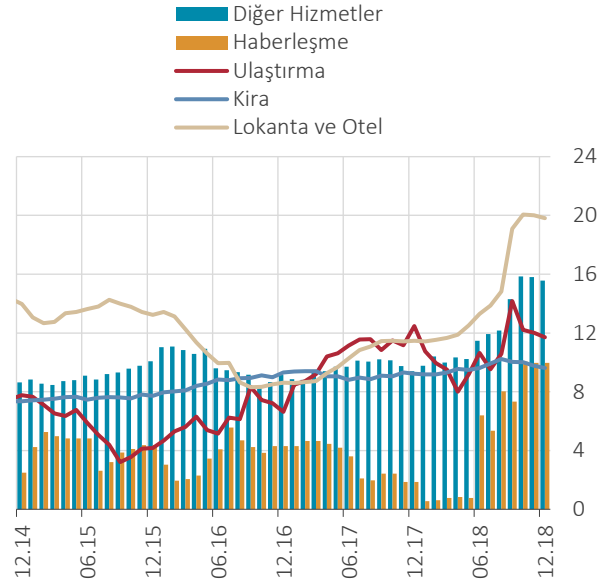
Hizmet fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 1,39 oranında artarken grup yıllık enflasyonu 0,49 puan yükselerek yüzde 14,46 olmuştur (Grafik 3.1.1 ve Tablo 3.1.1). Hizmet fiyatlarında çeyreklik artış oranları geçmiş dönem ortalamasına yakın olup, diğer hizmetler ve haberleşme alt kalemlerinde geçmiş dönem ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.5).

Grafik 3.1.5: Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları
(Dördüncü Çeyrek % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.1.6: Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları
(Yıllık % Değişim)

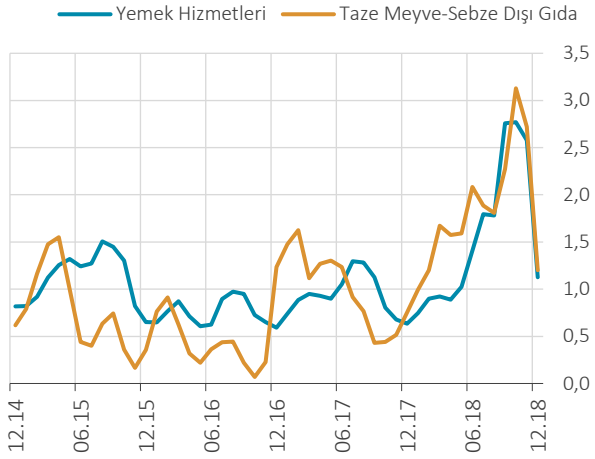


Kaynak: TÜİK.

Hizmet alt gruplarında yıllık enflasyon son çeyrekte haberleşme, diğer hizmet ve lokanta-otel gruplarında yükselirken, ulaştırma hizmetleri ve kirada gerilemiştir (Grafik 3.1.6). Ulaştırma hizmetleri enflasyonundaki yavaşlamada akaryakıt fiyatlarındaki azalış belirleyici olurken, gıda fiyatlarındaki eğilime bağlı olarak yemek hizmetleri fiyatlarının aylık artış eğilimi bu çeyrekte yavaşlamıştır (Grafik 3.1.7). Diğer taraftan, diğer hizmetler grubunda Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkilerine bağlı olarak yıllık enflasyon yükselişini sürdürmüştür (Grafik 3.1.8). Geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yaygın olarak izlendiği kira grubunda ise manşet enflasyondaki yüksek seviyeye rağmen aylık fiyat artış eğiliminin son aylarda zayıflamakta olması konut piyasası ve iç talep koşullarına ilişkin önemli bir gösterge niteliğindedir.

Hizmet fiyatlarının önümüzdeki dönemde izleyeceği seyrinde iç talepteki zayıf görünümün yanında, birikimli maliyet artışlarının yansımaları ve 2019 yılı Ocak ayından itibaren geçerli olan asgari ücret artışının etkileri belirleyici olacaktır. Görece emek-yoğun bir faaliyet kolu olan hizmet sektöründe birim işgücü maliyeti kaynaklı enflasyonist etkilerin 2018 yılına kıyasla artacağı öngörülmektedir. Ücretlerde geriye dönük endeksleme mekanizmasının halen güçlü oluşu, enflasyonun iş çevrimlerine duyarlılığını sınırlayabilecek ve enflasyondaki düşüşün daha yavaş ve kademeli gerçekleşmesine neden olabilecektir.

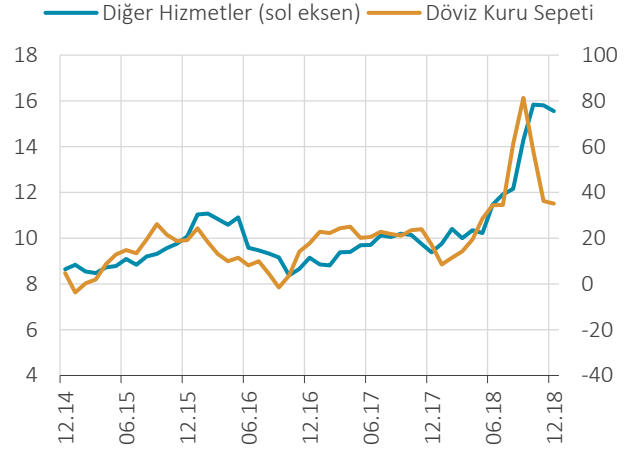
Grafik 3.1.7: Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları*
(Aylık % Değişimin 3 Aylık Ortalaması)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

*Taze meyve-sebze dışı gıda.

Grafik 3.1.8: Diğer Hizmetler ve Döviz Kuru Sepeti
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

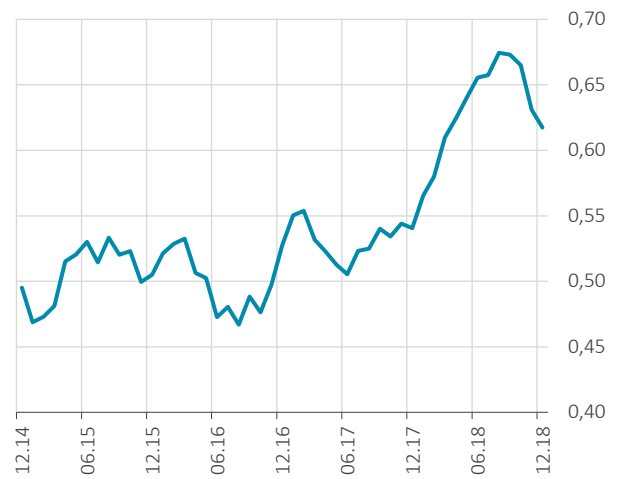
Bu gelişmeler doğrultusunda, mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama verilerle takip edilen hizmet enflasyonu ana eğilimi ve yayılım endeksinin imâ ettiği fiyat arttırma eğilimi yılın son çeyreğinde gerilemiştir (Grafik 3.1.9 ve Grafik 3.1.10). Bu göstergeler fiyatlama davranışlarında önceki çeyreğe göre kısmi bir iyileşmeye işaret etse de mevcut seviyeler halen tarihsel olarak yüksek seyretmektedir.

Grafik 3.1.9: Hizmet Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.1.10: Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama)

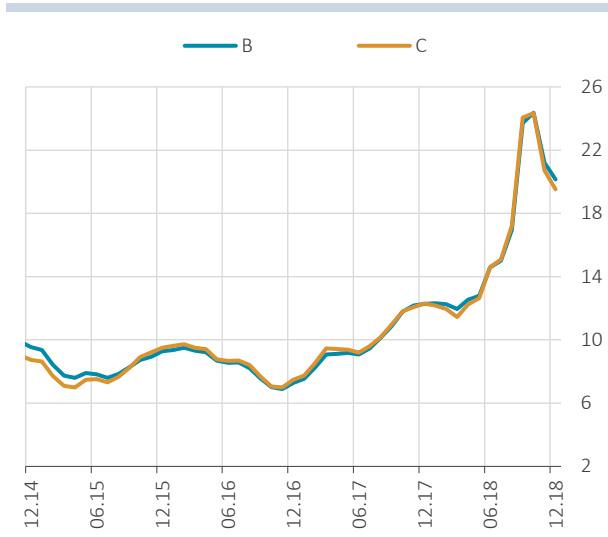


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Yayılım Endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.

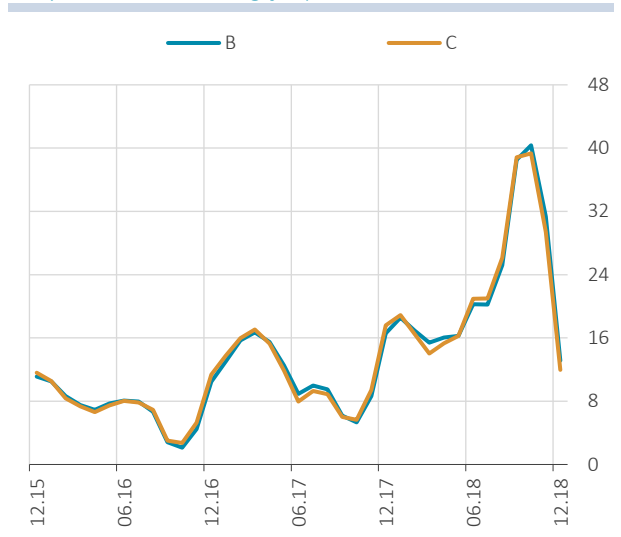
Çekirdek enflasyon göstergelerinden B ve C endekslerinin yıllık enflasyonları, özellikle geçici vergi indirimlerinin etkisiyle gerileyen temel mal enflasyonu öncülüğünde, bir önceki çeyreğe kıyasla sırasıyla 3,56 ve 4,52 puan azalarak yüzde 20,15 ve yüzde 19,53 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.11). Geçici nitelik taşıyan vergi indirimlerinin etkisi arındırıldığında çekirdek enflasyon ana eğiliminin bu dönemde önemli ölçüde yavaşladığı görülmüştür (Grafik 3.1.12).

Grafik 3.1.11. B ve C Endeksi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

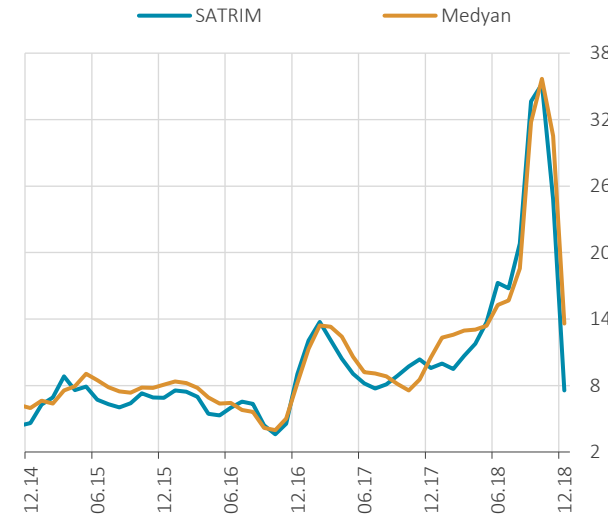
Grafik 3.1.12. Vergi İndirimlerinin Etkisi Düzeltilmiş B ve C Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

TCMB bünyesinde takip edilen alternatif temel enflasyon göstergelerinden SATRIM ve Medyan'ın ana eğilimi de bu dönemde diğer çekirdek enflasyon göstergelerine benzer şekilde hareket etmiştir (Grafik 3.1.13). Yayımlı endekslerine göre fiyat artırma eğilimi Ekim ayında yüksek bir seviyeye ulaşmış; sonrasında gerilemiştir (Grafik 3.1.14). Özetle, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler bir arada incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminde bir önceki çeyreğe göre iyileşme olduğu izlenmiştir. Bu gelişmede, geçici vergi indirimlerinin, Türk lirasındaki değerlenmenin ve iç talepteki zayıf seyrin etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 3.1.13. Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan** (Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama, %)

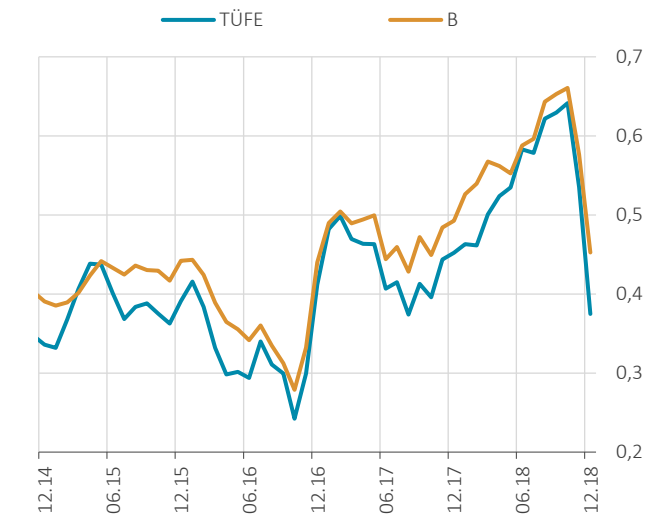


Kaynak: TCMB.

*SATRIM: Mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.

**Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin medyan aylık enflasyonu.

Grafik 3.1.14. TÜFE ve B Yayımlı Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)

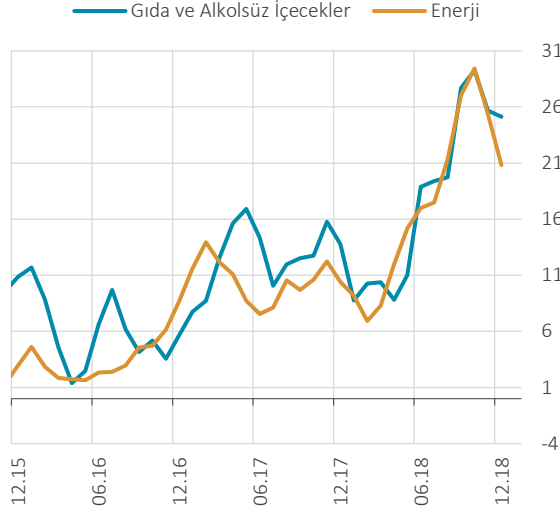


Kaynak: TCMB, TÜİK.

3.2 Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

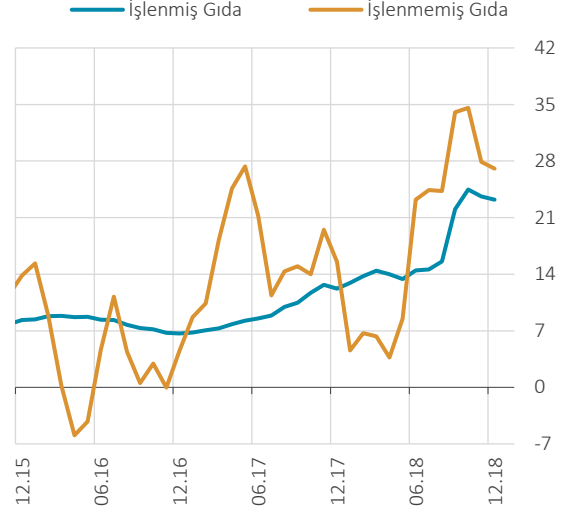
Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu son çeyrekte 2,59 puan düşüş kaydederek yüzde 25,11 olmuştur (Grafik 3.2.1). Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatları belirleyici olurken işlenmiş gıda enflasyonu sınırlı bir oranda yükselmiştir (Grafik 3.2.2). Taze meyve ve sebze dışı gıdanın yıllık enflasyonu yüksek seyrini korumuştur (Grafik 3.2.3).

Grafik 3.2.1: Gıda ve Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

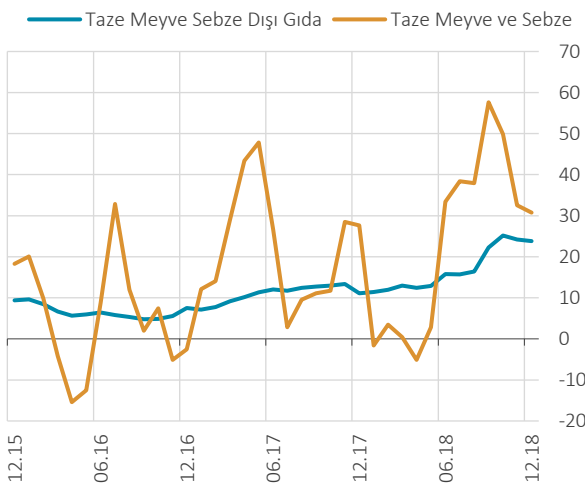
Grafik 3.2.2: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

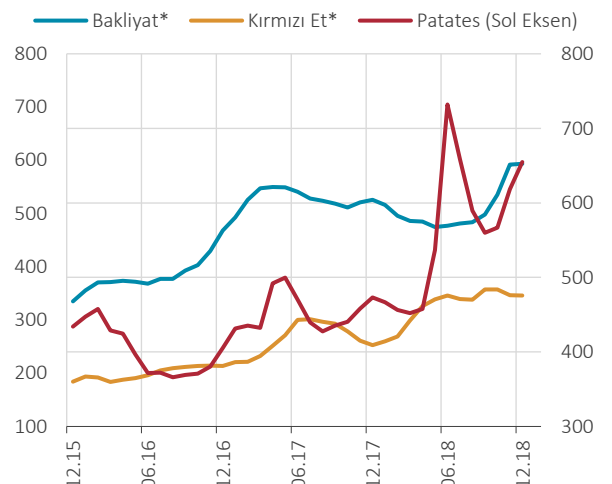
Üçüncü çeyrek sonunda oldukça yüksek seviyelere ulaşan işlenmemiş gıda yıllık enflasyonu son çeyrekte 6,95 puan gerileyerek yüzde 27,09 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.2). Bu gelişmede, ılımlı hava koşullarına bağlı olarak fiyatları gerileyen taze meyve ve sebze grubu etkili olmuştur (Grafik 3.2.3). Bu dönemde, diğer işlenmemiş gıda grubunda patates ve bakliyat fiyatlarındaki artışlar dikkat çekerken kırmızı et fiyatları son çeyrekte olumlu seyretilmiştir (Grafik 3.2.4).

Grafik 3.2.3: Taze Meyve ve Sebze ile Diğer Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.4: Seçilmiş İşlenmemiş Gıda Kalemleri (Mevsimsellikten Arındırılmış Endeks, 2003=100)



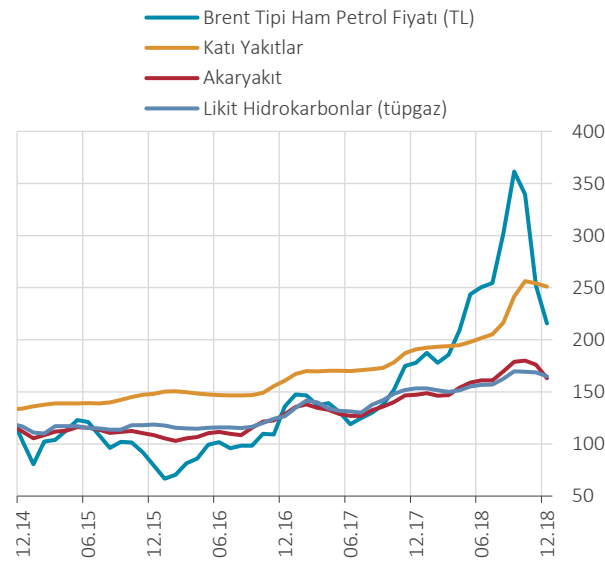
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kırmızı et ve bakliyat fiyatları istatistiksel olarak anlamlı bir mevsimsel etki göstermediğinden mevsimsellikten arındırılmamış veridir.

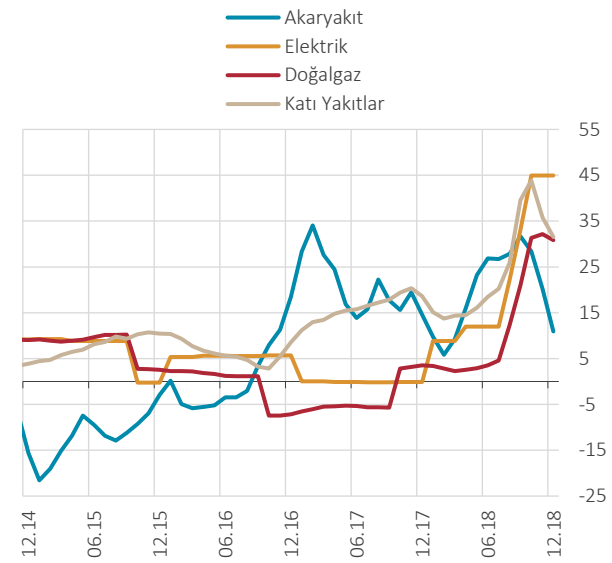
İşlenmiş gıda yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte kaydedilen güçlü yükseliş sonrası son çeyrekte ılımlı bir artış göstererek yüzde 23,22 olmuştur (Grafik 3.2.2). Yılın son iki ayında ise işlenmiş gıda fiyatları, döviz kuru gelişmeleri ve zayıflayan iç talebin de etkisiyle görece yatay seyretmiştir. Diğer taraftan, başta çiğ süt fiyatları olmak üzere, maliyet yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Çiğ süt referans fiyatı üzerinde biriken maliyet baskılarına karşın yılın ilk üç ayında geçerli olmak üzere çiğ süt priminde artışa gidilerek üretici doğrudan desteklenmiştir. Bu uygulama kısa vadede enflasyon üzerindeki maliyet baskısını sınırlarken, takip eden döneme yönelik belirsizlik içermektedir.

Enerji fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 0,25 oranında azalmıştır (Tablo 3.1.1). Eylül ayında ortalama 79 ABD doları olan Brent tipi ham petrolün varil fiyatı sert bir düşüş kaydederek Aralık ayında ortalama 57 ABD dolarına gerilemiştir. Bunun yanında döviz kurundaki gelişmelere de bağlı olarak Türk lirası cinsinden petrol fiyatları kayda değer bir düşüş göstermiştir (Grafik 3.2.5). Maliyet unsurlarındaki olumlu gelişmelerle birlikte eşel mobil uygulaması kapsamında değiştirilebilen maktu ÖTV miktarları orijinal seviyesine dönmüş ve akaryakıt fiyatları bu çeyrekte yüzde 8,79 oranında azalarak enerji grubu fiyatlarındaki olumlu seyrinde belirleyici olmuştur.² Diğer taraftan, yönetilen fiyatlardan elektrik ve doğalgaz fiyatları Ekim ayındaki ayarlamaya bağlı olarak bu dönemde sırasıyla yüzde 9,00 ve 9,53 oranında yükselmiş; su fiyatlarındaki artış ise yüzde 1,77 ile görece sınırlı kalmıştır (Grafik 3.2.6). Sonuç olarak, yıllık enerji enflasyonu bu dönemde 6,21 puan azalarak yüzde 20,82 olmuştur (Grafik 3.2.1). Ocak ayında ise elektrik, doğalgaz ve su fiyatlarında yapılan indirimlerin yönetilen fiyatlar kanalıyla enerji enflasyonuna olumlu katkı verdiği değerlendirilmektedir.

Grafik 3.2.5: Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları
(Aralık 2010=100)



Grafik 3.2.6: Yurt İçi Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



3.3 Yurt İçi Üretici Fiyatları

Yılın üçüncü çeyreğinde sert bir yükseliş gösteren yurt içi üretici fiyatları (Yİ-ÜFE), son çeyrekte imalat sanayi öncülüğünde yüzde 3,83 oranında azalmıştır (Tablo 3.3.1). Böylelikle, üretici fiyatları yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 12,51 puan azalışla yüzde 33,64'e gerilemiştir (Grafik 3.3.1). Bu gelişmede, Türk lirasındaki değer kazancının yanı sıra petrol ve metal başta olmak üzere uluslararası emtia fiyatlarındaki gelişmeler etkili olmuştur.

² Kutu 3.2'de eşel mobil uygulamasının tüketici enflasyonu üzerindeki etkileri değerlendirilmektedir.

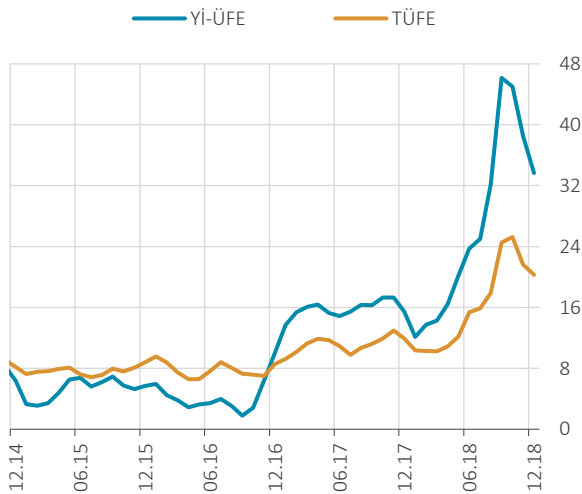
Tablo 3.3.1: Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler (Üç Aylık ve Yıllık % Değişim)

	2017		2018				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
Yİ-ÜFE	5,18	15,47	5,29	9,72	20,29	-3,83	33,64
Madencilik	6,88	16,13	6,52	7,02	12,62	-3,14	24,34
İmalat	5,52	16,64	4,98	9,68	19,15	-4,44	31,11
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	5,04	16,16	5,01	9,04	18,50	-3,48	30,95
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	4,21	14,04	4,88	8,58	17,41	-2,16	30,81
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	-0,07	0,41	9,43	12,35	39,90	1,75	75,02
Su Temini	1,56	11,30	0,02	3,17	3,65	2,02	9,13
Ana Sanayi Gruplarına Göre Yİ-ÜFE							
Ara Malı	7,21	20,75	5,38	10,24	22,02	-5,37	34,14
Dayanıklı Tüketim Malları	3,47	16,31	3,57	6,69	14,90	-1,61	24,92
Dayanıklı Tüketim Malları (Mücevherat Hariç)	2,91	15,89	3,53	6,56	13,91	-1,08	24,31
Dayanaksız Tüketim Malları	1,00	7,69	4,32	7,61	12,56	-0,69	25,49
Sermaye Malı	6,26	17,52	5,81	8,39	19,63	-3,11	32,92
Enerji	6,59	11,23	7,61	15,58	34,48	-6,06	57,13

Kaynak: TCMB, TÜİK.

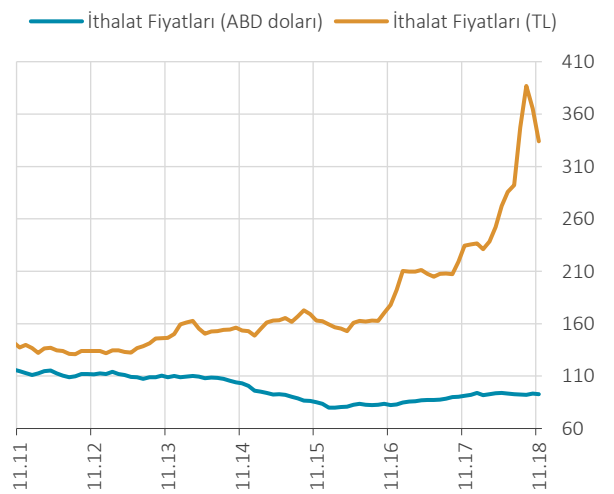
Yılın son çeyreğinde ithalat fiyatları ABD doları bazında görece yatay seyrederken, döviz kurundaki gelişmelere bağlı olarak Türk lirası bazında gerilemiştir (Grafik 3.3.2). Bu dönemde imalat sanayi fiyatları yüzde 4,44 oranında azalırken, grup yıllık enflasyonu yüzde 31,11'e gerilemiştir (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.3). Benzer şekilde, petrol ve ana metal hariç imalat sanayi enflasyonunda da düşüş gözlenmiştir (Tablo 3.3.1).

Grafik 3.3.1: Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

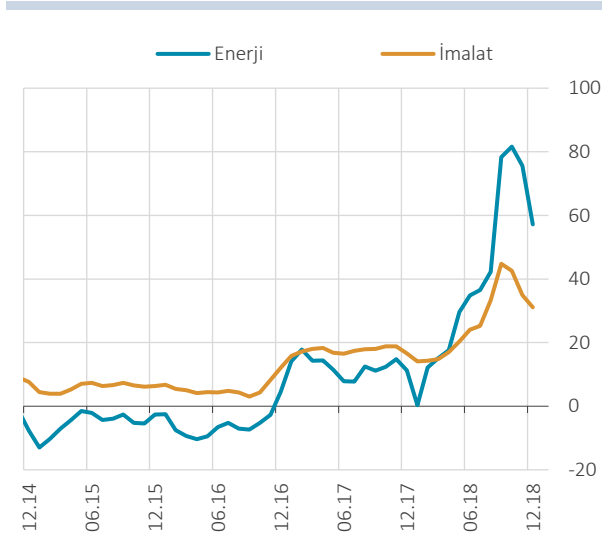
Grafik 3.3.2: ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

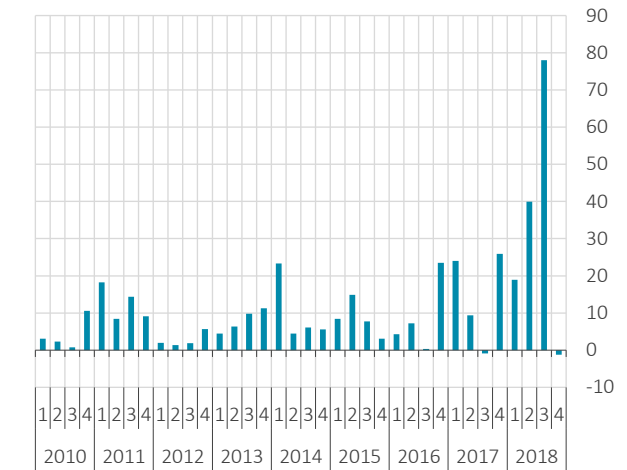
Ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde, enerji ve ara malı grubunda daha belirgin olmak üzere tüm alt gruplarda son çeyrekte fiyat düşüşleri görülmüştür (Tablo 3.3.1). Ağustos-Ekim döneminde elektrik ve doğalgaz üretici fiyatlarında yapılan ayarlamalar sonucunda belirgin olarak yükselen enerji fiyatları son çeyrekte yüzde 6,06 oranında gerilemiştir (Tablo 3.3.1 ve Grafik 3.3.3). Enerji fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinde doğalgaz fiyatlarında sanayiye yönelik olarak Ocak ayından itibaren geçerli olmak üzere yapılan yüzde 10 oranındaki indirimin etkisi gözlenecektir. Söz konusu indirimin tüketici enflasyonu üzerinde de dolaylı etkileri olacağı değerlendirilmektedir. Ara malı fiyatlarındaki düşüşte demir-çelik ve ferro alaşımlar, tekstil iplik ve elyaf, plastik ürünler ve temel kimyasallar; sermaye malı fiyatlarındaki gerilemede ise metal yapı ürünleri ve makineler öne çıkmıştır. Diğer yandan dayanıklı tüketim malı fiyatları mobilya ve ev aletlerine bağlı olarak gerilerken; dayanıksız tüketim malı fiyatları ise et ve et ürünleri, basım hizmetleri ile sıvı ve katı yağlar kaynaklı düşüş göstermiştir. Bu gelişmelerle birlikte, üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatlarının mevsimsellikten arındırılmış ana eğilimi kayda değer bir oranda gerilemiştir (Grafik 3.3.4). Sonuç olarak, üretici fiyatlarında döviz kuru ve enerji fiyatlarındaki düşüşlere bağlı olarak son çeyrekte düşüş gözlenirse de yıllık enflasyon yüksek seviyesini korumuştur.

Grafik 3.3.3: Enerji ve İmalat Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3.3.4: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Çeyreklik % Değişim)

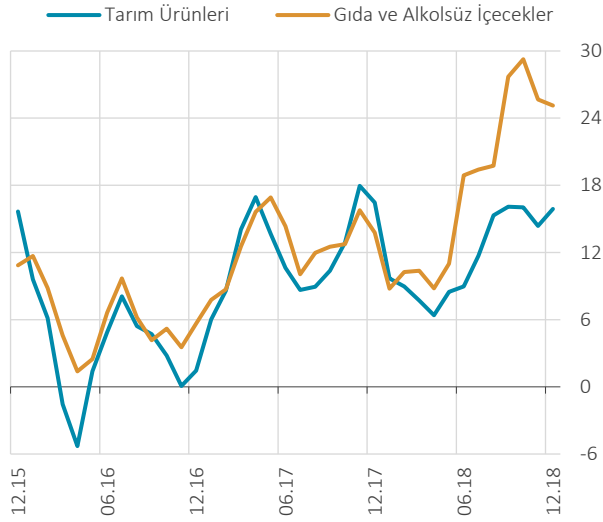


Kaynak: TCMB, TÜİK.

3.4 Tarım Ürünleri Üretici Fiyatları

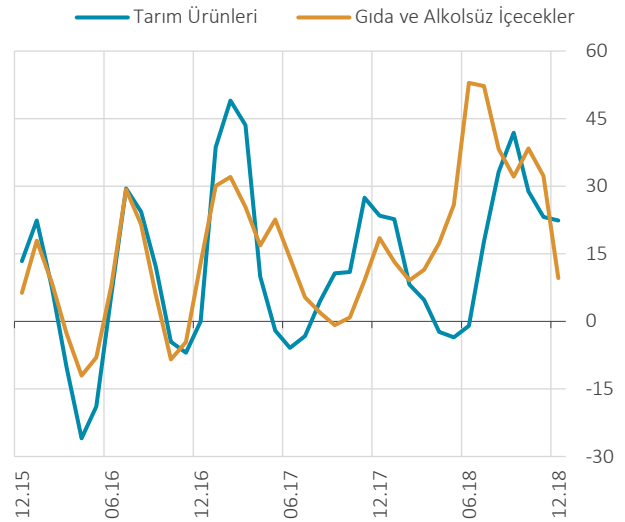
2018 yılı son çeyreğinde tarım üretici yıllık enflasyonu, bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir oranda gerileyerek yılı yüzde 15,89 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 3.4.1). Geçmiş yıllardaki uyumlu seyre karşın, 2018 yılında tarım ürünleri üretici fiyatları ile tüketici gıda fiyatlarının artış oranında belirgin bir farklılaşma gözlenmiştir. Tarım üretici fiyatlarında bu dönemde ön plana çıkan temel unsur buğday ve süt fiyatlarında son çeyrekte gözlenen artışlardır. Bu çeyrekte buğday ve süt üretici fiyatları sırasıyla yüzde 4,70 ve yüzde 6,67 oranında artmıştır. Söz konusu ürünlerdeki artışlar tüketici gıda fiyatları üzerinde de önümüzdeki döneme ilişkin yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle üç aylık ortalamalara göre incelendiğinde, tarım ürünleri üretici fiyatları ana eğilimi son çeyrekte yavaşlamıştır (Grafik 3.4.2).

Grafik 3.4.1: Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.4.2: Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

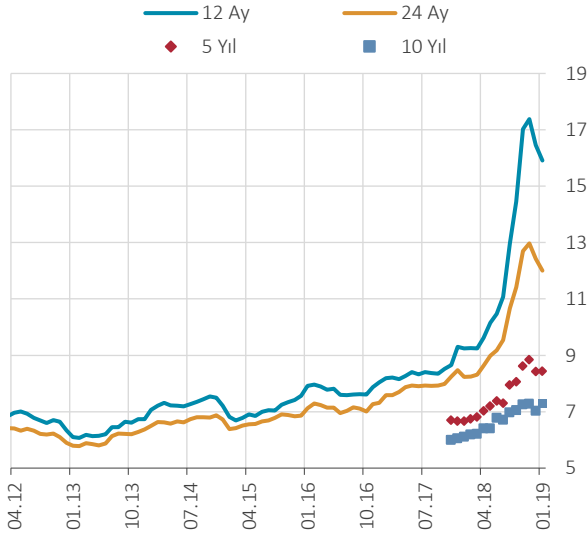


Kaynak: TCMB, TÜİK.

3.5 Beklentiler

Enflasyon beklentileri, son dönemde Türk lirasında gözlenen değer kazancı ve tüketici enflasyonundaki gerilemeye bağlı olarak Aralık ve Ocak aylarında düşüş gösterse de yüksek seviyesini korumuştur. 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 15,91 ve 12,00 olarak gerçekleşmiştir. Buna ilaveten, 5 ve 10 yıllık uzun vadeli enflasyon beklentileri de enflasyon hedefinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 3.5.1).

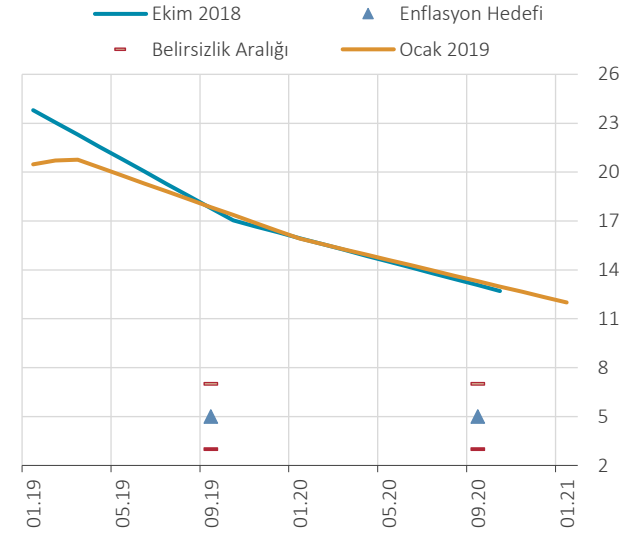
Grafik 3.5.1: TÜFE Enflasyon Beklentileri* (%)



Kaynak: TCMB.

* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketi verileri olup, 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir.

Grafik 3.5.2: Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi* (%)

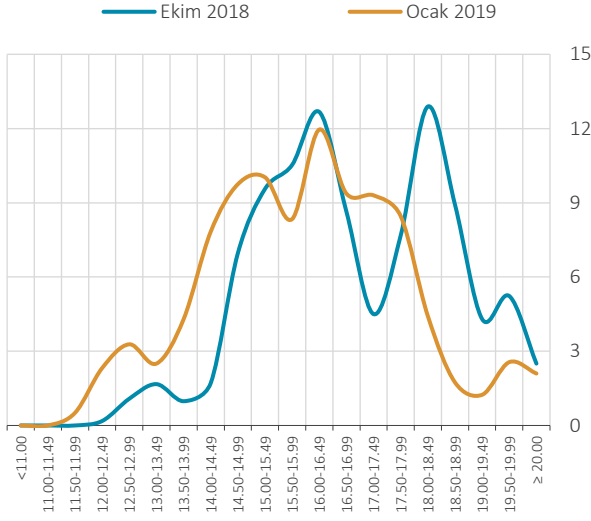


Kaynak: TCMB.

* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketinde çeşitli vadelere ilişkin enflasyon beklentileri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemiyle oluşturulmuştur.

Enflasyon beklentilerinin kısa vadede bir önceki döneme kıyasla aşağı yönlü güncellendiği, orta vadede ise kayda değer bir değişiklik göstermediği izlenmektedir (Grafik 3.5.2). Diğer bir ifadeyle, iktisadi birimler enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeyi orta vadeli eğilime ilişkin görüşlerine henüz yansıtmamışlardır. Enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları da enflasyonun seyrine yönelik belirsizliğin sürdüğüne işaret etmiştir (Grafik 3.5.3 ve Grafik 3.5.4).³ Bu gelişmeler enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

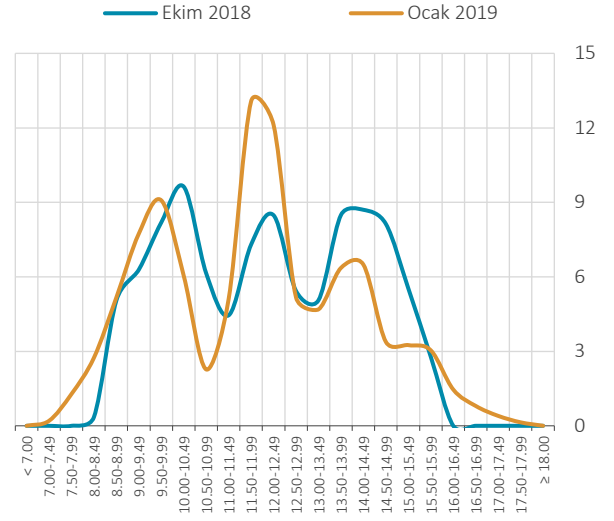
Grafik 3.5.3: Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* Yatay eksen enflasyon beklenti aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için TCMB Genel Ağ sayfasından İstatistikler/Eğilim Anketleri/Beklenti Anketi/Metaveri.

Grafik 3.5.4: Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* Yatay eksen enflasyon beklenti aralıklarını, dikey eksen ise tahmin aralığına karşılık gelen olasılıkları ifade etmektedir. Detaylı bilgi için TCMB Genel Ağ sayfasından İstatistikler/Eğilim Anketleri/Beklenti Anketi/Metaveri.

³ Kutu 3.1’de Türkiye için enflasyon belirsizliğinin takip edilebilmesi amacıyla oluşturulan alternatif göstergeler sunulmaktadır.

Kutu 3.1.

Enflasyon Belirsizliğine Dair Göstergeler

Enflasyon belirsizliği, fiyat istikrarı ve toplumsal refahla ilişkisi bakımından önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. Enflasyona dair belirsizlik algılamasının yüksek olduğu dönemlerde reel finansman maliyetleri artmakta, yatırım planlaması güçleşmekte ve fiyatlama davranışları bozulmaktadır. Ayrıca enflasyon belirsizliğine dair göstergeler fiyat istikrarı amacına ulaşma bağlamında bir ölçüt olarak kullanılabilir. Bu nedenlerden dolayı merkez bankaları enflasyon belirsizliğinin zaman içindeki hareketlerini yakından takip etmektedir.

Bu kutu, Türkiye için enflasyon belirsizliğinin takip edilebilmesi amacıyla alternatif göstergeler oluşturmaktadır. Bu çerçevede TCMB Beklenti Anketi verileri kullanılarak çeşitli belirsizlik ölçüleri hesaplanmakta ve zaman içindeki hareketleri yorumlanmaktadır.

Ankete Dayalı Enflasyon Belirsizliği

İktisadi yazında enflasyon belirsizliği için geliştirilen göstergelere bakıldığında modele ve ankete dayalı yaklaşımların ön plana çıktığı görülmektedir. Modele dayalı göstergeler enflasyon zaman serisinin ampirik modellere göre ima ettiği öngörülebilirliği esas alırken, anket bazlı ölçüler anket katılımcılarının tahmin dağılımına dayalı göstergelere odaklanmaktadır. Enflasyon dinamikleri ve toplumsal refah açısından iktisadi birimlerce algılanan belirsizliğin ileriye dönük bir perspektifle ölçülebilmesinin daha önemli olduğu değerlendirildiğinden, bu çalışmada tahminlere dayalı anket göstergeleri temel alınmaktadır.

İktisadi yazında ankete dayalı enflasyon belirsizliği göstergeleri temelde üç yaklaşım üzerinden oluşturulmaktadır: (i) Anket katılımcıları arasındaki tahmin uyumsuzluğu (ii) Katılımcıların farklı aralıklardaki enflasyona atfettiği olasılıkların dağılımından elde edilen göstergeler (iii) İlk iki ölçünün bileşiminden elde edilen göstergeler.¹

Uyumsuzluk kavramı herhangi bir dönemde anketlere yanıt veren katılımcıların tahminlerinin birbirinden ne kadar farklılaştığını ölçmektedir. Söz konusu ölçü için genelde nokta tahminlerin standart sapması kullanılmaktadır. Uyumsuzluk göstergesinin avantajı her anket için kolaylıkla hesaplanabilmesidir. Temel dezavantajı ise bütün katılımcıların tahminlerini aynı anda güncellememeleri durumunda kısa vadede yaşanan şoklar sonrasında yanıltıcı sonuçlar verebilmesidir. Örneğin enflasyona olumlu bir şok geldiği dönemlerde hızlı güncelleme yapan katılımcılar enflasyon tahminlerini hemen ilk ankete yansıtırken bazı katılımcıların tahminlerini yavaş güncellemesi, anket yanıtlarında uyumsuzluğun artmasına neden olmaktadır. Bu da gerçekte enflasyon risklerinin azaldığı bir dönemde belirsizliğin arttığı izlenimini verebilecektir.²

Anket katılımcılarının olasılık tahminlerinden elde edilen ölçüler ise doğrudan bireylerin algıladığı öznel belirsizliğe dair bir gösterge oluşturması nedeniyle merkez bankacılığında ve akademik yazında daha güçlü bir referans olarak kullanılmaktadır.³ Söz konusu gösterge genelde bireylerin olasılık tahminlerinin oluşturduğu dağılımın ima ettiği standart sapma üzerinden hesaplanmaktadır.

¹ Hülalü ve Şahinöz (2012) çalışması, belirsizlik göstergesi olarak TCMB Beklenti Anketinden hesaplanan enflasyon tahmin hatasını kullanmaktadır. Bu göstergenin t ayı için aldığı değer $t+1$ ayında enflasyon açıklandığında hesaplanabilmektedir. Bu Kutuda karar alıcılara rehberlik edecek zamanlı göstergelerin türetilmesi amaçlandığından söz konusu ölçü çalışmaya dâhil edilmemiştir.

² Uyumsuzluk konusunda kapsamlı bir tartışma için bkz. Mankiw ve diğ. (2003), Zarnowitz ve Lambros (1987).

³ Bkz. Rich ve Tracy (2010).

Bu göstergenin avantajı bireylerin nokta tahminleri etrafındaki belirsizlik dağılımını ölçmesi, yani belirsizliğe dair mikro ölçekte doğrudan bir gösterge teşkil etmesidir. Dezavantajı ise birçok ülkede enflasyon beklenti anketlerinde dağılım tahminlerinin yer almaması ve dolayısıyla bu göstergenin hesaplanmasının çoğu zaman mümkün olmamasıdır. Enflasyon belirsizliğinin hesaplanmasına dair üçüncü bir yaklaşım ise uyumsuzluk ile bireysel olasılık tahminlerinin içerdiği bilgiyi birleştiren ölçülere odaklanmaktadır. Bunun için genelde bireylerin verdiği olasılık tahminleri toplulaştırılarak tek bir olasılık tahminine ulaşılmakta ve bu dağılım üzerinden nicel belirsizlik göstergeleri hesaplanmaktadır.

İktisadi yazında belirsizlik göstergelerine dair genelde standart sapma kullanılırken bazı çalışmalarda bilgi teorisi yazınından yola çıkılarak geliştirilen “entropi” kavramına da yer verilmektedir. Entropi, bir olasılık dağılımının yoğunlaşma derecesini ölçtüğünden alternatif bir belirsizlik göstergesi olarak kullanılmaktadır.⁴ Bu göstergenin avantajı, özellikle bireyler arasındaki uyumsuzluğun iki tepeli bir kümelenme sergilediği ve normal dağılımdan saptığı dönemlerde standart sapma temelli göstergelere kıyasla daha dayanıklı sonuçlar verebilmesidir.

Türkiye'ye Dair Enflasyon Belirsizliği Göstergeleri

Türkiye özelinde bakıldığında TCMB İstatistik Genel Müdürlüğüne derlenen ve TCMB internet sayfasında aylık olarak yayımlanan Beklenti Anketi'nin, yukarıda bahsi geçen belirsizlik göstergelerinin hesaplanabilmesine olanak tanıyacak şekilde tasarlandığı görülmektedir. Anketin 2013 yılından bu yana bir yıl sonrası için yıllık enflasyon tahminlerinin katılımcı bazında olasılık dağılımlarını içermesi, bireylerin enflasyon belirsizliği algısının ölçülebilmesine imkân vermektedir.

Beklenti Anketinde her ay yaklaşık 100 kadar profesyonel katılımcının enflasyon, büyüme, kur, faizler, cari denge gibi göstergelere dair çeşitli vadelerde beklentileri alınmaktadır. 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri ölçülürken ilave olarak olasılık tahminleri de sorulmaktadır. Bu çerçevede dijital ortamda gerçekleştirilen ankette katılımcılara önce nokta tahminleri sorulmakta, nokta tahmini girildikten sonra sistem bu tahmin etrafında otomatik olarak sabit bir aralık oluşturarak yüzde 10’ar dilimler şeklinde olasılık tahminlerinin girilmesini talep etmektedir.⁵ Aşağıda bir örnek olarak 12 ay sonrası için nokta enflasyon tahmini yüzde 9,7 olan bir hipotetik katılımcının olasılık tahminlerinin görüldüğü ekran gösterimi yer almaktadır (Grafik 1).

Grafik 1: Olasılık Tahminleri Ekran Görünümü



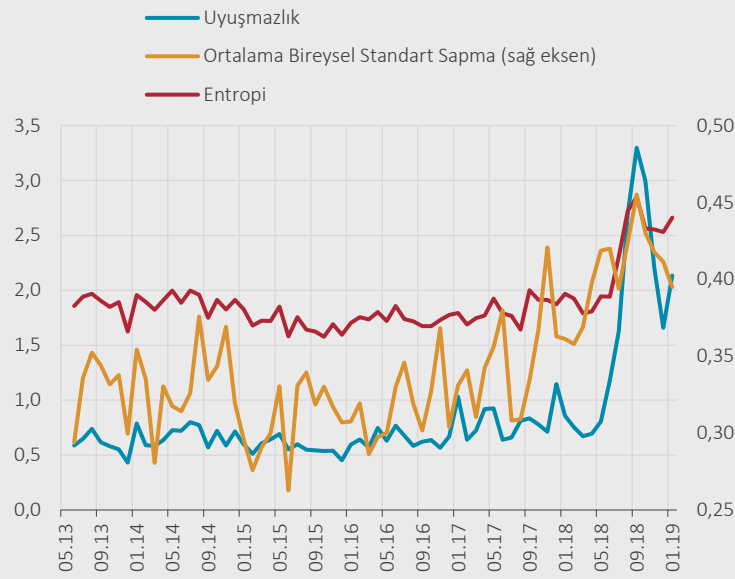
Kaynak: TCMB.

⁴ Entropi kavramına dair daha detaylı bilgi için Harris (2006) çalışmasına bakılabilir.

⁵ Ankette olasılık tahminleri vereri katılımcı sayısı nokta tahmin verene göre daha düşük olsa da örneklem dönemi boyunca her ay yaklaşık 40 katılımcı olasılık tahminlerini paylaşmaktadır.

Katılımcı bazında derlenen bu veriler kullanılarak bir önceki bölümde açıklanan yaklaşımlar çerçevesinde alternatif belirsizlik göstergeleri oluşturulmuştur. Bu kapsamda üç farklı ölçü geliştirilmiştir. Birinci gösterge katılımcıların tahminleri arasındaki uyumsuzluğu ölçmekte olup nokta tahminlerin yatay kesit standart sapması alınarak hesaplanmıştır. İkinci ölçü her bir bireyin verdiği olasılık tahminlerinin ima ettiği standart sapmayı hesapladıktan sonra basit ortalamasını almaktadır. Üçüncü gösterge katılımcıların olasılık tahminlerini birleştirerek elde edilen tek bir toplam dağılım üzerinden entropi hesaplanarak oluşturulmuştur.⁶ Bu çerçevede, bir yıl sonrası enflasyon beklentilerine ilişkin veriler kullanılarak hesaplanan belirsizlik göstergeleri zaman serisi olarak aşağıdaki grafikte sunulmaktadır (Grafik 2).

Grafik 2: 12 Ay Sonrası İçin Beklentilerin İma Ettiği Enflasyon Belirsizliği Göstergeleri



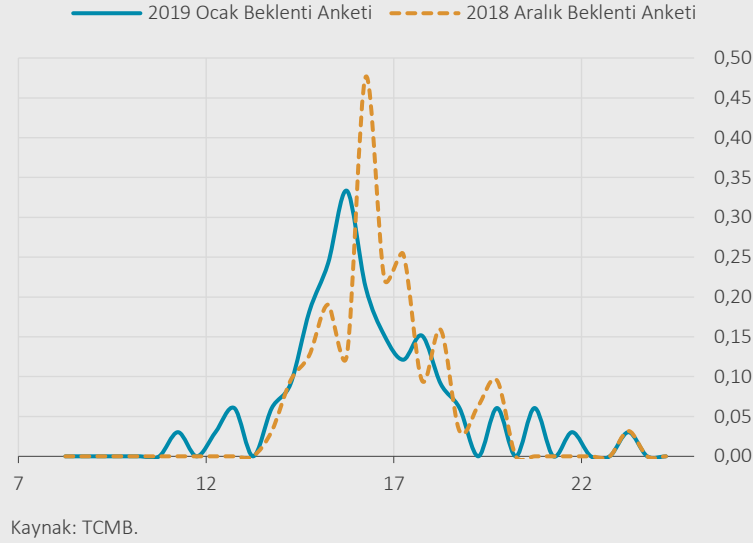
Kaynak: Gülşen ve Kara (2019).

Türetilen ölçüler genel olarak enflasyon belirsizliğinin 2017 yılından itibaren sınırlı bir artış eğilimine girdiğini, 2018 yılında ise Eylül ayına kadar hızlı bir yükseliş sergilediğini göstermektedir. Eylül ayından sonra enflasyon belirsizliği önemli ölçüde düşmekle birlikte halen tarihsel ortalamalarına göre yüksek düzeyde seyretmektedir.

Belirsizlik göstergeleri genelde benzer eğilimler sergilese de hareketlerde dönemsel farklılaşmalar da göze çarpmaktadır. Birey bazında olasılık tahminlerinden hesaplanan ve doğrudan belirsizlik algısını ölçen gösterge Eylül ayından sonra yavaş fakat kesintisiz bir düşüş sergilemiştir. Dağılımın farklı noktalara ne ölçüde yayıldığını ölçen entropi göstergesi ise Eylül ayında ulaştığı yüksek seviyelere kıyasla son dönemde kayda değer bir iyileşme göstermemiştir. Öte yandan, uyumsuzluk göstergesinin 2018 Eylül ayından itibaren sergilediği hızlı iyileşme eğiliminin 2019 Ocak ayında kesintiye uğradığı dikkat çekmektedir. Uyumsuzlukta Ocak ayında gözlenen artışın detaylarını anlamak için kesit bazında nokta tahminlerin dağılımı incelendiğinde aşağıdaki tablo ortaya çıkmaktadır (Grafik 3).

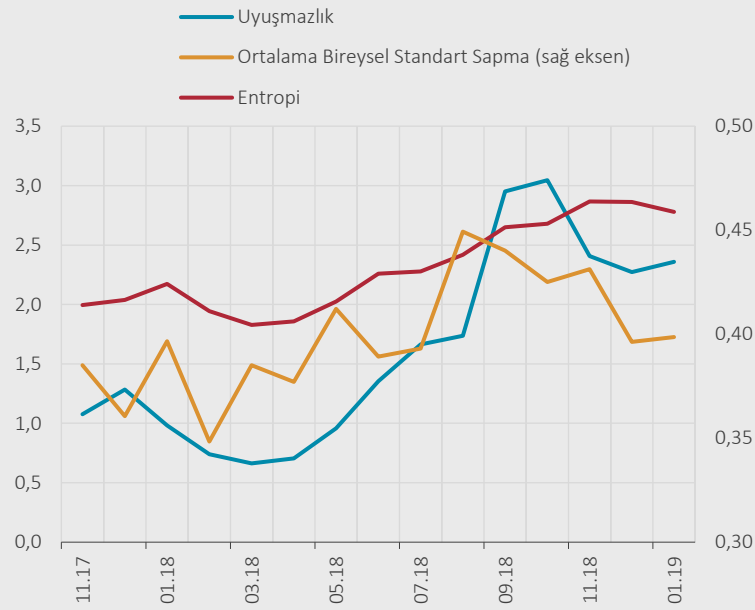
⁶ Kutuda kullanılan göstergeler Gülşen ve Kara (2019) çalışmasına dayanmaktadır. Entropi göstergesi, Rich ve Tracy (2010) çalışmasına atıfla şu şekilde hesaplanmıştır: $entropi_t = -(\sum_{b=1}^n p_{b,t} [\ln(p_{b,t})])$. Burada n , Grafik 1'de örneği gösterilen olasılık dağılımındaki toplam aralık sayısını; b , aralık numarasını, $p_{b,t}$ ise t anında b aralığına verilen olasılığı göstermektedir.

Grafik 3: 2018 Aralık ve 2019 Ocak Beklenti Anketi Nokta Tahminlerinin Kesit Dağılımı (12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri)



Grafik 3, Aralık ayından Ocak ayına birçok katılımcının enflasyon tahminini düşürdüğünü (dağılımın sola kayması), buna karşılık az sayıda katılımcının tahminlerini artırdığını göstermektedir. Enflasyon tahminlerinin ortalamasındaki düşüşe rağmen sınırlı bir grup katılımcının enflasyon tahminlerini ortalamadan uzaklaşacak şekilde artırması standart sapmanın yükselmesine neden olmuştur. Bu gözlem, iktisadi yazınla uyumlu olarak, uyuşmazlık göstergelerinin enflasyon belirsizliğine dair eksik bir ölçü olabileceğini teyit etmektedir. Yine de uyuşmazlık ölçülerinin göz ardı edilmemesi gerektiği ve uç noktada yüksek tahmin verenlerin davranışının dikkatle takip edilmesinin önemli olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 4: 24 Ay Sonrası İçin Beklentilerin İma Ettiği Enflasyon Belirsizliği Göstergeleri



Geliştirilen enflasyon belirsizliği göstergeleri iki yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri için de hesaplanmıştır (Grafik 4).⁷ Benzer şekilde bütün ölçüler enflasyon belirsizliğinin 2018 yılından itibaren hızlı bir yükseliş gösterdikten sonra Eylül 2018 döneminden itibaren genelde düşüş sergilediğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, Ocak ayı itibarıyla geline seviyenin tarihsel ortalamalara kıyasla halen yüksek olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, iktisadi birimler enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeyi henüz tam olarak enflasyonun orta vadeli eğilimine yönelik bir iyileşme olarak değerlendirmemektedir.

İktisadi yazında enflasyon belirsizliği ölçülerini açıklamayı amaçlayan benzer çalışmalarda enflasyon seviyesinin ana belirleyici gösterge olduğu tespit edilmektedir.⁸ Türkiye için de bu çalışmada geliştirilen ölçüler kullanıldığında enflasyon seviyesi bütün modellerde güçlü bir şekilde anlamlı bulunmuştur.⁹ Enflasyon ile enflasyon belirsizliği arasındaki güçlü ilişki, fiyat istikrarının uzun vadeli dengeli büyüme ve refah artışı açısından önemini bir kez daha ortaya koymaktadır. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde enflasyon belirsizliği de artmaktadır. Bu da reel faizleri yükselterek yatırımların ertelenmesine neden olmakta, planlama ve fiyatlamaları bozarak iktisadi faaliyeti olumsuz etkilemektedir.¹⁰

Özetle, enflasyon belirsizliğine dair ankete dayalı alternatif göstergelerin oluşturularak düzenli olarak takip edilmesi ve yorumlanması, enflasyon dinamikleri ve fiyatlama davranışlarının ileriye dönük analizi açısından tamamlayıcı bilgiler sunma potansiyeli taşımaktadır.

Kaynakça

- Ball, L., 1992, "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?", *Journal of Monetary Economics* 29(3): 371-388.
- Carvalho, F. A., ve A. Minella, 2012, "Survey Forecasts in Brazil: A Prismatic Assessment of Epidemiology, Performance, and Determinants", *Journal of International Money and Finance* 31(6): 1371-1391.
- Gülşen, E., ve H. Kara, 2019, "Measuring Inflation Uncertainty in Turkey", *TCMB, devam eden çalışma*.
- Harris, B., 2006, "Entropy", *Encyclopedia of Statistical Science* (Hoboken, NJ: Wiley).
- Hülagü, T., ve S. Şahinöz, 2012, "Is Disagreement a Good Proxy for Inflation Uncertainty? Evidence from Turkey?", *Central Bank Review* 12(1):53-62.
- Mankiw, N., Reis, R., ve Wolfers, J., 2003, "Disagreement about inflation expectations", *NBER Macroeconomic Annual*, 18:209–248.
- Rich, R., ve J. Tracy, 2010, "The Relationships among Expected Inflation, Disagreement, and Uncertainty: Evidence from Matched Point and Density Forecasts", *The Review of Economics and Statistics* 92(1):200-207.
- Zarnowitz, V., ve L. A. Lambros, 1987, "Consensus and Uncertainty in Economic Prediction," *Journal of Political Economy* 95: 591-621.

⁷ İki yıl sonrasına dair enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımı sabit aralıklarla Kasım 2017'den itibaren mevcut olduğu için, yöntem tutarlılığı açısından belirsizlik göstergeleri bu dönemden itibaren gösterilmiştir.

⁸ Carvalho ve Minella (2012) Brezilya için enflasyon tahminlerinin uyumsuzluğunu enflasyon ve ülke risk priminin açıkladığını bulmaktadır. Ancak yazarlar alternatif belirsizlik göstergelerini analize dahil etmemektedir.

⁹ Detaylı ampirik sonuçlar Gülşen ve Kara (2019) çalışmasında yer almaktadır.

¹⁰ Ball (1992) çalışması enflasyonun seviyesi ve enflasyon belirsizliği arasındaki ilişkinin iktisadi nedenlerini açıklamaktadır.

Kutu 3.2

Para ve Maliye Politikaları Eşgüdümü: Eşel-Mobil Uygulaması ve Enflasyona Yansıması

2018 yılı Mayıs ayında uygulamaya giren eşel-mobil uygulaması, döviz kuru, petrol fiyatı veya bütan/propan fiyatı gibi maliyet unsurlarındaki yükselişlere bağlı olarak akaryakıt fiyatlarında gerçekleşecek artışların maktu ÖTV indirimiyle telafi edilmesini sağlamıştır. Diğer bir deyişle, bu uygulama akaryakıt fiyatları için bir üst sınır oluşturmuş, bu üst sınır ise uygulamanın yürürlüğe girdiği tarihteki akaryakıt fiyatları olarak belirlenmiştir. Böylelikle, finansal piyasalardaki oynaklığın yüksek olduğu ve Türk lirasının değer kaybı eğiliminin gözlemlendiği bir dönemde doğrudan ve dolaylı etkileriyle ekonomide geniş bir yayılıma sahip akaryakıt fiyatları sabitlenerek olası enflasyon baskıları önemli ölçüde sınırlanmıştır. Uygulama süresince Türk lirasında değerlenme ve petrol fiyatlarında düşüş gözlemlenirken maktu ÖTV’de artışa gidilerek fiyatlar sabit tutulmaya¹ devam edilmiş; söz konusu maliyet unsurlarının imkân vermesiyle orijinal vergi düzeyine dönülmesinin ardından akaryakıt fiyatlarında indirimler de gündeme gelmiştir. Dolayısıyla sabit fiyat uygulaması 4 Aralık 2018 tarihine kadar etkili olmuş, sonrasında indirimler tüketici fiyatlarına yansımaya başlamıştır.² Bu kutuda, eşel-mobil uygulamasının Mayıs-Aralık 2018 tarihleri arasında tüketici enflasyonunda yarattığı etkilerin paylaşılması amaçlanmaktadır.

Eşel-mobilin tüketici enflasyonuna yansımasını hesaplayabilmek, eşel-mobilin olmadığı bir senaryoda akaryakıt fiyatlarının ne olması gerektiğini ve dolayısıyla fiyat oluşum mekanizmasını anlamayı gerekli kılmaktadır. Akaryakıt fiyatları EPDK tarafından saptanan bir formüle göre belirlenmekte ve bu formüle göre hesaplanan fiyat ancak güncel fiyatın belli bir oranını aştığında geçerli hale gelmektedir. Formülde yer alan bazı unsurlar (örneğin bayi payı) kesin olarak bilinmediğinden, formüle göre hesaplanan fiyatı, dolayısıyla, eşel-mobil uygulaması olmadığı takdirde geçerli olacak akaryakıt fiyatlarını tam olarak hesaplamak mümkün değildir. Bu nedenle, akaryakıt fiyatlarının döviz kuru ve petrol fiyatı gibi temel maliyet kalemleriyle modellenerek tahmin edildiği bir çerçeveye esas alınmıştır.

Akaryakıt grubunda yer alan ürünler (benzin, motorin ve LPG) dikkate alınarak döviz kuru, petrol ve bütan/propan fiyatları modelin açıklayıcı değişkenleri olarak belirlenmiştir. Türk Lirası cinsi petrol ve bütan/propan fiyatları arasında bulunan uzun dönemli ilişki gereği, belirli bir senaryo varsayımı (örn. eşel-mobilin olmaması durumu) altında yapılan tahminlerde, tahmin öncesi dönemde denge noktasından sapmanın ne büyüklükte olduğu önem taşımaktadır. Dolayısıyla, bu ilişkinin dikkate alındığı ve akaryakıt fiyatlarında bir hata düzeltme mekanizmasının varsayıldığı bir modele ihtiyaç bulunmaktadır. Bu çerçevede, formülde yer alan temel unsurlar (kur, petrol, bütan/propan fiyatları ve vergi miktarı) kullanılarak akaryakıt fiyatları gecikmesi dağıtılmış otoregresif (ARDL) bir denklem şeklinde modellenmiştir:

$$\Delta \log(P_t - \tau_t) = \alpha + \beta_1 \Delta \log(e_t) + \beta_2 \Delta \log(oil_t) + \beta_3 \Delta \log(bp_t) + \lambda [\log(P_{t-1} - \tau_{t-1}) - \gamma_1 \log(e_{t-1}) - \gamma_2 \log(oil_{t-1}) - \gamma_3 \log(bp_{t-1})] + \delta D0907$$

¹ Akaryakıt fiyatları Ağustos ayında maktu ÖTV’de bir kerelik yapılan artış ve bu artışın Eylül ayı fiyat endeksine sarkması sonucu bu iki ayda yükselmiştir. Bunun yanında, akaryakıt satış noktalarının yaptığı artışlar diğer aylarda akaryakıt fiyatlarını çok sınırlı olmak üzere yukarı çekmiştir.

² Eşel mobil uygulamasının etkisi benzin ve motorin fiyatları için Kasım ayında kalkmıştır. Buna bağlı olarak, benzin ve motorin fiyatlarında düşüşler Kasım ayında görülmeye başlanmıştır.

Denklemden $\log$ değişkenlere uygulanan logaritmik dönüşümü, P_t akaryakıt fiyatlarını, τ_t akaryakıt fiyatları üzerindeki maktu vergi miktarını, e_t USD/TL döviz kurunu, oil_t uluslararası petrol fiyatını, bp_t ise butan ve propanın ağırlıklandırılmış ortalama fiyatını göstermektedir. D0907, 2009 yılı Temmuz ayına ait kukla değişkeni, λ parametresi ise uzun dönem ilişkiye yakınsama hızını ifade etmektedir. Denklem OLS ile tahmin edilmiş olup, sonuçlar Tablo 1’de gösterilmiştir. Buna göre, akaryakıt fiyatlarındaki varyasyonun yaklaşık yüzde 90’ını açıklayan tahmin denklemindeki katsayılar iktisadi olarak beklenen işaretle ve istatistiki olarak anlamlıdır.

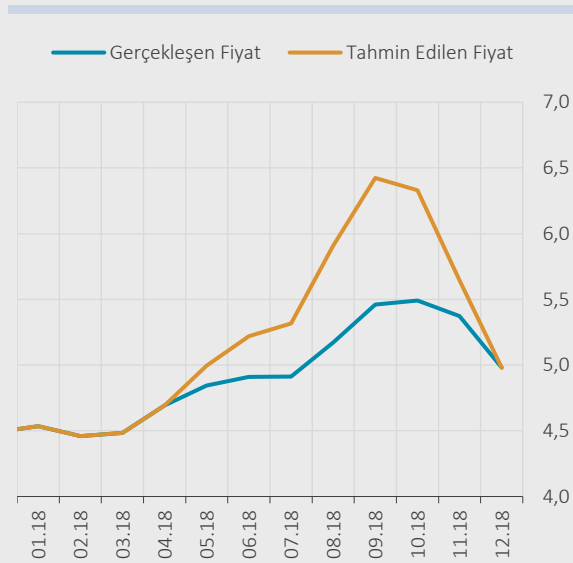
Tablo 1: Model Sonuçları

Parametre	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği
α	-0,64	0,143	-4,52
β_1	0,78	0,059	13,15
β_2	0,43	0,023	18,54
β_3	0,20	0,021	9,83
λ	-0,18	0,040	-4,64
γ_1	0,97	0,033	29,1
γ_2	0,61	0,081	7,53
γ_3	0,13	0,079	1,65
δ	-0,14	0,021	-6,89
Örneklem	2007 Ocak – 2018 Nisan (Aylık)		
R^2	0,89		

Kaynak: Yazarın hesaplamaları.

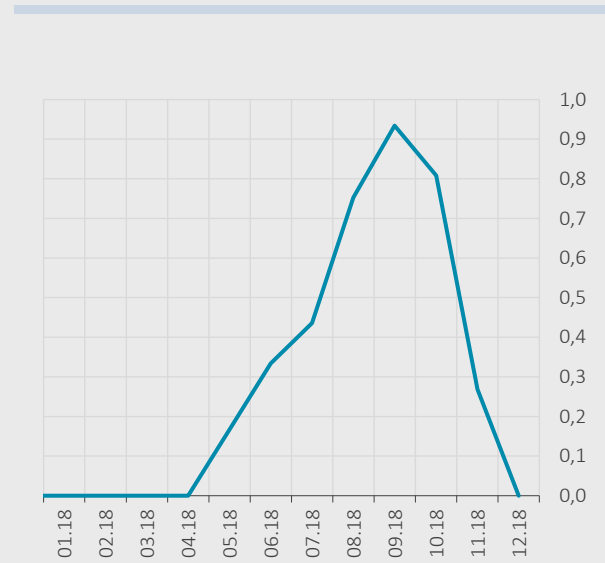
Model sonuçlarının ima ettiği tahmini akaryakıt fiyatları ile eşel-mobil uygulaması altında gerçekleşen akaryakıt fiyatları Grafik 1’de sunulmuştur. Uygulama döneminde özellikle Eylül ayında gerçekleşen fiyat ile tahmini fiyat arasındaki farkın en yüksek düzeyine ulaştığı görülmektedir.

Grafik 1: Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Akaryakıt Fiyatları (TL)



Kaynak: Yazarın Hesaplamaları.

Grafik 2: Eşel Mobil Uygulamasının Olmaması Durumunda Tüketici Enflasyonunda Oluşacak Etki (% Puan)



Kaynak: Yazarın Hesaplamaları.

Eşel-mobilin uygulanmadığı durumda oluşacak akaryakıt fiyatlarının aylar itibarıyla TÜFE yıllık enflasyonu üzerinde oluşturacağı tahmini ilave etki Grafik 2’de sunulmaktadır. Buna göre Eylül ayı itibarıyla yaklaşık 1 puanlık enflasyonist etki sınırlanmış, girdi maliyetleri ve beklenti kanalı da dikkate alındığında tüketici enflasyonu üzerinde oluşabilecek yüksek bir baskı telafi edilmiştir. Takip eden Kasım ve Aralık aylarında ise uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüşün yanı sıra Türk lirasındaki değer kazancı ile eşel-mobil uygulaması efektif olarak kullanım dışı olmuş, dolayısıyla bu uygulamanın enflasyonu sınırlayıcı etkisi ortadan kalkmıştır. Bu çerçevede, eşel-mobil uygulaması tüketici enflasyonunda üçüncü çeyrekte gözlenen sert yükselişi yumuşatarak geçmiş enflasyona endeksleme vb. gibi ikincil etkiler aracılığıyla gözlenebilecek fiyat artışlarının sınırlanmasına da katkıda bulunmuş ve böylece makro politika eşgüdümüne dair önemli bir örnek teşkil etmiştir.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

İktisadi faaliyet 2018 yılı üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu şekilde yavaşlamıştır. Bu dönemde, ikinci çeyrekte başlayan dengelenme süreci belirginleşmiştir. Net ihracatın güçlü katkısı yurt içi talep kaynaklı yavaşlamanın boyutunu sınırlamıştır.

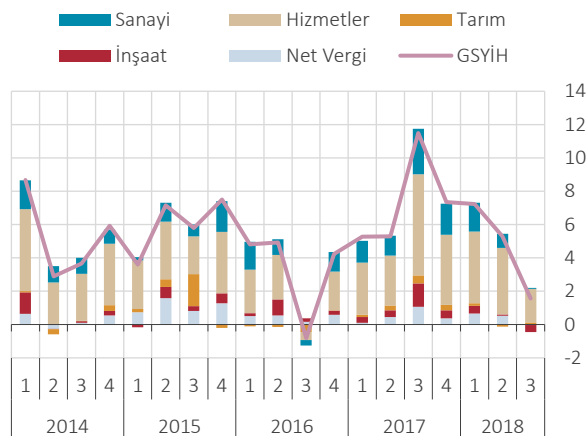
Atılan politika adımları ve alınan tedbirler sonrası finansal oynaklık ve risk primi göstergelerinde iyileşme gözlenirse de, finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi yurt içi talebi sınırlamaya devam etmektedir. Dayanıklı mallara yönelik vergi indirimleri, özel tüketim talebinde kısmi bir toparlanma sağlamış, ancak stokların eritilmesi nedeniyle vergi indirimlerinin üretim ve dolayısıyla büyüme üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır. Diğer taraftan, mal ve hizmet ihracatındaki büyümenin ve ithalat talebindeki düşüşün sürmesiyle net ihracat büyümeye yüksek katkı sağlamaya devam etmiştir.

2019 yılı boyunca, enflasyon görünümünde iyileşme ve ülke risk primlerindeki gerilemeyle beraber finansal koşulların iç talepte ılımlı bir toparlanmaya destek vereceği, diğer taraftan net ihracatın büyümeye katkısının süreceği öngörülmektedir. 2018 yılının ikinci yarısında enflasyondaki hızlı yükselişle birlikte gerileyen reel gelirlerin, 2019 yılının başındaki ücret ayarlamaları neticesinde ilk çeyrekte özel tüketime destek vermesi beklenmekle birlikte, işgücü piyasasındaki görünüme bağlı olarak yıl genelinde büyümeye sınırlı bir etkide bulunması öngörülmektedir. Diğer taraftan, gelişmiş ülke para politikalarına ve küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

4.1 Üretim Gelişmeleri

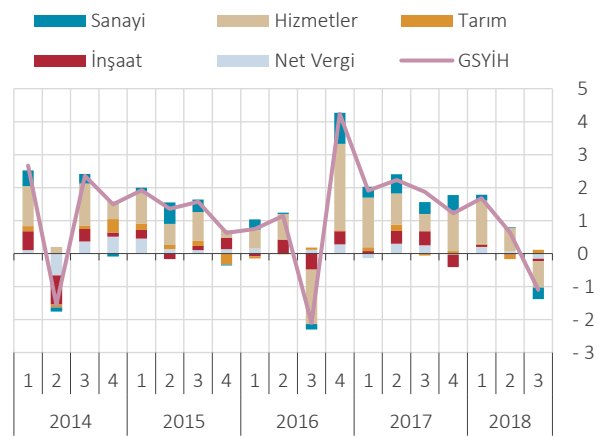
GSYİH 2018 yılı üçüncü çeyreğinde yıllık yüzde 1,6 oranında artmış; mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ise bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,1 oranında daralmıştır. Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetteki yavaşlama sektörlerin çoğunluğuna yayılmış; gerek yıllık gerekse dönemlik bazda tarım sektörü dışındaki tüm ana sektörlerin büyümeye yaptıkları katkı azalmıştır. Hizmetler sektörü, turizmdeki güçlü toparlanmanın desteğiyle, yıllık büyümeye en yüksek katkıyı yapan sektör olmaya devam etmiştir (Grafik 4.1.1 ve Grafik 4.1.2).

Grafik 4.1.1: GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

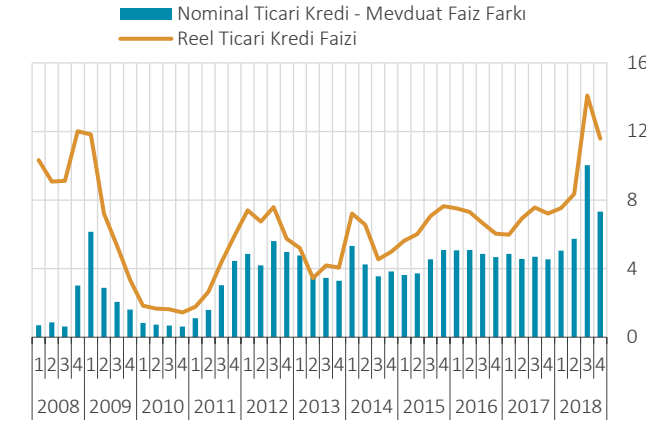
Grafik 4.1.2: GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkılar (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

2018 yılının son çeyreğinde, atılan politika adımları ve alınan tedbirler sonrası finansal göstergeler kısmi bir iyileşme sergilese de, faiz marjı ve risk primindeki yüksek düzeyler korunmuş ve finansman koşullarındaki sıkılık sürmüştür (Grafik 4.1.3).

Grafik 4.1.3: Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı ve Reel Ticari Kredi Faizi* (Yıllık, Basit, %)

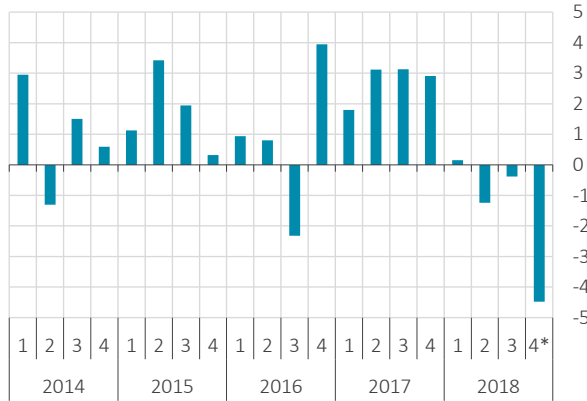


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 12 ay sonrasına ait TÜFE enflasyon beklentileri ile reelleştirilmiştir.

Sanayi üretimi Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyreğe göre yüzde 4,5 oranında düşüş kaydetmiştir (Grafik 4.1.4). Bu dönemde, iç piyasaya yönelik sektörlerdeki yavaşlama inşaat bağlantılı faaliyet kolları öncülüğünde genele yayılarak devam etmiştir. Kasım ayında yürürlüğe giren vergi indirimlerine konu olan sektörlerden yalnızca mobilya imalatında artış gözlenmesi, diğer sektörlerin satışlarındaki artışın büyük ölçüde stoklardan karşılandığına ve üretime yansımadağına işaret etmiştir. Genel olarak iç talepteki zayıflamaya karşın, ilaç ve savunma sanayi bağlantılı sektörler üretimi desteklemeye devam etmiştir. Öte yandan, ihracata yönelik üretim yapan sektörlerde de kısmi yavaşlama sinyalleri bulunmaktadır. Anket ve ithalat verileri, sanayi üretimindeki iç talep kaynaklı zayıf seyrin Aralık ayında da sürdüğü yönünde sinyal vermektedir (Grafik 4.1.5).

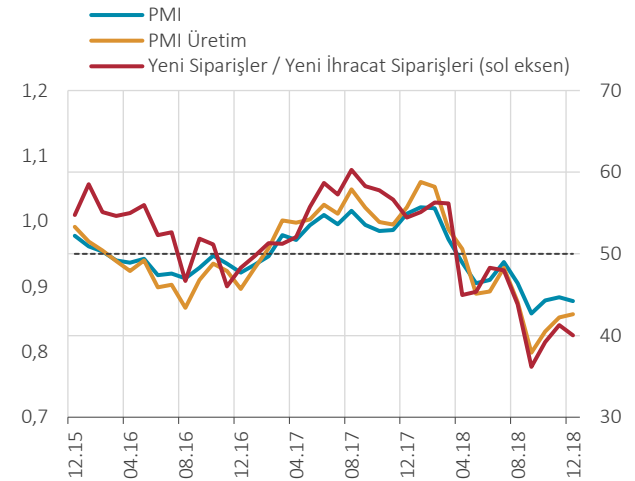
Grafik 4.1.4: Sanayi Üretim Endeksi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

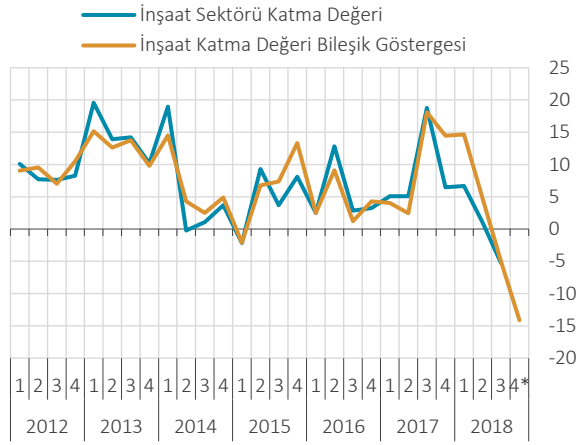
* Ekim ve Kasım ayları ortalamasıdır.

Grafik 4.1.5: PMI ve PMI Üretim
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

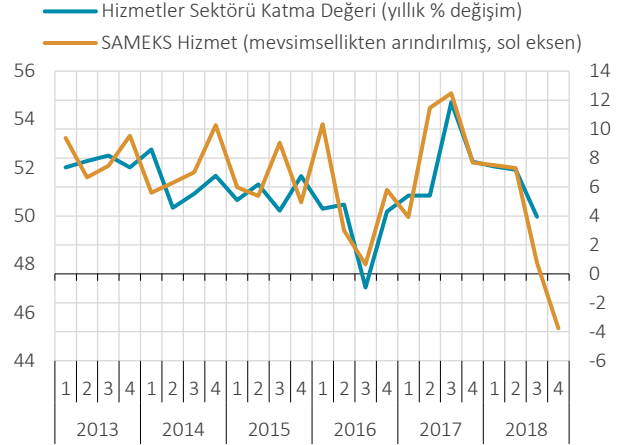
İnşaat sektörü katma değeri yılın üçüncü çeyreğinde dönemlik bazda gerilemeye devam etmiş; yıllık bazda ise yüzde 5,3 daralarak yıllık büyümeye negatif katkı veren tek ana sektör olmuştur. Sanayi üretimi ve istihdam gelişmeleri ile inşaat sektörü bileşik göstergesi, sektör katma değerinde süregelen düşüşün dördüncü çeyrekte güçlenerek devam ettiğini göstermiştir (Grafik 4.1.6, Grafik 4.3.4). Diğer taraftan, sanayi ve inşaat sektörlerindeki aşağı yönlü gidişata paralel olarak hizmet sektöründe de faaliyet son çeyrekte zayıflamıştır (Grafik 4.1.7). Buna karşılık, turizmle bağlantılı alt sektörlerdeki olumlu görünüm, hizmetler sektöründeki zayıflamayı sınırlamıştır.

Grafik 4.1.6: İnşaat Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kasım ayı itibarıyla.

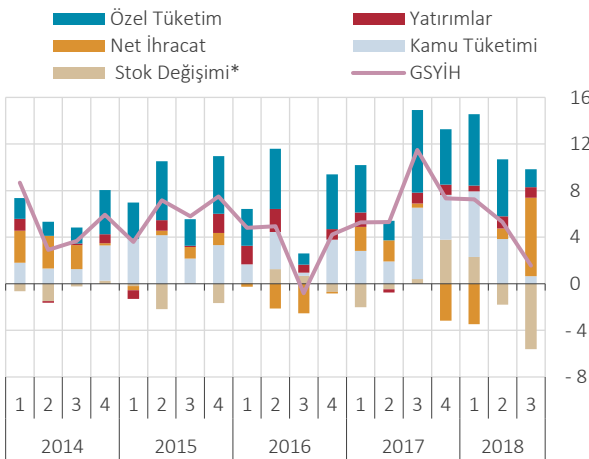
** Bileşik gösterge, fabrikasyon metal ve mineral maddeler sektörleri yurt içi reel cirolarının yıllık yüzde değişimlerinden elde edilmiştir. Ağırlıklar doğrusal regresyon ile hesaplanmıştır.

Grafik 4.1.7: Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve SAMEKS Hizmet Endeksi

Kaynak: MÜSİAD, TÜİK.

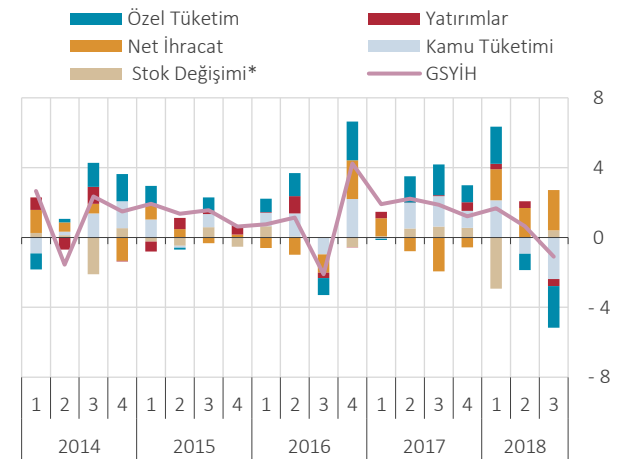
4.2 Talep Gelişmeleri

Üçüncü çeyrek GSYİH verileri harcama tarafından incelendiğinde, ekonomideki yavaşlamanın yurt içi talep kaynaklı olduğu, net ihracatın ise dönemlik bazda gözlenen daralmanın boyutunu sınırladığı görülmektedir (Grafik 4.2.1 ve Grafik 4.2.2). Bu dönemde kamu kesiminin büyümeye doğrudan desteğinin önceki dönemlere kıyasla azaldığı görülmektedir. Mal ve hizmet ihracatı üçüncü çeyrekte turizmdeki güçlü seyrin de desteğiyle artış kaydederken, iç talepteki yavaşlama ve reel kurdaki değer kaybına bağlı olarak mal ve hizmet ithalatı gerilemiştir (Kutu 4.2).

Grafik 4.2.1: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları (% Puan)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

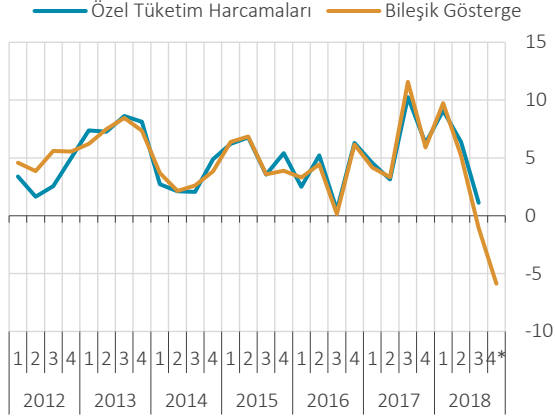
* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

Grafik 4.2.2: Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları (% Puan)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stoklar ve zincir endeks yapısından kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

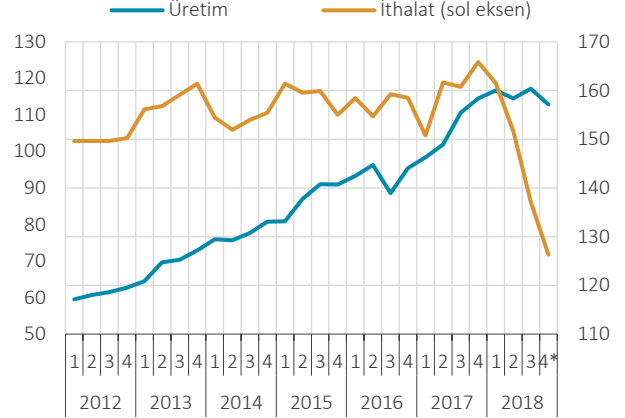
Dördüncü çeyreğe ilişkin göstergeler, talep kompozisyonundaki dengelenmenin belirginleşerek devam ettiğine işaret etmektedir. Alınan tedbir ve uygulanan vergi teşviklerinin yurt içi talepteki daralmayı kısmen sınırladığı görülmektedir. Diğer yandan, mal ve hizmet ihracatındaki güçlü seyrin bir miktar yavaşlayarak da olsa devam etmiş; iç talebe bağlı olarak gerileyen ithalatın da etkisiyle net ihracat büyümeye yüksek katkısını sürdürmüştür.

Grafik 4.2.3: Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: ODD, TCMB, TÜİK.

* Kasım ayı itibarıyla.

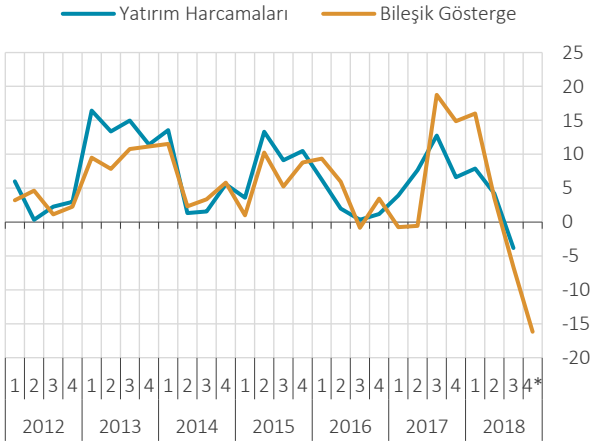
** Bileşik gösterge dayanıksız mallarda sanayi yurt içi reel ciro, dayanıklı tüketim malı ithalat miktar endeksi, otomobil satışları ve perakende satış hacim endeksi yıllık değişimlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar regresyon analizinden elde edilmiştir.

Grafik 4.2.4: Tüketim Malları Üretimi ve İthalatı (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim ve Kasım ayları ortalamasıdır.

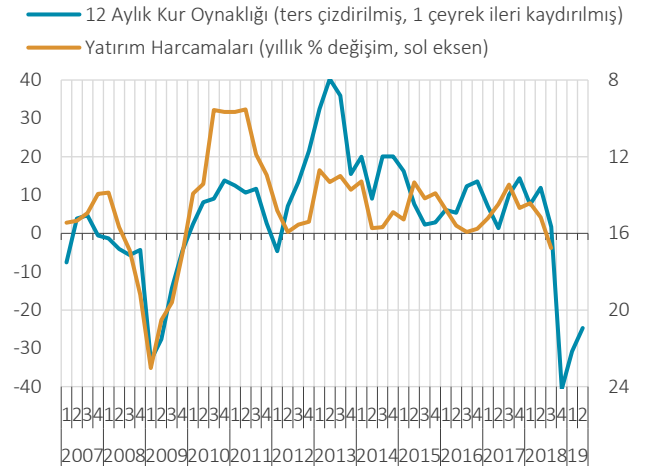
Bileşik göstergeler, dördüncü çeyrekte özel tüketim ve yatırım harcamalarının yıllık bazda gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.3 ve Grafik 4.2.5). Türk lirasındaki değer kaybı ve finansal koşullardaki sıkılaşma başta binek otomobiller olmak üzere ithal mallara yönelik talepte düşüşe neden olurken, işgücü piyasasındaki ve reel ücretlerdeki bozulma, harcanabilir gelire duyarlı dayanıksız mallar kanalıyla tüketim talebini sınırlamıştır (Grafik 4.2.4).

Grafik 4.2.5: Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kasım ayı itibarıyla.

** Bileşik gösterge diğer metalik olmayan mineral maddeler üretimi, makine ve teçhizat üretimi, sermaye malları sanayi yurt içi reel ciro ve sermaye malları ithalat miktar endeksi yıllık değişimlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar regresyon analizinden elde edilmiştir.

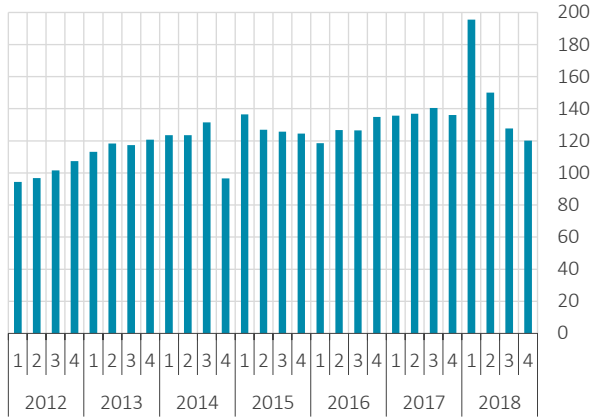
Grafik 4.2.6: Yatırım Harcamaları ve Kur Oynaklığı*

Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

* 25 Ocak 2019 itibarıyla.

Finansal oynaklıklar yatırım harcamalarını sınırlamaktadır (Grafik 4.2.6). Buna ek olarak, özellikle inşaat yatırımlarına yönelik kamu harcamalarının azaltılması da son çeyrekte toplam yatırımları sınırlamıştır (Grafik 4.2.7). Diğer taraftan, İktisadi Yönelim Anketi (İYA) verileri, yatırım eğiliminin ihracatçı sektörlerde görece daha yüksek seyrettiğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.8).

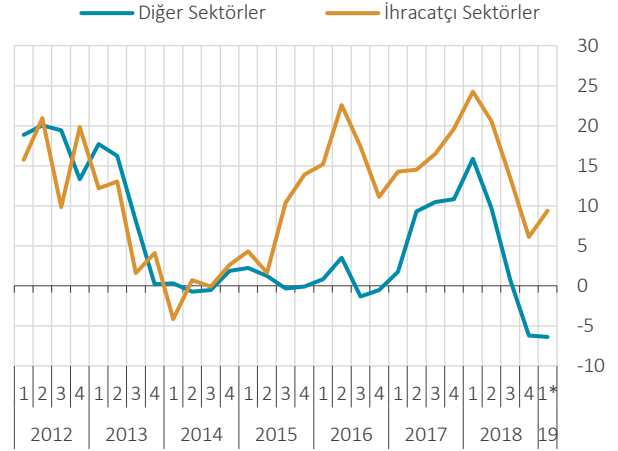
Grafik 4.2.7: Merkezi Yönetim Sermaye Giderleri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Reel, 2012=100)



Kaynak: HMB, TCMB.

* TÜFE ile reelleştirilmiştir.

Grafik 4.2.8: İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak – Azalacak, %)

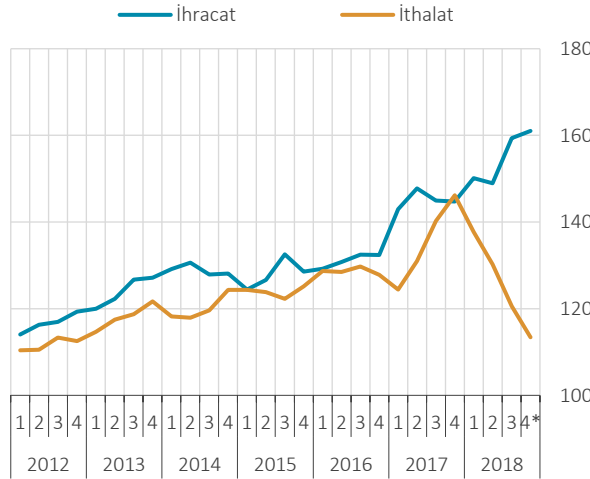


Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı itibarıyla.

Net ihracatın dönemlik büyümeye güçlü desteğinin dördüncü çeyrekte devam ettiği görülmektedir. Küresel büyüme görünümündeki kısmi yavaşlama sinyallerine rağmen dış talep gücünü korumaktadır. Reel kurdaki birikimli değer kaybının yanı sıra yurt içi talepteki yavaşlamaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği mal ihracatını desteklemeyi sürdürmektedir (Grafik 4.2.9). Buna ek olarak, turizm ve bağlantılı taşımacılık faaliyetlerindeki güçlü seyrile de birlikte mal ve hizmet ihracatının büyümeye katkısı artmıştır (Grafik 4.2.10). Diğer taraftan, Türk lirasındaki değer kaybı ve yurt içi talepteki daralma ithalat talebini zayıflatmaktadır (Grafik 4.2.9 ve Kutu 4.1).

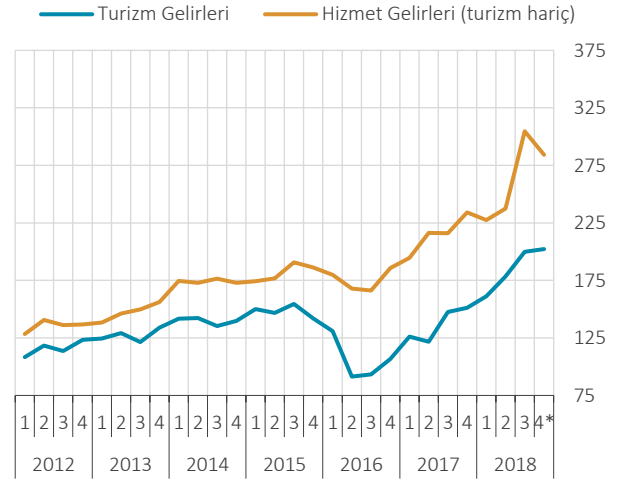
Grafik 4.2.9: İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri
(Altın Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim ve Kasım dönemi gerçekleşme, Aralık ayı tahmindir.

Grafik 4.2.10: Turizm ve Hizmet Gelirleri**
(Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim ve Kasım dönemi gerçekleşme, Aralık ayı tahmindir.

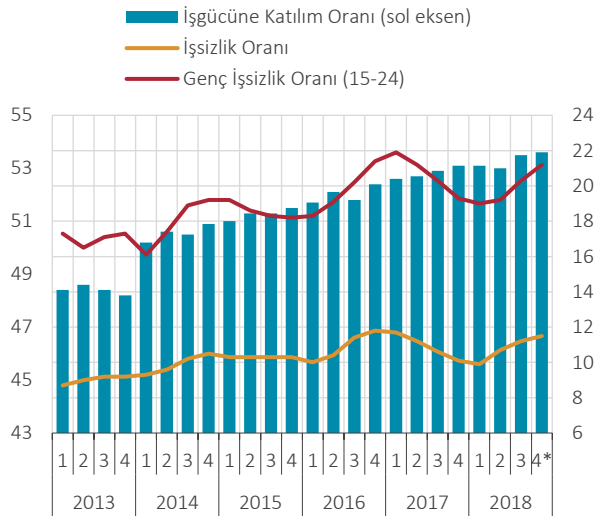
** TÜFE ile reelleştirilmiştir.

Özetle, iktisadi faaliyetteki dengelenme eğilimi belirginleşmiştir. 2019 yılı boyunca, enflasyon görünümünde iyileşme ve ülke risk primlerindeki gerilemeyle beraber finansal koşulların iç talepte ılımlı bir toparlanmaya destek vereceği, diğer taraftan net ihracatın büyümeye katkısının süreceği öngörülmektedir. Diğer taraftan, gelişmiş ülke para politikalarına ve küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler sermaye akımları ve dış ticaret kanalıyla büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

4.3 İşgücü Piyasası

2017 yılı boyunca gerileyen işsizlik oranları 2018 yılı ikinci çeyreğinden itibaren artış eğilimine girmiş ve bu eğilim yılın son çeyreğine girerken de devam etmiştir (Grafik 4.3.1). Üçüncü çeyrekte, mevsimsellikten arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları bir önceki çeyreğe göre 0,5 puan artarak sırasıyla yüzde 11,2 ve 13,1 oranlarında gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, iktisadi faaliyetteki yavaşlamayla tarım dışı sektörde yaşanan istihdam büyümesindeki ivme kaybının yanı sıra işgücüne katılım oranındaki artış etkili olmuştur (Grafik 4.3.2). Eylül, Ekim ve Kasım aylarını kapsayan Ekim döneminde, mevsimsellikten arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları üçüncü çeyreğe göre sırasıyla 0,3 ve 0,4 puan artarak yüzde 11,5 ve 13,5 olmuştur.

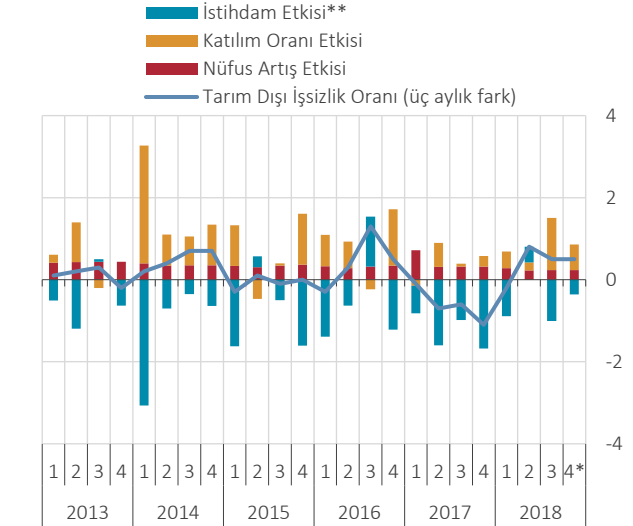
Grafik 4.3.1: İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.2: Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkıları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



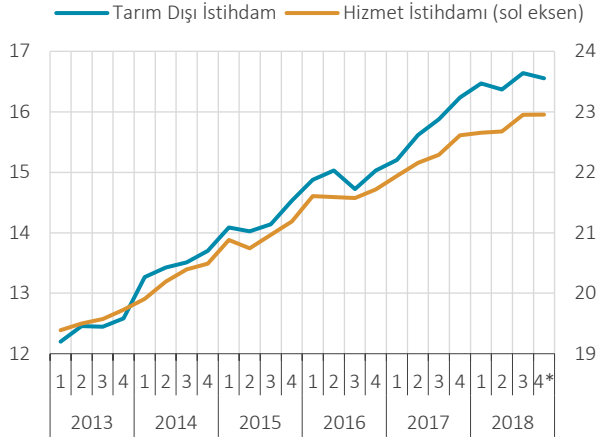
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

** İstihdam artışı tarım dışı işsizlik oranını azaltıcı yönde etkilemektedir.

2018 yılının üçüncü çeyreğinde tarım dışı istihdam artışına en yüksek katkılar sırasıyla hizmet ve sanayi sektörlerinden gelmiştir (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). İhracatın büyümeyi destekleyici seyri sanayi sektörü istihdamına olumlu yansımıştır. Hizmetler sektörü alt kalemleri incelendiğinde, artışın temel olarak ticarete konu olan, turizm bağlantılı veya kamu ile ilişkili sektörlerde olduğu gözlenmektedir (Grafik 4.3.5). İnşaat istihdamı ise sektöre girdi sağlayan faaliyet kollarında gözlenen yavaşlama ile uyumlu bir şekilde düşmeye devam etmiştir (Grafik 4.3.4).

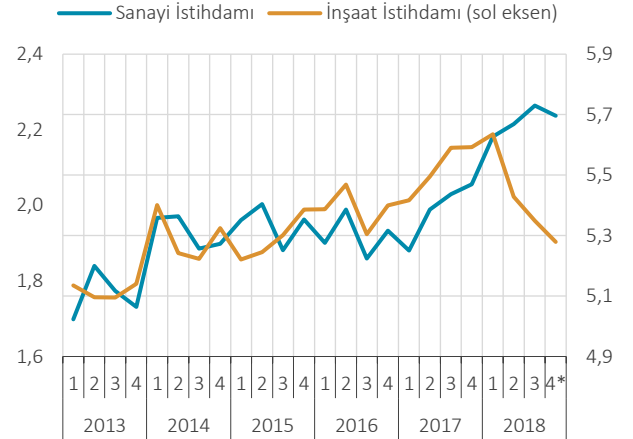
Grafik 4.3.3: Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.4: Sanayi ve İnşaat İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)

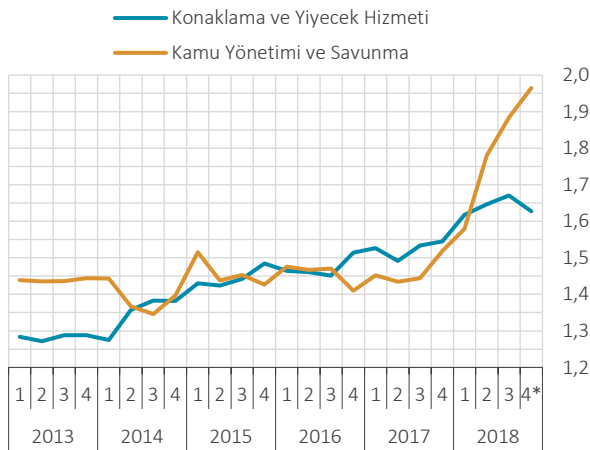


Kaynak: TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

2018 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyette yurt içi talep kaynaklı yavaşlamanın belirginleşmesi, firmaların istihdam duruşlarında da bozulmaya neden olmuştur. Nitekim Ekim döneminde yılın üçüncü çeyreğine kıyasla sanayi ve inşaat istihdamı sırasıyla yüzde 0,6 ve yüzde 2,9 oranlarında gerilemiştir. Kamu bağlantılı sektörlerin hizmet sektörü istihdamını destekleyici olduğu değerlendirilmekle birlikte bu dönemde ihracat ve turizm bağlantılı sektörlerin istihdamında yavaşlama sinyalleri bulunmaktadır (Grafik 4.3.5).

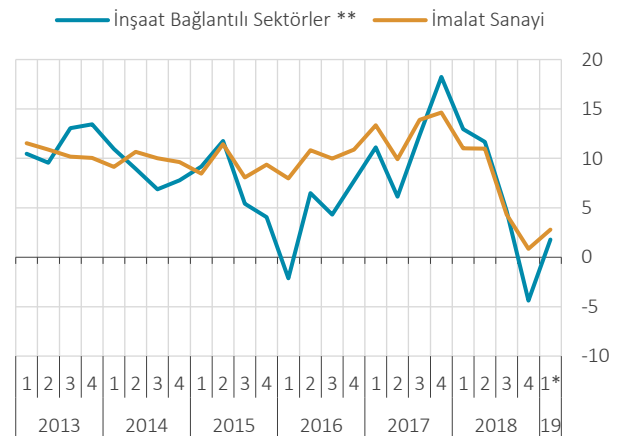
Grafik 4.3.5: Seçilmiş Hizmet Sektörleri İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

Grafik 4.3.6: İYA Gelecek Üç Aydaki Toplam İstihdam Beklentisi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak – Azalacak, %)

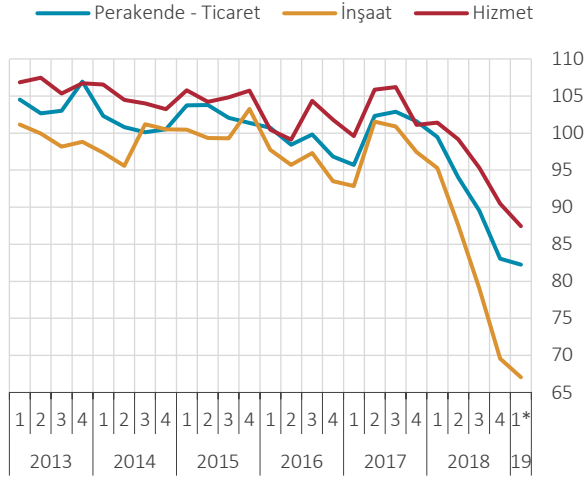


Kaynak: İYA, TCMB.

* Ocak ayı itibarıyla.

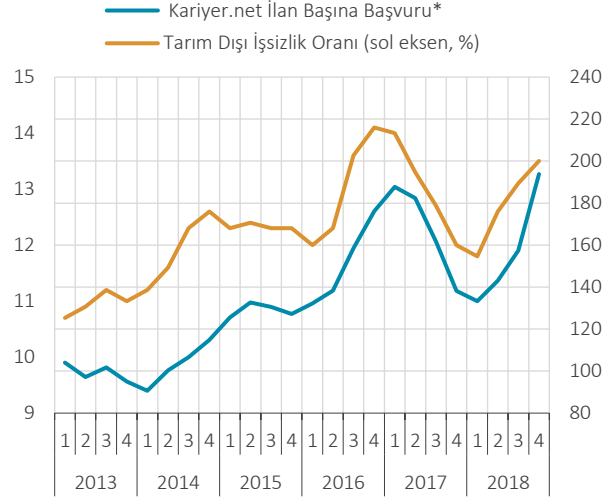
** Kauçuk ve plastik, diğer metalik olmayan mineral maddeler, ana metal ve fabrikasyon metal sektörlerini içermektedir.

İYA gelecek üç ay istihdam beklentisi imalat sanayiinde başta inşaat bağlantılı sektörler olmak üzere istihdamın zayıf seyrinin süreceğine işaret etmektedir (Grafik 4.3.6). Benzer şekilde, sanayi dışındaki sektörlerde de gelecek üç ay istihdam beklentilerindeki zayıflama sürmektedir (Grafik 4.3.7). Ayrıca, tarım dışı işsizlik oranıyla beraber hareket eden Kariyer.net ilan başına başvuru sayısı son çeyrekte bir önceki döneme kıyasla artmaya devam etmiştir (Grafik 4.3.8).

Grafik 4.3.7: Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi (Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ocak ayı itibarıyla.

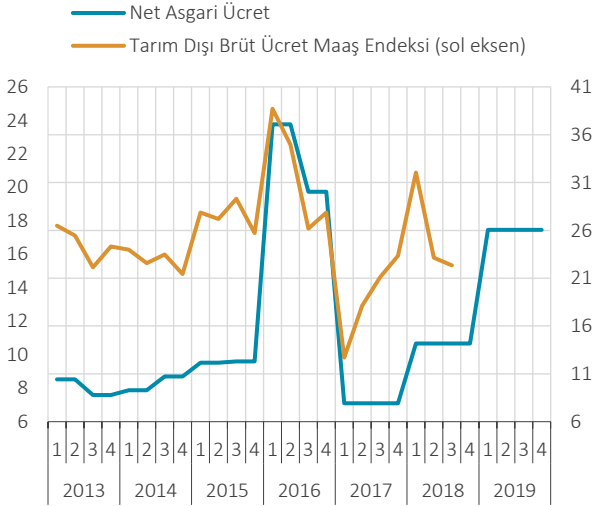
Grafik 4.3.8: Kariyer.net İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: Kariyer.net, TCMB.

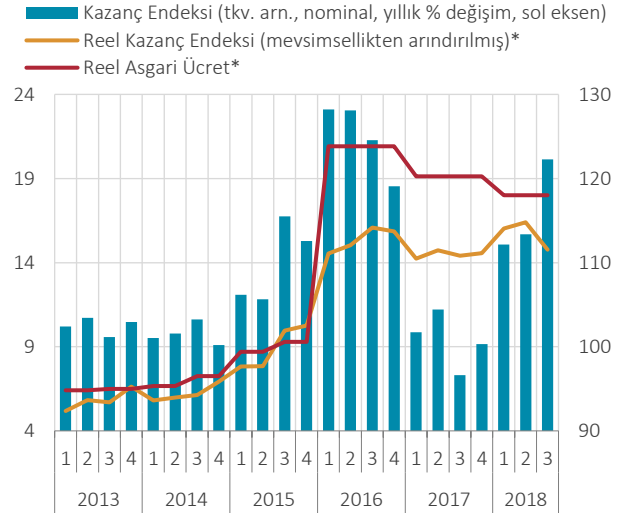
* Ekim dönemi itibarıyla.

4.4 Ücretler ve Verimlilik

İşsizlik oranlarında yükseliş eğiliminin sürdüğü 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, tarım dışı brüt ücret ve maaş endeksi reel olarak gerilemiştir (Grafik 4.4.1). Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış reel kazanç endeksi bir önceki çeyreğe göre yüzde 2,8 gibi yüksek bir oranda azalmıştır (Grafik 4.4.2).

Grafik 4.4.1: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, 2015=100, Yıllık % Değişim)

Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

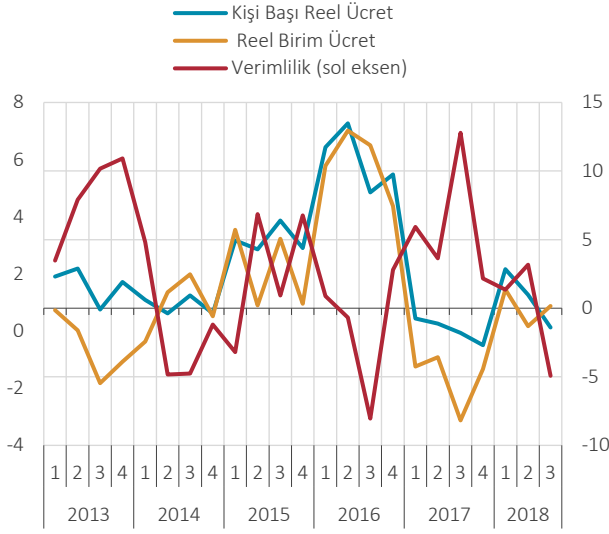
Grafik 4.4.2: Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik Kazanç Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

2018 yılının üçüncü çeyreğinde olduğu gibi faaliyetin daraldığı dönemlerde üretim istihdama kıyasla daha hızlı tepki vermekte ve kısmi emek verimliliği gerilemektedir. Nitekim söz konusu dönemde, tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,6 oranında azalmış, kişi başı reel ücret düşüşü ise yüzde 1,4 ile bir miktar daha sınırlı kalmıştır. Bu doğrultuda reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) bir önceki yıl değerine yakın seyretmiştir (Grafik 4.4.3).

Grafik 4.4.3: Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret (Tarım Dışı, 2015=100, Yıllık % Değişim)**

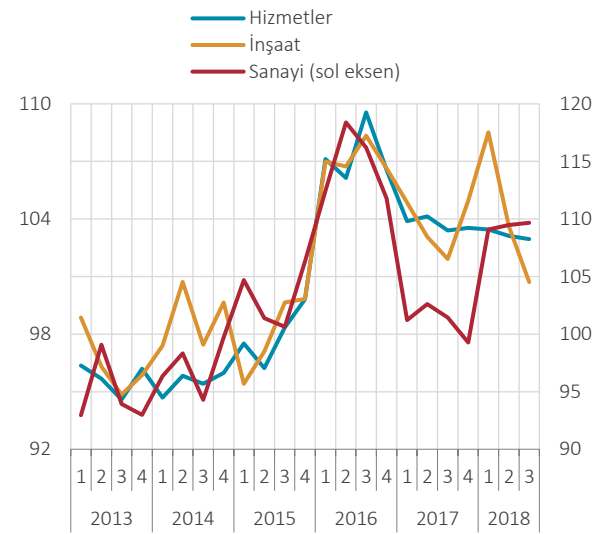


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam (HİA).

** Kişi başı reel ücret x istihdam/katma değer.

Grafik 4.4.4: Sektörel Reel* Birim İşgücü Maliyeti (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

** Reel işgücü maliyeti/verimlilik (katma değer/HİA istihdam).

2018 yılının üçüncü çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış saatlik reel işgücü maliyet endeksi tüm sektörlerde bir önceki çeyreğe kıyasla düşmüştür. Hizmetler ve sanayi sektörlerinde verimlilikte de benzer düşüşlerle birlikte reel birim işgücü maliyetleri yatay seyretilmiştir. İnşaat sektöründe ise istihdamdaki sert daralma nedeniyle reel birim işgücü maliyeti yüksek oranda gerilemiştir (Grafik 4.4.4).

2018 yılının son çeyreği için iktisadi faaliyetin seyri, işsizlik oranı ve enflasyon gelişmeleri ücretleri belirleyen başlıca etmenler olacaktır. Bu dönemde işsizlik oranlarındaki artış, asgari ücret komşuluğunda çalışanların ücretlerini etkilemezken, daha yüksek gelir dilimlerindeki ücret artışlarını baskılamaktadır. 2019 yılı içinde asgari ücret seviyesi ve geçmiş enflasyon oranları, ekonomi genelinde ücret artışlarını belirleyecek temel unsurlar arasındadır. 2019 yılı için brüt asgari ücret 2.558 TL, net asgari ücret 2.020 TL olarak belirlenmiş; böylece, asgari ücret artış oranı yüzde 26 olmuştur (Grafik 4.4.1). Asgari ücrette işverene devlet desteğinin 2019 yılında da sürecektir olmasının, maliyet baskılarını kısmen sınırlandıracağı değerlendirilmektedir. Diğer bir önemli konu ise ücretlerin iş çevrimlerine olan duyarlılığıdır. Aldan ve Gürçihan-Yüncüler (2016)¹ çalışması Türkiye’de asgari ücret ve altındaki ücret grubu için reel ücretlerde anlamlı bir esneklik bulunmadığı, ancak asgari ücret üzerinde kazananlar için reel ücretlerin göreceli olarak daha esnek olduğu sonucuna varmaktadır. Bu durumda, iş çevrimine duyarlı ücret dilimlerinde artışların asgari ücret artışından daha sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Özetle, asgari ücret ayarlaması ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışı nedeniyle 2019 yılında ücret artış oranının bir önceki yıla göre artması beklenmekle birlikte, iktisadi faaliyet ve istihdam piyasası görünümünün bu artışı kısmen sınırlandıracağı öngörülmektedir.

4.5 Çıktı Açığı

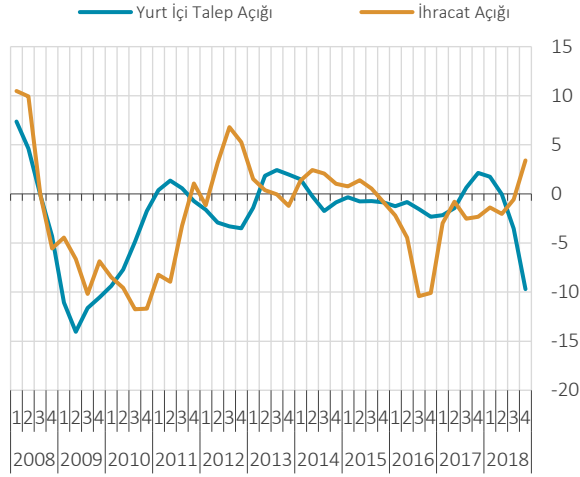
Ekonominin çevrimsel durumu ve enflasyon üzerindeki talep yönlü baskıların değerlendirilmesine yönelik olarak TCMB bünyesinde çeşitli yöntemlerle türetilen çıktı açığı göstergeleri takip edilmektedir.² Mevcut görünüm altında çıktı açığının bileşenleri incelendiğinde, 2018 yılının son çeyreğinde ihracatın uzun

¹ Aldan, A., ve Gürçihan Yüncüler, H. B. (2016), Real Wages and the Business Cycle in Turkey, TCMB Çalışma Tebliği, No. 16/25.

² Bk. Enflasyon Raporu 2017-1, Kutu 4.2, “Alternatif Göstergelerle Çıktı Açığına Bakış”, sf. 55-59.

dönem eğiliminin üzerinde seyrettiği tahmin edilmektedir (Grafik 4.5.1). Buna rağmen, yurt içi talepteki zayıflamayla birlikte toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönü katkısının belirginleştiği değerlendirilmektedir. Nitekim çeşitli göstergelerle oluşturulan çıktı açığı bandı, iktisadi faaliyetin son çeyrekte potansiyelinin belirgin ölçüde altında seyrettiğine yönelik bir uzlaşa içermektedir (Grafik 4.5.2).

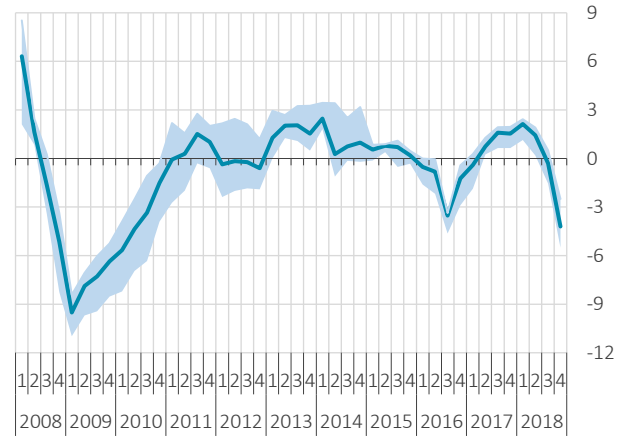
Grafik 4.5.1: Talep Bileşenlerine Göre Ayrıştırılmış Çıktı Açığı*



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

* Talep bileşenlerine göre oluşturulmuş çıktı açığı serisi (bk. Enflasyon Raporu 2018-III Kutu 4.1). 2018 yılının son çeyreği için toplam talep bileşenlerine ilişkin tahminler kullanılmıştır.

Grafik 4.5.2: Çıktı Açığı Göstergeleri* (Ortalama ve Minimum-Maksimum Bandı)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

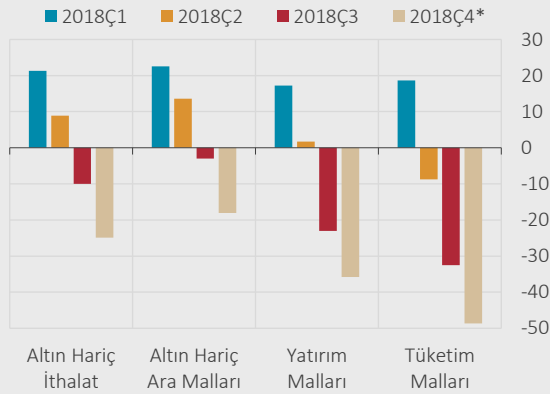
* 2018 yılının son çeyreği için milli gelir ve toplam talep bileşenlerine ilişkin tahminler kullanılmıştır.

Kutu 4.1

İthalatta Yakın Dönem Eğilimleri: Tüketim ve Yatırım Malları

Cari işlemler dengesinde yılın üçüncü çeyreğinde başlayan iyileşme eğilimi ihracattaki güçlü seyir, kredilerdeki ivme kaybı, iktisadi faaliyetin yavaşlaması ve turizm gelirlerindeki toparlanma ile beraber yılın son çeyreğinde hızlanarak devam etmiştir. Nitekim Mayıs ayında 58,2 milyar ABD dolarına ulaşan 12-aylık cari açık Kasım ayı itibarıyla 33,9 milyar ABD doları seviyesine düşmüştür. Cari açığıdaki söz konusu azalış ağırlıklı olarak ithalattaki daralmadan kaynaklanmıştır. Son dönemde reel kur ve iç talepte gözlenen düşüşler ve kredilerin artış hızındaki yavaşlama¹ ile birlikte gerek toplam ithalatta gerekse tüketim ve yatırım mallarının ithalatında azalışlar gözlenmektedir.

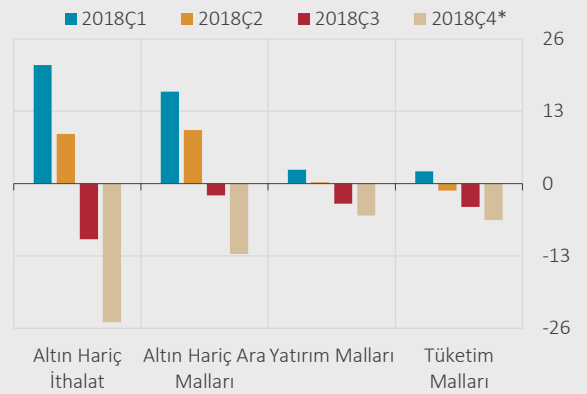
Grafik 1: İthalat ve Alt Kalemleri (Yıllık % Değişim)



* Kaynak: TÜİK.

Ekim ve Kasım aylarını kapsamaktadır.

Grafik 2: İthalat Değişimine Katkıları (% Puan)



* Kaynak: TÜİK.

Ekim ve Kasım aylarını kapsamaktadır.

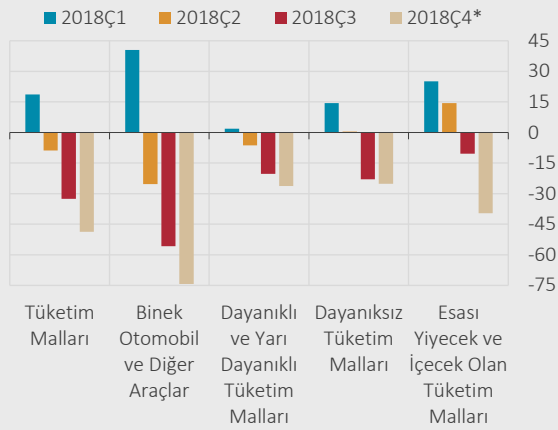
Yakın dönem ithalat gelişmeleri incelendiğinde birkaç önemli nokta ön plana çıkmaktadır: Yılın ilk yarısında yaklaşık yüzde 10 oranında artan altın hariç ithalat, yılın üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde yıllık bazda sırasıyla yüzde 10,4 ve yüzde 24,9 oranında daralmıştır. Yılın ilk yarısında yatırım ve tüketim malları kalemi belirgin şekilde yavaşlarken, toplam ithalat içerisinde yüksek paya sahip ara malları ithalatının güçlü seyri ithalat artışını canlı tutan faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Grafik 1 ve 2).² Üçüncü çeyrekte başlayarak yavaşlayan iç talep ve kredi artış hızlarındaki gerilemeyle beraber yatırım ve tüketim mallarındaki düşüş daha belirgin hale gelmiş ve ara malları ithalatında da sınırlı düşüş başlamıştır. Yılın son çeyreğinde ise ithalattaki düşüş eğilimi her üç alt kaleme de yayılmıştır. Tüketim ve yatırım mallarının toplam ithalat içindeki payı düşük de olsa söz konusu iki kalemin son çeyrekte toplam ithalattaki düşüşe katkısı ara malları ile aynı oranda gerçekleşmiştir.³

Tüketim malı ithalatı detaylı incelendiğinde, yıllık düşüşün özellikle üçüncü ve dördüncü çeyreklerde alt kalemlere yayıldığı ve yüksek oranlarda gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3). Binek otomobil ithalatı, düşüşün en yüksek olduğu tüketim malı grubu olarak ön plana çıkmaktadır. Son çeyrekte tüketim malı ithalatındaki yüzde 49 civarındaki azalışın 31 puanının binek otomobil kaynaklı olduğu dikkat çekmektedir (Grafik4).

¹ Kredi büyümesi ve cari açık ilişkisi hakkında daha detaylı bilgi için bakınız: Enflasyon Raporu (Nisan 2011) Kutu 5.1, "Kredi Genişlemesi ve Cari Açık".

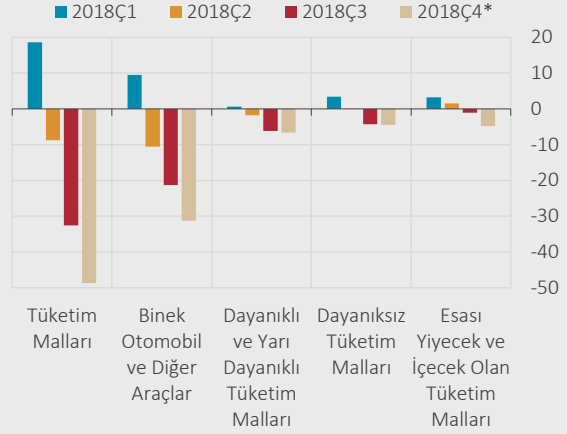
² Kutudaki bütün hesaplamalar parasal olmayan altın ithalatı göz ardı edilerek yapılmaktadır. Ayrıca ithalat büyüklükleri iş günü başına ve milyon ABD doları cinsindendir.

³ Parasal olmayan altın dışlanarak hesaplandığında tüketim, yatırım ve ara malları, 2017 yılı toplam ithalatının sırasıyla yüzde 13, yüzde 15 ve yüzde 72'sini oluşturmaktadır.

Grafik 3: Tüketim Mali İthalatı ve Alt Kalemleri
(Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

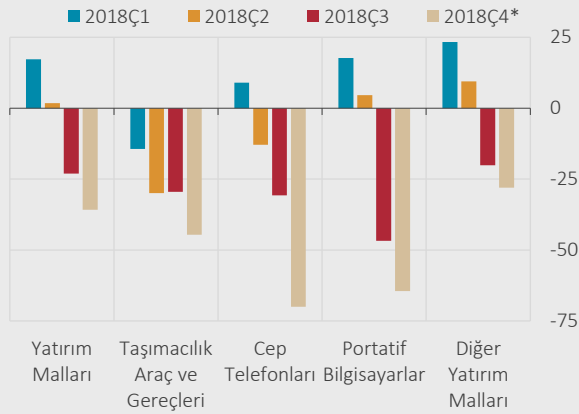
*Ekim ve Kasım aylarını kapsamaktadır.

Grafik 4: Tüketim Mali İthalat Değişimine Katkılar (%)
(Puan)

Kaynak: TÜİK.

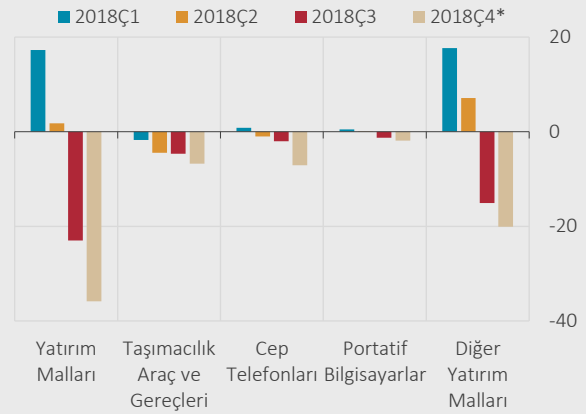
*Ekim ve Kasım aylarını kapsamaktadır.

Yatırım malları alt kalemler bazında incelendiğinde ithalattaki düşüşün cep telefonları, portatif bilgisayarlar ve taşımacılık araçları gibi fiilen tüketim malları gibi kullanılan kalemlerde yoğunlaştığı gözlenmektedir (Grafik 5). Son çeyrekte bu kalemlerdeki düşüşler yıllık bazda sırasıyla yüzde 70, 64 ve 45 olmuştur. Bu ürünlerin ithalatındaki gerilemede Türk lirasının değer kaybetmesinden dolayı fiyatların yükselmesi ile kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın etkili olduğu değerlendirilmektedir. Yüksek oranlarda düşüş sergileyen bu üç kalemin, son çeyrekte yatırım mali ithalatındaki yüzde 36'lık düşüşe katkısı 16 puan civarındadır (Grafik 6). Makine ve teçhizat mallarını kapsayan diğer yatırım malları ithalatındaki gerileme ise yüzde 28 ile görece sınırlı kalmaktadır.

Grafik 5: Yatırım Mali İthalatı ve Alt Kalemleri
(Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

*Ekim ve Kasım aylarını kapsamaktadır.

Grafik 6: Yatırım Mali İthalat Değişimine Katkılar (%)
(Puan)

Kaynak: TÜİK.

*Ekim ve Kasım aylarını kapsamaktadır.

Sonuç olarak, yılın son çeyreğinde cari işlemler dengesindeki hızlı düzelmede tüketim ve yatırım malları ithalatı önemli rol oynamaktadır. Tüketim mallarındaki düşüşte otomotiv ön plana çıkarken, yatırım mallarındaki düşüşte daha çok tüketim amaçlı kullanılan malların ithalatı belirleyici olmaktadır. Öte yandan makine ve teçhizat ithalatındaki daralmanın görece sınırlı olması dikkat çekmektedir. İktisadi faaliyetin zayıfladığı, kredi arzının daraldığı ve reel kurun düştüğü bu dönemde dış dengelenmenin ara malı yerine ağırlıklı olarak tüketim malları kanalı üzerinden sağlanmasının üretim potansiyeli açısından daha sağlıklı bir bileşime işaret ettiği düşünülmektedir. Bu durumun önümüzdeki dönemde cari açığındaki düşüşün devam etmesi ile beraber dış finansmana yönelik riskleri sınırlayabileceği düşünülmektedir.

Kutu 4.2

Cari Açığın Düşürülmesine Yönelik Yapısal Tedbirler

Cari açığın gayrisafi yurt içi hasılaya oranı (CA / GSYİH) 2018'in ilk yarısında yüzde 6,5'a ulaştıktan sonra, ihracattaki toparlanma ile birlikte üçüncü çeyrekte yüzde 5,5 seviyesine inmiştir. Kasım ayında ise 12 aylık birikimli cari açık bir önceki aya göre 5,5 milyar ABD doları azalış göstererek 34 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir. Son dönemde gözlenen ihracattaki artış ve ithalattaki düşüş eğilimleri 2018 yılı cari açık göstergesinde iyileşmenin devam edeceğine işaret etmektedir. Bununla beraber, iktisadi yazının, cari açıktaki düzeltmelerin orta ve uzun vadede yapısal düzenlemeler yoluyla gerçekleştirilebileceğine yönelik vurgusu cari açığın yapısal tarafına yönelik tedbirlerin ön planda tutulması gerektiğini ima etmektedir.¹ Bu çerçevede, son dönemde Türkiye'de cari açığı yapısal sorunlarına yönelik tedbirler alınmıştır. Bu kutuda cari açığın temel yapısal sorunları ve giderilmesine ilişkin tedbirler beş başlık altında tartışılmaktadır.

Tasarruf-Yatırım Açığı

Yüzde 4-5 civarında seyreden tasarruf-yatırım açığı, yatırım seviyesi Türkiye'ye benzer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksektir.² Bu bağlamda, son dönemde yurt içi tasarrufları teşvik etmeye yönelik finansal araç çeşitliliğini artırıcı bir dizi politika uygulamaya konulmuştur. Örneğin, 2017 yılından bu yana zorunlu olarak uygulanan Bireysel Emeklilik Sistemi'nde biriken fonların 2020 yılı sonunda GSYİH'nın yüzde 3,5'ine ulaşması beklenmektedir. Benzer şekilde, çeyiz ve konut hesapları ile finansal sistem dışındaki altınların ekonomiye kazandırılmasını amaçlayan altına dayalı menkul kıymet ihraçları hanehalkı tasarruflarını kayda değer ölçüde artırmıştır.³

Hanehalkı tasarruf oranının artması yeterli düzeyde gelire ve gelirin dengeli bir şekilde dağılımına bağlıdır. Bu amaç doğrultusunda, geliştirilebilecek politikalar arasında tüketim kalıplarının israfı azaltıcı ve ekolojik dengeyle barışık bir yapıya kavuşturulması; nüfus artış oranının sürdürülebilir büyüme oranı ile uyumlu bir yapıda olması uzun vadede çözüme yönelik değerlendirilebilmektedir.

Türkiye'de hanehalkı borçluluğu benzer ülkelerle kıyaslandığında daha düşük seviyelerdedir.⁴ Fakat, cari açığın dengeli seyrinin hanehalkı borçluluğu ile birebir ilişkili olması finansal sistemde kırılma riskinin artmasını önleyecek makro-ihtiyati politikaların gerektiğinde hızlı ve farklı kurumlar arasında işbirliği içinde uygulanabilmesini önemli hale getirmektedir. Bu açıdan yeni kurulan Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi finansal sistemde biriken risklerin zamanlı tespitini ve risk yönetiminin koordinasyonunu sağlayacak önemli bir role sahiptir. 32 Sayılı Karar'da yapılan düzenlemelerin ve kur riskinin yönetilmesine ilişkin TCMB nezdinde başlatılan inisiyatifin de tasarrufları daha sağlıklı bir yapıya kavuşturması beklenmektedir.⁵

¹ Kara ve Sarıkaya (2013).

² Ceritoğlu ve Cilasun (2017).

³ TCMB (2018, 23-25).

⁴ Eroğlu ve Kılıç (2017), TCMB (2014, 51-73).

⁵ <https://www.tcmbveri.gov.tr>.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımların (DYY) artırılmasına yönelik politikaların sanayi politikası ile uyum içinde tasarlanması gerekmektedir. Yabancılar imalat sanayine daha çok üretim zincirinin bir parçası olarak etkinlik güdüsüyle; hizmet sektörüne ise daha çok pazar paylarını genişletmek amacıyla yatırım yapmaktadır.⁶ Türkiye’de bu çerçevede uygulanan ve kapsama alanlarına ve ölçeğine göre değişiklik gösteren teşvik programlarının olumlu dışsallıklar yoluyla üretim kapasitesini artıracak DYY’lere yönelik olmasının; DYY girişlerinde yerli ortaklığın özendirilmesinin; teşviklerin yerel tedarikçilerin kapasite ve beceri seviyesinin artırılmasına yönelik olarak tasarlanmasının cari açığın uzun dönemli finanşmanına katkı sağlaması beklenmektedir. Söz konusu programların, eğitim ve bilgi tabanlı sermayenin geliştirilmesine ve Ar&Ge’nin artmasına yönelik uzun dönemli eğitim politikaları ile de desteklenmesi; daha geniş tabanlı, yatırımcıların kolaylıkla anlayabileceği ve iştirak edebileceği şekilde tasarlanması gerekmektedir.

Yatırımlarda Verimliliği ve Katma Değeri Yüksek Alanlara Yönelmek

Katma değeri yüksek üretim süreçlerine geçişin üretim tecrübesi, teknolojik altyapı, iş yapma ortamı, Ar&Ge ve beşeri sermaye düzeyi ile birebir ilişkili olduğunun dikkate alınması; yatırım kaynaklarının teknolojik altyapının gelişimine olanak sağlayacak; eğitim sisteminin işgücünün verimli alanlara kayışını kolaylaştıracak şekilde düzenlenmesi yararlı olacaktır.

İhracatın İthal Ara Malı Bağımlılığı

İthal girdilere alternatif, yüksek katma değerli ve teknolojik ürünlerin yurt içinde üretimine yönelik politikaların cari açığın azaltılması açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir. Bu bağlamda, son yıllarda ihracata dönük üretim stratejisi çerçevesinde, ara malı ithalatına olan bağımlılığı azaltmaya ve girdi tedarikinin sürdürülebilirliğine yönelik Girdi Tedarik Stratejisi (GİTES) Eylem Planı uygulamaya koyulmuş ve Yerileştirme Yürütme Kurulu oluşturulmuştur. Bununla beraber, ithal girdi kullanımının tamamen olumsuz bir durum olmadığını; son yıllarda üretim süreçlerinin küreselleştiği göz önüne alındığında ithal girdilerin sürekliliğinin sağlanmasının, özellikle küresel zincirlerin parçası olan üreticilerin verimliliği açısından önem teşkil ettiğini de göz ardı etmemek gerektiği not edilmelidir.⁷

İthal Enerji İhtiyacı

İthal enerji ihtiyacını azaltacak birincil etmen yenilenebilir enerji kaynaklarına kayıştır. Dolayısıyla, azalan doğal gaz ithalatının cari açığı da doğrudan etkileyeceği düşünülmektedir.⁸ Enerji yatırımlarının ülke doğal zenginliklerine göre tasarlanması ve ülke geneline yayılması; yerli teknik donanımın teşviki ve bu teknolojiyi bilen/kullanan teknik işgücünün oluşturulması; enerji tasarrufu sağlayan önlemlerin alınması gibi çabalar enerji talebinin yerel kaynaklara yönelmesine destek sağlayabilecektir. Ayrıca, enerji tüketim kalıplarının değiştirilmesine yönelik çalışmaların desteklenmesi de önem taşımaktadır.

Özetle, cari açıkta son dönemdeki konjonktürel iyileşmenin yapısal alanlardaki tedbirlerle desteklenmesi uzun dönemde istikrarlı bir dengeyi sağlamak açısından önemlidir. Bu çerçevede, cari açığın finansmanının sağlıklı bir yapıya kavuşturulması çerçevesinde tasarrufların artırılmasına ve finansal istikrarın sürekliliğine yönelik çabaların, uluslararası üretim süreçlerinin içiçe geçtiği bir yapıda toplam verimliliğin artırılmasına yönelik tedbirlerle bir arada ele alınmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

⁶ Akdoğan ve Saygılı (2018).

⁷ Sevinç vd. (2018).

⁸ Saygılı (2018).

Kaynakça

- Akdoğan, K. ve Saygılı, H. (2018), Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarını Etkileyen Unsurlar, Merkezın Güncesi, TCMB.
- Ceritoğlu, E. ve Cilasun, S.M. (2017), Milli Gelir Revizyonu Sonrası Tasarruf Açığına İlişkin Görüşlerimiz Değişti mi?, Merkezın Güncesi, TCMB.
- Eroğlu, E. ve Kılıç, Y. (2018), Hanehalkı Borçluluk Seviyesine Karşılaştırmalı Bir Bakış, Merkezın Güncesi, TCMB.
- Kara, H., ve Sarıkaya, Ç. (2013), Türkiye’de Konjonktürel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi. *İktisat İşletme ve Finans*, 28(332), 09-32.
- Sevinç, O., Tok, E.Ö. ve Tümen, S. (2017), İthal Girdi Kullanımında Durum Tespiti ve Farklı Bakış Açıları, Merkezın Güncesi, TCMB.
- Saygılı, H. (2018), Türkiye’de Yenilenebilir Enerji Kullanımı, Merkezın Güncesi, TCMB.
- TCMB. (2014). “Türkiye’de Tüketici Kredilerine Yönelik Makro İhtiyatı Politikaların Etki Analizi”. Finansal İstikrar Raporu, Sayı: 19.
- TCMB (2018), Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2018.

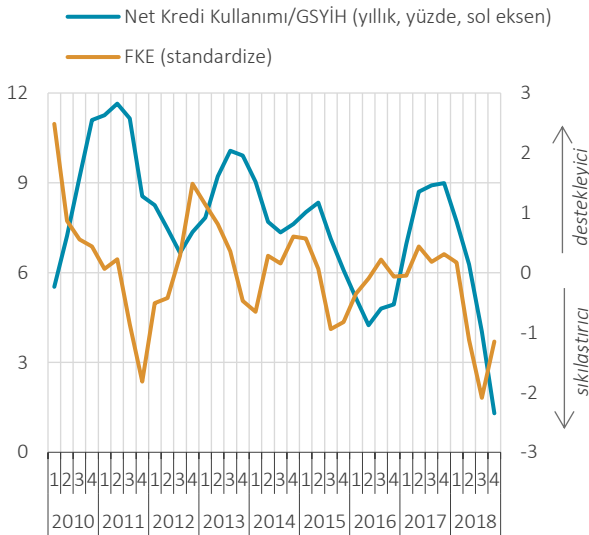
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Küresel oynaklıkların ve uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerinin arttığı 2018 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin öngörülenden daha uzun sürebileceğine dair beklentiler güçlenmiştir. Jeopolitik risklerin de etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin risk primleri dalgalı seyretmekle birlikte Ocak ayından itibaren küresel risk iştahındaki artışa paralel olarak hızla gerilemeye başlamıştır. Bu dönemde söz konusu ülkelere yönelik portföy akımlarındaki toparlanma daha belirgin hale gelmiştir. ABD dolarının da sınırlı olarak değer kaybettiği söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülke para birimleri bir miktar değerlenmiştir. Mevcut Rapor döneminde, jeopolitik gelişmeler ve küresel oynaklıklara rağmen, TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmesi ve enflasyon görünümünde kaydedilen düzelmenin katkısıyla Türkiye'nin finansal göstergelerinde bir miktar iyileşme gözlenmiştir.

Kredilerin büyüme oranları 2018 yılının son çeyreğinde gerilemeye devam etmiştir. Bu gelişmede, kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın ve zayıflayan iç talebin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Kredi büyümesindeki gerileme neticesinde net kredi kullanımının GSYİH'ye oranındaki düşüş yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1). Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre, söz konusu dönemde, işletmelere verilen kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın devam ettiği ve işletmelerin kredi talebindeki düşüşün de belirgin şekilde sürdüğü görülmektedir. Ankete göre, bankalar 2019 yılı ilk çeyreğinde standartların değişmeyeceğini, ancak kredi talebindeki gerilemenin devam edeceğini öngörmektedir.

Finansal koşullar 2018 yılının son çeyreğinde sıkılığını sürdürmekle birlikte sıkılığın derecesi bir önceki döneme göre önemli ölçüde azalmıştır. Söz konusu çeyrekte, endeksi oluşturan tüm finansal bileşenler, endekse sıkılaştırıcı yönde katkı vermeye devam etmiş, ancak önceki Rapor dönemine göre, getiri eğrisindeki yataylaşma, Türk lirasındaki reel değerlenme, kredi faiz oranlarındaki gerileme ve kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın zayıflamasına bağlı olarak finansal koşullardaki sıkılık azalmıştır (Grafik 5.2).

Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*

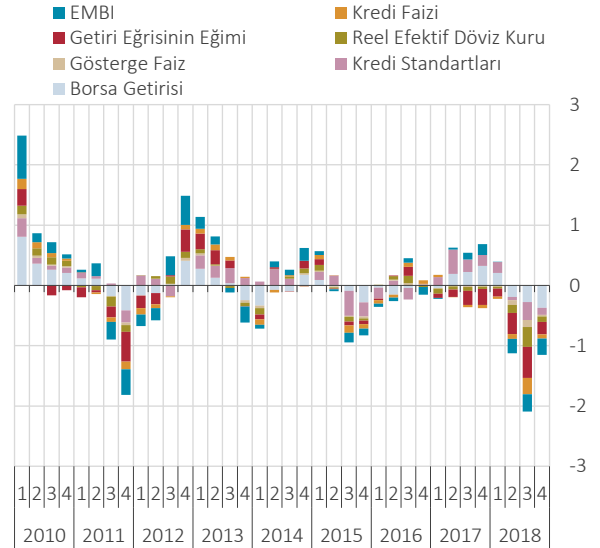


Kaynak: TCMB.

* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz. TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

Net Kredi Kullanımı kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2018 yılı dördüncü çeyrek GSYİH verisi tahminidir.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksine Katkıları



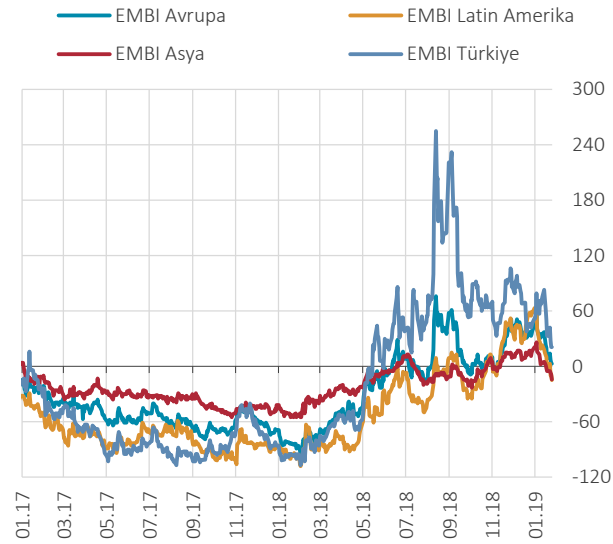
Kaynak: TCMB.

5.1 Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

2018 yılının son çeyreğinde küresel piyasalarda artan oynaklıklar ve varlık fiyatlarında gözlenen gerilemelerin etkisiyle gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında normalleşme sürecinin hız kaybedebileceği yönünde beklentiler oluşmuştur. Özellikle ABD’de büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesiyle Fed’in 2019 yılında beklenen faiz artırımı sayısı ikiye düşmüştür. Japonya’da da enflasyon oranının çok düşük seviyelerini koruması nedeniyle Japonya Merkez Bankası destekleyici para politikasını sürdüreceğini açıklamıştır. Öte yandan, ECB net varlık alımı programını durduracağını duyursa da, gerek Brexit süreci ve İtalya’da bütçe gelişmelerine ilişkin sorunlar, gerekse küresel riskler nedeniyle para politikasında kayda değer bir sıkılaşmaya gidebilmesi ihtimali oldukça azalmıştır. Küresel para politikalarındaki bu gelişmelerin sonucunda gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil faizleri geçtiğimiz Rapor dönemine göre gerilemiştir. Buna karşın, küresel finansal piyasalarda artan oynaklık ve uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimleri ile jeopolitik risklerin etkisiyle küresel risk iştahı Ocak ayı ortalarına kadar zayıf seyretmiş; gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde yükselişler gözlenmiştir. Ocak ayı içerisinde uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerine ve jeopolitik risklere yönelik kaygıların bir miktar gerilemesi sonucunda küresel risk iştahı artarken gelişmekte olan ülke risk primlerinde de düşüş kaydedilmiştir. Türkiye’nin ülke risk primi de diğer gelişmekte olan ülke risk primlerine benzer hareket etmiştir (Grafik 5.1.1). 2018 yılı ortalarından itibaren küresel oynaklıklar ve azalan risk iştahı nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde gözlenen portföy çıkışları, mevcut Rapor döneminde yerini yeniden portföy girişlerine bırakmıştır. Söz konusu dönemde Türkiye’deki portföy hareketlerinde de benzer bir eğilim gözlenmiştir. Ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarına portföy girişleri gerçekleşirken, DİBS piyasalarında ise portföy çıkışları olmuştur (Grafik 5.1.2).

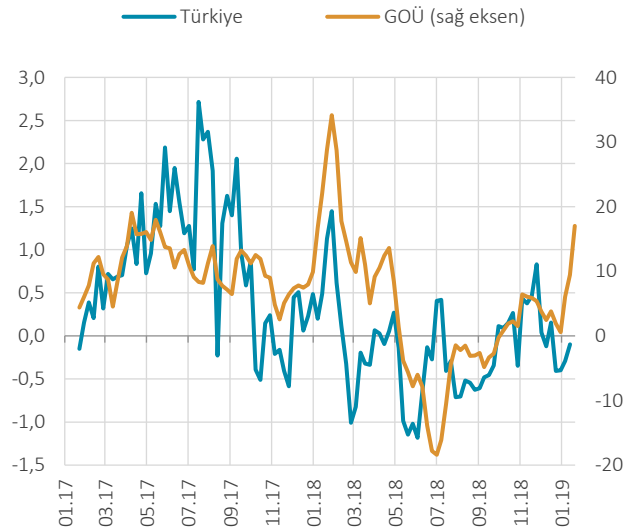
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (2 Ocak 2017 = 0, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017’den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

Grafik 5.1.2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri* (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, TCMB.

* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dâhildir. GOÜ verisi EPFR veri tabanından alınmıştır ve veri tabanı kapsamına giren tüm fonların gelişmekte olan ülke hisse senedi ve DİBS piyasalarına yaptığı haftalık net yatırımları kapsamaktadır.

Döviz Kurları ve Piyasa Faizleri

Mevcut Rapor döneminde, küresel finansal koşullarda gözlenen oynaklıklara karşın gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşmenin hız kaybedebileceğine ilişkin beklentiler ve ABD dolarındaki sınırlı zayıflamanın etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri bir miktar değer kazanmıştır. TCMB'nin sıkı para politikası duruşu ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin etkisiyle Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde gerilemiştir.

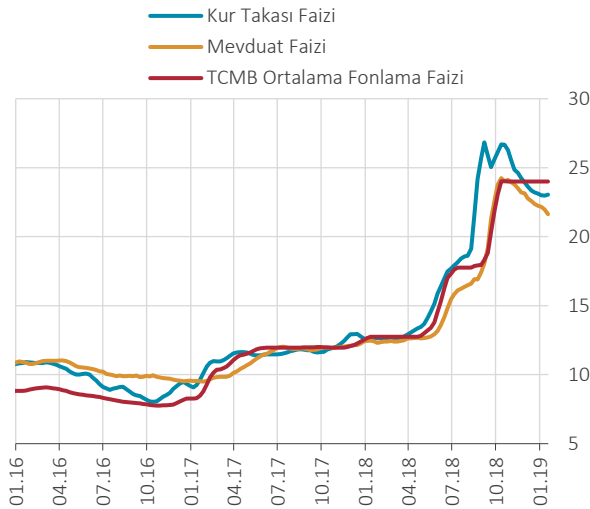
Gelişmekte olan ülkelerin kısa ve uzun vadeli faizlerinde sınırlı gerilemelerin gözlemlendiği mevcut Rapor döneminde, Türkiye'de kısa ve orta vadeli piyasa faizleri sıkı para politikası duruşu ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin etkisiyle düşmüştür.

5.2 Kredi Koşulları

Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

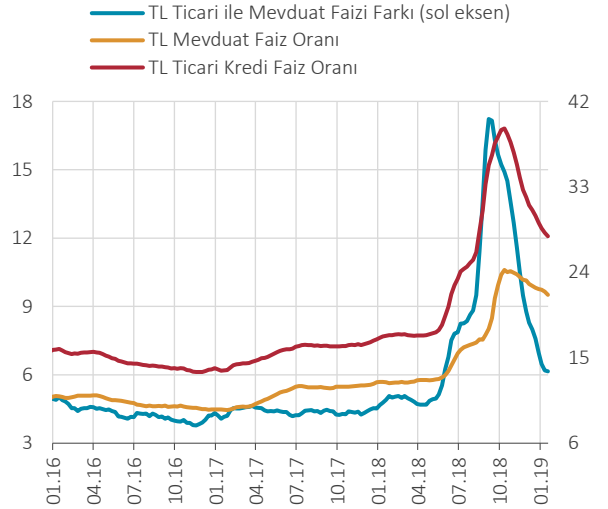
2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren, risk primindeki artış ve Türk lirasındaki değer kaybı sonucu bankaların fonlama maliyetleri yükselmiştir. Bu gelişmelere ek olarak, kredi verme iştahının gerilemesi, 2018 yılı ilk çeyreğinde yatay seyreden TL ticari kredi faiz oranlarının yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde yükselmesine neden olmuştur. Yılın son çeyreğinde ise alınan tedbirler ve koordineli politikalar neticesinde finansal piyasalardaki belirsizlik azalmış ve mevduat ile kur takası faiz oranları gerilemiştir (Grafik 5.2.1). Ancak, bu gerilemeye rağmen kredi-mevduat faiz farklarının tarihsel ortalamalarının üzerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 5.2.2). Banka Kredileri Eğilim Anketi de, bankaların ticari kredi standartlarındaki sıkı görünümü yılın son çeyreğinde de koruduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmede, genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler ile endüstri ya da firmalara ilişkin görünüm ve talep edilen teminatlara ilişkin riskler, para ve tahvil piyasasına erişim olanağı, sermaye yeterliliği kısıtları belirleyici olmuştur.

Grafik 5.2.1: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.2.2: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi* (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

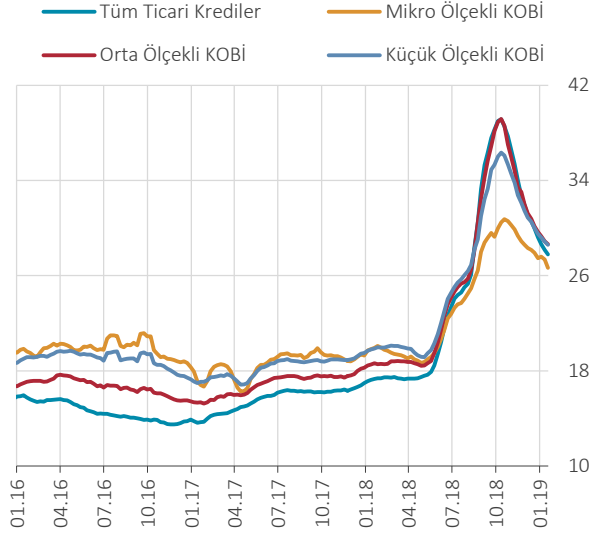


Kaynak: TCMB.

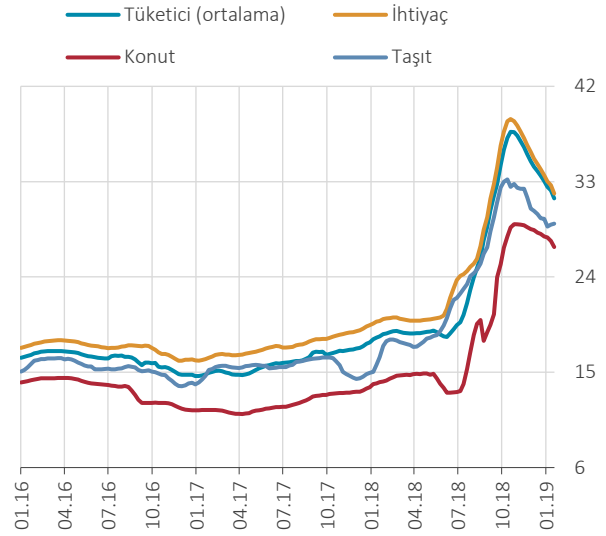
* Ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

Ticari kredi faiz oranları firma ölçeği ayırımında incelendiğinde, mevcut Rapor döneminde, tüm alt kırımlarda düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.2.3). Bunun yanında, tüketici kredi faiz oranları, ihtiyaç kredilerinde daha belirgin olmak üzere gerileme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4).

Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



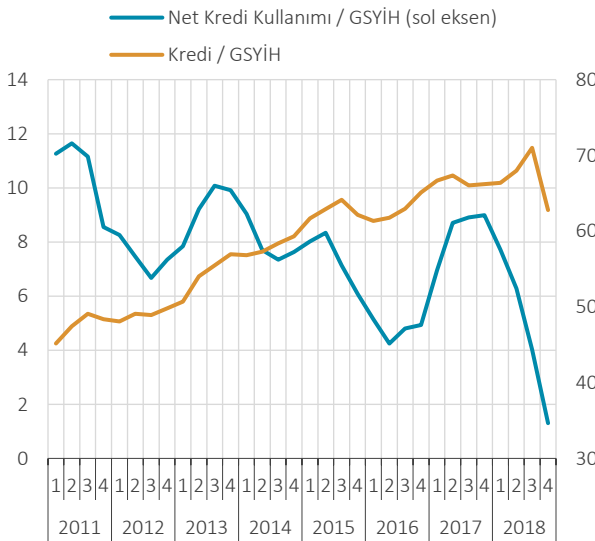
Grafik 5.2.4: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



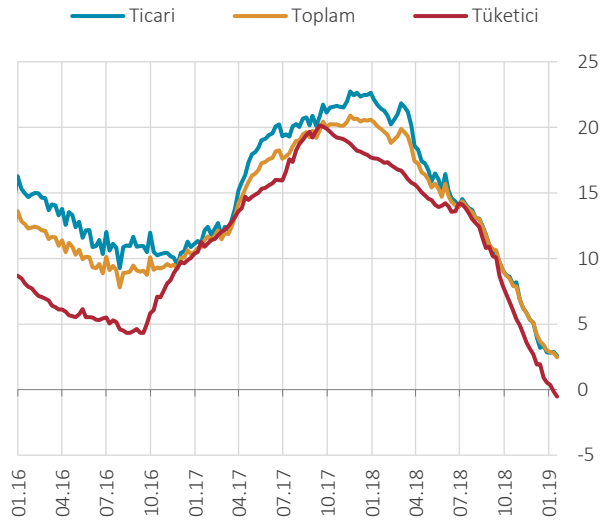
Kredi Hacmi

2018 yılı ilk çeyreğinden itibaren toplam kredi büyümesi yavaşlama sürecine girmiş ve 2018 yıl genelinde kredi büyüme hızındaki gerileme devam etmiştir (Grafik 5.2.5, Grafik 5.2.6). Kredilerin yıllık büyüme hızındaki düşüşte, 2017 yılındaki kredi büyümesindeki ivmelenmenin oluşturduğu baz etkisi yanında, arz ve talep kaynaklı dinamikler belirleyici olmuştur. Küresel finansal koşullardaki sıkılaşma ve buna bağlı olarak bankacılık sektörünün likidite tercihleri ile döviz kuru gelişmelerine bağlı risklerde artış kredi arzının sıkılaşmasında ön plana çıkmıştır. Ayrıca, iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamaya bağlı olarak zayıflayan iç talebin ve kredi faiz oranlarında 2018 yılının ilk üç çeyreğinde görülen artışın kredi talebindeki gerilemede belirleyici unsurlar olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 5.2.5: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)



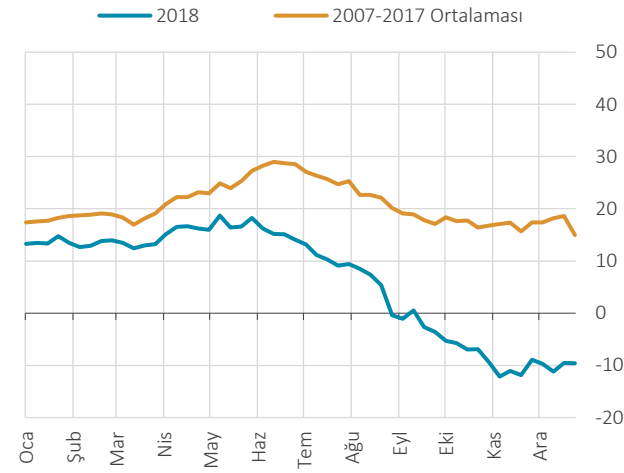
Grafik 5.2.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre, kredi arzını etkileyen faktörlere yıl genelinde bakıldığında, yurt içi ve yurt dışı fonlama maliyetlerinin yükselmesi ile bankaların iktisadi faaliyete ilişkin risklere bağlı olarak kredi standartlarını sıkılaştırması kredi arzında öne çıkan etkiler olarak gözlenmiştir. Kredi talebi tarafında ise, sabit yatırımın etkisi ile stok artırımı ve işletme sermayesi için talep edilen kredi miktarının düşmesi ticari kredi talebinin gerilemesinde belirleyici faktörler olurken, tüketici kredisi talebinde zayıflayan iç talep ve ekonomiye ilişkin beklentiler etkili olmuştur.

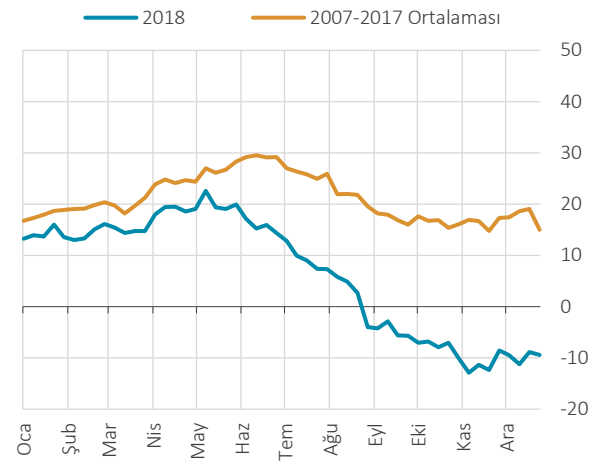
Ticari ve toplam kredilerin büyüme hızı, tarihsel ortalamaların altında seyretmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8).

Grafik 5.2.7: Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.8: Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)

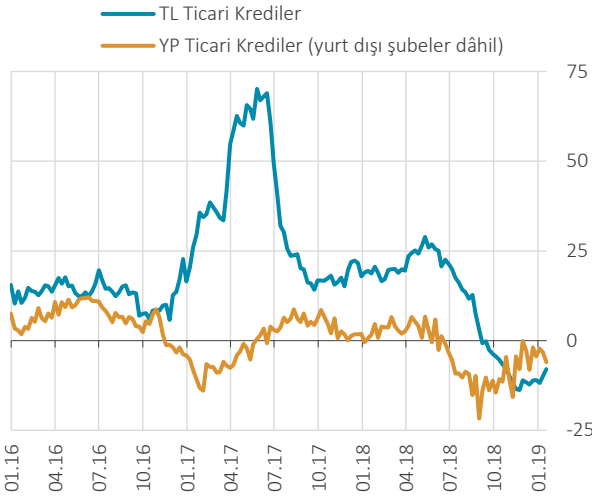


Kaynak: TCMB.

2018 yılının ilk yarısında bir miktar artış gösteren Türk lirası cinsi ticari kredilerin büyüme hızı yılın ikinci yarısında düşüş eğilimine girmiştir. Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre yılın son çeyreğinde TL ticari kredilere ilişkin kredi standartlarındaki sıkı görünüm azalarak devam etmekle birlikte TL ticari kredi talebindeki düşüş bir miktar daha belirginleşmiştir. Yabancı para cinsi ticari krediler de 2018 yılının ilk yarısında sınırlı miktarda büyüme kaydetmekle birlikte yılın ikinci yarısında gerilemiştir. Yılın son çeyreğinde ise alınan tedbirler ve politika koordinasyonu ile finansal piyasalardaki belirsizliğin azalması ve döviz kuru gelişmeleri neticesinde yabancı para cinsi kredilerdeki düşüşün söz konusu dönemde azalarak devam ettiği değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.9). Bununla birlikte, Banka Kredileri Eğilim Anketi, yabancı para kredi arzındaki sıkı görünümün ve yabancı para kredi talebindeki düşüşün 2018 yılı dördüncü çeyreğinde süregeldiğine işaret etmektedir.

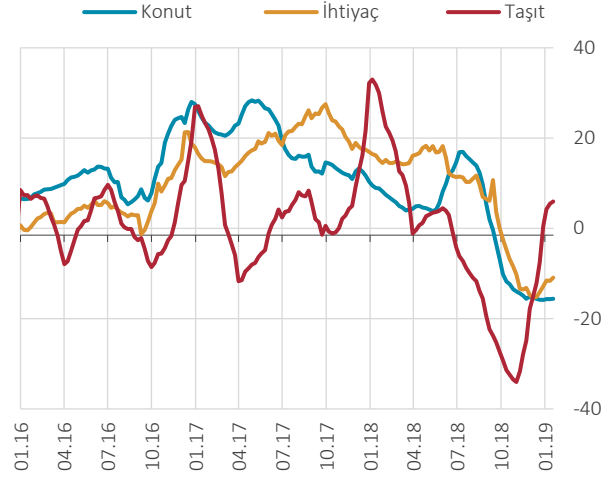
2018 yıl genelinde düşüş gösteren tüketici kredileri büyüme hızındaki gerileme yılın son çeyreğinde devam etmiştir (Grafik 5.2.10). Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde de, söz konusu dönemde bireysel kredilere ilişkin standartlardaki sıkı görünüm ile kredi talebindeki gerilemenin devam ettiği görülmektedir.

Grafik 5.2.9: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10: Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)



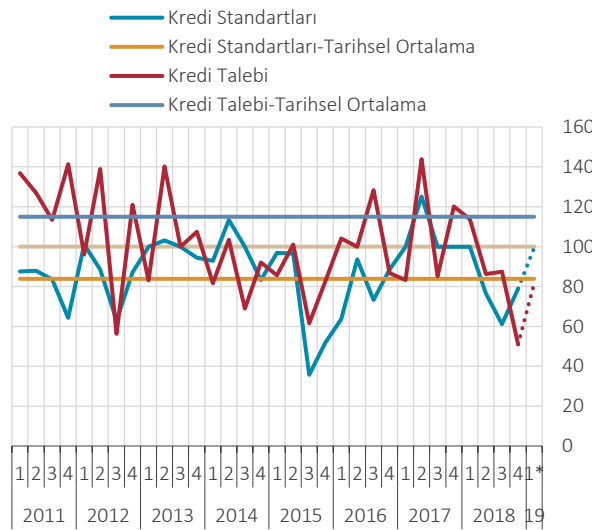
Kaynak: TCMB.

Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre 2018 yılı dördüncü çeyrekte işletmelere verilen kredi standartlarını sıkılaştırmaya devam eden bankalar, 2019 yılı ilk çeyreğinde standartların değişmeyeceğini beklemektedir (Grafik 5.2.11). 2018 yılı dördüncü çeyreğinde, söz konusu standartlara ölçek, vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında, söz konusu çeyrekte, tüm kırımlarda benzer durum gözlenirken, YP cinsi kredilerde standartlardaki sıkı görünümün artarak devam görülmektedir. 2019 yılı ilk çeyrek için alt kırımlara bakıldığında, KOBİ'lere ilişkin kredi standartlarında sınırlı miktarda gevşeme beklenirken, uzun vadeli ve YP cinsi kredilere ilişkin standartlarda sıkılaşmanın devam edeceği öngörülmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, 2018 yılı son çeyrekte, işletmelerin kredi talebinin gerilemeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). 2019 yılı ilk çeyreğinde ise KOBİ'lere ve YP cinsi kredilere ilişkin kredi talebinde daha belirgin olmak üzere, tüm kırımlarda gerileme öngörülmektedir.

Grafik 5.2.11: İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi**

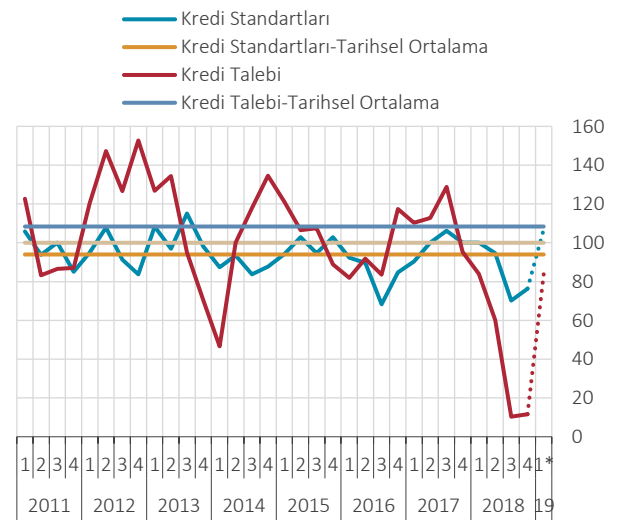


Kaynak: TCMB.

*2019 birinci çeyrek verisi beklenti değeridir.

**Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

Grafik 5.2.12: Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi**



Kaynak: TCMB.

*2019 birinci çeyrek verisi beklenti değeridir.

**Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

Bireysel krediler tarafında, kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın ve bireysel kredi talebindeki düşüşün 2018 yılı dördüncü çeyreğinde devam ettiği görülmektedir. 2019 yılı ilk çeyreğinde ise bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının sınırlı miktarda gevşeyeceği, bireysel kredi talebindeki gerilemenin ise devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

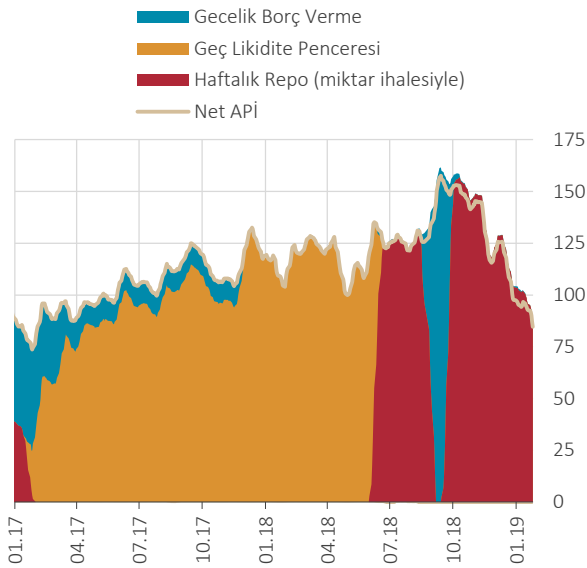
Bireysel kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında, bütün bireysel kredi türlerinde genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler ile fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamaları kredi standartlarının sıkılaştırılmasında belirgin rol oynarken, taşıt ve ihtiyaç kredilerinde tüketicilerin kredi notu, standartları sıkılaştırıcı yönde etkileyen faktörler olarak gözlenmektedir. Bireysel kredi talebini etkileyen faktörler açısından, konut kredisinde konut piyasasına ilişkin beklentiler, tüketici güveni, konut alımı dışındaki tüketim harcamaları, bireysel tasarruflar ile diğer bankalardan sağlanan krediler talebi düşüren faktörler olarak öne çıkmaktadır. İhtiyaç kredilerinde ise tüm faktörler kredi talebini düşürücü yönde etkilemiştir.

5.3 Para Politikası Uygulamaları

Para Politikası Tepkisi ve Piyasa Gelişmeleri

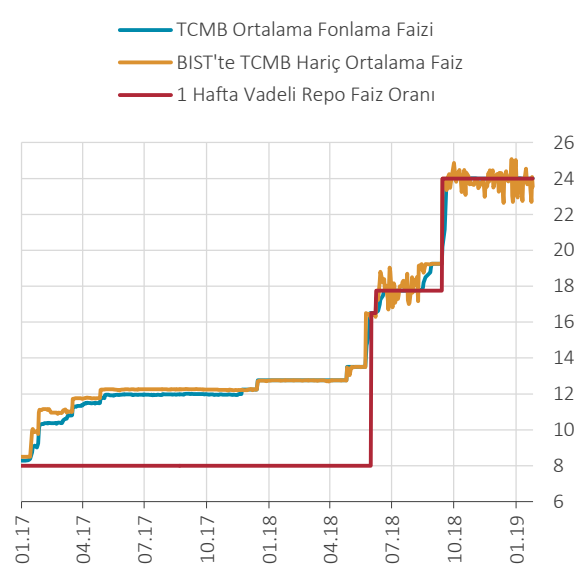
Mevcut Rapor döneminde TCMB fonlmasının tamamı haftalık repo ihaleleri ile yapılmıştır (Grafik 5.3.1). Bunun neticesinde, BIST Bankalararası Repo piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz bir hafta vadeli repo ihale faizinin etrafında dalgalanmıştır (Grafik 5.3.2). TCMB, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla Eylül ayında güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiş; bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyine yükseltmiş ve sonrasında bu düzeyde sabit tutmuştur.

Grafik 5.3.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

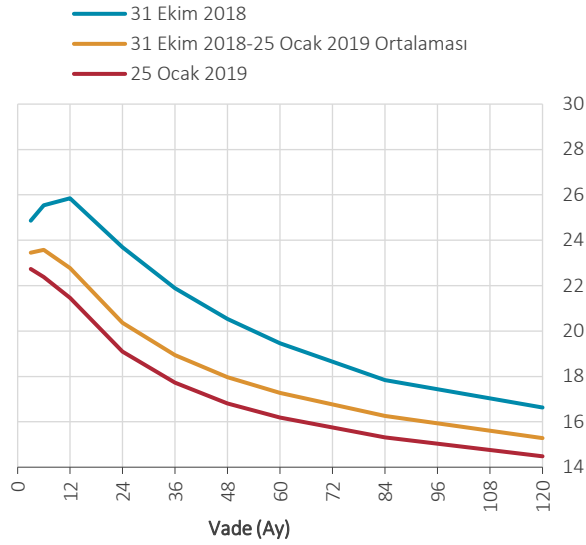
Grafik 5.3.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

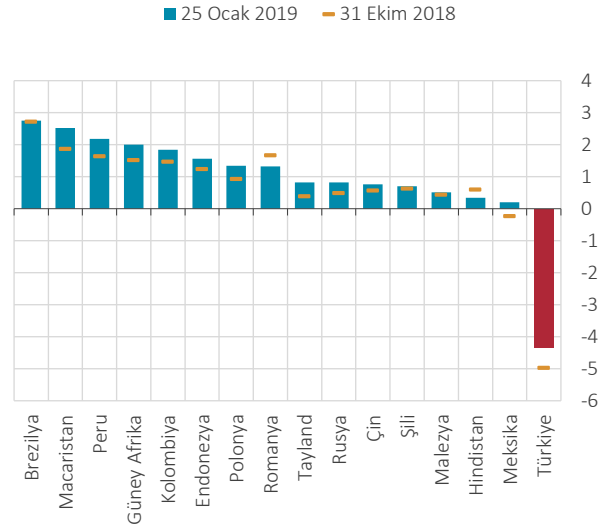
Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırmaya ilave olarak jeopolitik risklerin azalmasıyla birlikte ülke risk priminde düşüş gözlenmiştir. Bu gelişmelerin etkisiyle, kur takası faizleri tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir. Sıkı duruşun korunmasıyla, kısa vadeli kur takası getirileri, uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeyi sürdürmüştür (Grafik 5.3.3). Para politikasındaki sıkılığın bir yansıması olarak, Türkiye mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmaya devam etmiştir (Grafik 5.3.4).

Grafik 5.3.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri* (% Puan)

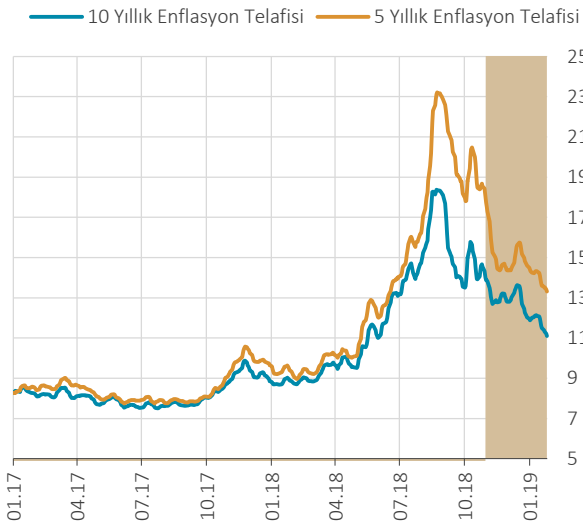


Kaynak: Bloomberg.

* Getiri eğrisi eğimi, ülkelerin 5 yıl vadeli tahvil getirileri ile 6 ay vadeli tahvil getirilerinin farkı şeklinde hesaplanmıştır. Türkiye için DİBS getirileri yerine kur takası faizleri kullanılmıştır.

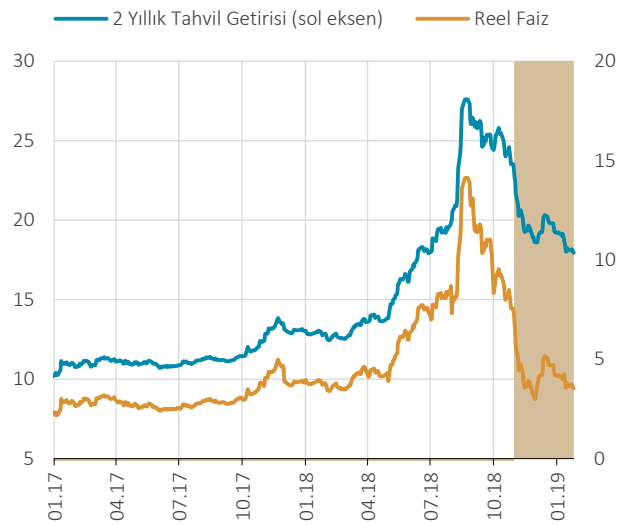
Enflasyon telafilerindeki düşüş eğilimi, Ağustos ayında alınan önlemlerle başlamış; Eylül ayı PPK toplantısındaki güçlü politika tepkisiyle belirginleşmiştir. Mevcut Rapor döneminde ise Türk lirasındaki değer kazancı ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle enflasyon görünümdeki iyileşmeye paralel olarak enflasyon telafileri belirgin ölçüde gerilemiştir (Grafik 5.3.5). Beklenti Anketi verilerinden elde edilen enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan iki yıllık reel faiz, nominal faizlerdeki düşüşün enflasyon beklentilerindeki azalışa kıyasla daha yüksek gerçekleşmesine bağlı olarak önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir (Grafik 5.3.6).

Grafik 5.3.5: Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.6: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi* (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* 2 yıllık devlet tahvili getirilerinden, TCMB Beklenti Anketi verileri ile hesaplanan önümüzdeki 2 yıla ilişkin toplam TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

2018 Yılı Para Politikası Uygulamaları

TCMB 2018 yılında fiyatlamada davranışındaki bozulma ve enflasyon görünümüne ilişkin risklere karşı fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Ocak–Mart döneminde para politikasındaki sıkı duruş korunurken, Nisan ayında fiyat istikrarını desteklemek amacıyla ölçülü bir parasal sıkılaştırma yapılmış; Mayıs ayında ise piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve enflasyon beklentilerinde süre gelen yükselişin genel fiyatlamada davranışlarına dair oluşturduğu riskler ışığında para politikasındaki sıkı duruş güçlendirilmiştir.

Haziran ayı itibarıyla para politikası operasyonel çerçevesinde sadeleşme süreci tamamlanmış ve böylelikle para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artırılmıştır. Buna göre, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı TCMB politika faizi olmuştur. Ayrıca, TCMB’nin gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranlarının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında +/- 150 baz puanlık bir marj ile belirlenmesine karar verilmiştir. Yeni operasyonel çerçevede TCMB, fonlamasının tamamını haftalık repo ihaleleriyle sağlamaya başlamıştır.

TCMB, Ağustos ayı başında finansal piyasalarda gözlenen aşırı oynaklığı engellemek ve piyasaların etkin işleyişini sağlamak amacıyla Türk lirası ve döviz likidite yönetimlerini destekleyen finansal istikrar odaklı bir dizi önlem almıştır. TCMB, döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle genele yayılan fiyat artışlarını gözeterek Eylül ayında güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiş; bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyine yükseltmiştir.

Fiyat istikrarına yönelik risklerin devam etmesi nedeniyle, Kurul, yılın son çeyreği boyunca ve 2019 yılı Ocak ayı toplantılarında, sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir.

2018 yılında, bu politika kararlarına ek olarak, TCMB artan döviz kuru oynaklığı ve sağlıksız fiyat oluşumları karşısında piyasaların etkin çalışmasını ve aktarım mekanizmasını desteklemek amaçlarıyla sahip olduğu araç setini genişletmiş ve en verimli şekilde kullanmıştır. Bu kapsamda, TCMB Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz işlemlerine başlamıştır. Kasım ayında Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası devreye alınmıştır. Söz konusu adımlar ile vadeli işlem piyasalarının derinleşmesine ve dolaylı olarak reel sektörün kur riski yönetimine katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Tablo 5.3.1: Yakın Dönemde Alınan Para Politikası Kararları ve Gereçekleri

Tarih	Politika Kararı	Gereçekleri
18 Ocak 2018	Geç likidite penceresi (GLP) borç verme faiz oranı yüzde 12,75’te sabit tutulmuştur.	Enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği vurgulanmıştır.
7 Mart 2018	GLP borç verme faiz oranı yüzde 12,75’te sabit tutulmuştur.	Bir önceki PPK açıklamalarına ek olarak ana eğilime ilişkin göstergelerde katılık ve çekirdek enflasyonun yüksek seyrettiği belirtilerek, para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği vurgulanmıştır.
25 Nisan 2018	GLP borç verme faiz oranı 75 baz puan artırılarak yüzde 13,50 seviyesine yükseltilmiştir.	Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlamada davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam ettiğine ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin söz konusu riskleri artırdığına dikkat çekilerek ölçülü bir parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir.
23 Mayıs 2018	GLP borç verme faiz oranı yüzde 13,5’ten yüzde 16,5’e yükseltilmiştir.	Piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve enflasyon beklentilerinde süregelen yükselişin genel fiyatlamada davranışlarına dair oluşturduğu riskler ışığında güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar verilmiştir.

28 Mayıs 2018	- Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faizi olmasına ve mevcut fonlama faizine (% 16,50) eşitlenmesine karar vermiştir. - Gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla -/+ 150 baz puanlık bir marj ile belirlenmiştir.	Para politikasının öngörülebilirliğini artırmak ve aktarım mekanizmasını güçlendirmek amacıyla para politikasının operasyonel çerçevesinde sadeleşme sürecini tamamlanmıştır.
7 Haziran 2018	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 16,5'ten yüzde 17,75'e yükseltilmiştir.	Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturduğu vurgulanmıştır.
24 Temmuz 2018	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 17,75 düzeyinde sabit tutulmuştur.	Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturması nedeniyle sıkı para politikasının uzun bir müddet korunmasının gerekebileceği belirtilmiştir.
6 Ağustos 2018	Rezerv opsiyonu mekanizması (ROM) kapsamında döviz imkânı oranı üst sınırı yüzde 45'ten yüzde 40'a düşürülmüştür.	Ağustos ayı başında finansal piyasalarda gözlenen aşırı oynaklığı engellemek amacıyla yaklaşık 2,2 milyar ABD doları tutarında döviz bankaların kullanımına geçirilmiştir.
13 Ağustos 2018	- Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülmüş, Türk lirası ve döviz likidite yönetiminde esneklikler sağlanmıştır. 13 Ağustos-14 Eylül 2018 tarihleri arasında haftalık repo ihalesi açılmayarak ortalama fonlama maliyeti yüzde 17,75'ten yüzde 19,25'e yükseltilmiştir.	Ağustos ayı başında finansal piyasalarda gözlenen aşırı oynaklığı engellemek ve piyasaların etkin işleyişini sağlamak için bir dizi önlem alınmıştır.
13 Eylül 2018	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 17,75'ten yüzde 24'e yükseltilmiş ve fonlamanın tamamı tekrar haftalık repo ihaleleri ile sağlanmaya başlanmıştır.	Döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiğine dikkat çekilerek fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmesine karar verilmiştir.
25 Ekim 2018	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur.	İç talep koşullarındaki zayıflamaya karşın fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklere vurgu yapılarak sıkı parasal duruşun korunmasına karar verilmiştir.
13 Aralık 2018	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur.	İthal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon görünümünde bir miktar iyileşme gözlenmekle birlikte fiyat istikrarına yönelik risklere vurgu yapılarak sıkı parasal duruş korunmuştur.
16 Ocak 2019	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur.	İthal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon görünümünde bir miktar iyileşme gözlenmekle birlikte fiyat istikrarına yönelik risklere vurgu yapılarak sıkı parasal duruş korunmuştur.

6. Kamu Maliyesi

Maliye politikası, 2018 yılında uygulamaya koyulan mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra, kamu yatırım ve özellikle tüketim harcamaları kanalıyla ekonomik büyümeye katkıda bulunmuştur. Yatırım, istihdam ve ihracatı artırmaya yönelik olarak uygulanan teşvikler kapsamında yapılan harcamalar, personel ve cari transfer giderlerindeki artışlar 2018 yılında bütçe açığının artmasında etkili olmuştur. Yılın ikinci yarısında iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamanın vergi gelirleri üzerindeki aşağı yönlü etkisine karşın vergi dışı gelirlerde ortaya çıkan olumlu performans bütçe açığındaki artışı sınırlandırmıştır.

Eylül ayında kamuoyuna açıklanan YEP çerçevesinde faiz dışı bütçe giderlerini kısmaya yönelik tedbirler ile vergi ve diğer bazı alacakların yeniden yapılandırılması; imar barışı ve bedelli askerlik kapsamında elde edilen vergi dışı gelirler bütçe dengesini olumlu yönde etkilemiştir.

2017 yılında, iktisadi faaliyeti desteklemeye yönelik olarak uygulanan genişletici maliye politikasıyla birlikte artan kamu finansman ihtiyacı, büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla karşılanmış; iç borç çevirme oranı yüzde 125,6 olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılında ise bütçe açığındaki artış ve net dış borçlanmadaki azalış büyük ölçüde iç borçlanmayla finanse edilirken, kamu mevduatı birikimleri de kısmen finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılmıştır. Bu dönemde iç borç çevirme oranı yüzde 98,1; dış borç çevirme oranı ise yüzde 70,4 olmuştur.

6.1 Bütçe Gelişmeleri

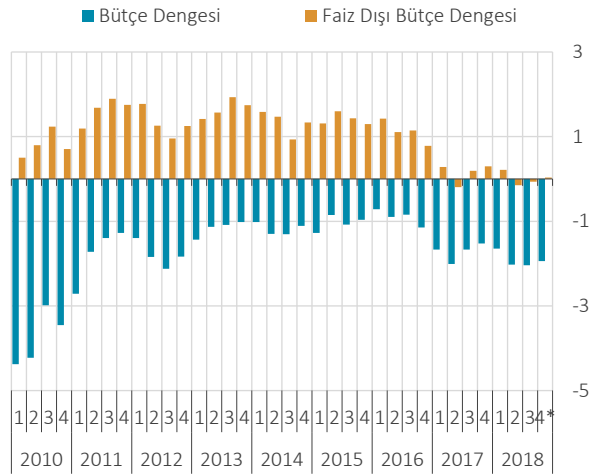
Merkezi yönetim bütçe dengesi 2018 yılında 72,6 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 1,3 milyar Türk Lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Vergi dışı gelirlerin güçlü performansı bütçe dengesini olumlu yönde etkilemiştir. Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermeye devam ettiği görülmektedir.

Tablo 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar TL)

	2017	2018	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	678,3	830,4	22,4	108,9
Faiz Giderleri	56,7	74,0	30,4	103,2
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	621,6	756,5	21,7	109,5
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	630,5	757,8	20,2	108,8
I. Vergi Gelirleri	536,6	621,3	15,8	103,7
II. Vergi Dışı Gelirler	93,9	136,5	45,4	140,2
Bütçe Dengesi	-47,8	-72,6	52,0	110,1
Faiz Dışı Denge	8,9	1,3	-84,9	23,3

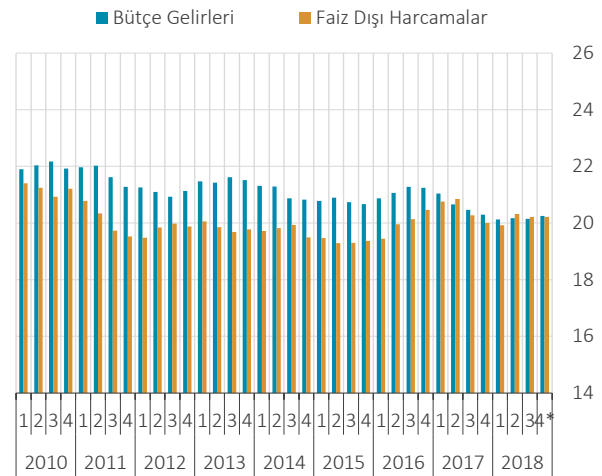
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

2018 yılı sonunda yıllıklandırılmış bütçe açığının GSYİH'ye oranının yüzde 1,9; faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının ise sıfır seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir (Grafik 6.1.1). Buna göre, söz konusu oranların 2018 yılı için YEP'te yer alan hedeflerle uyumlu olduğu görülmektedir.

Grafik 6.1.1: Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'nin Yüzdesi)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

*Tahmin.

Grafik 6.1.2: Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'nin Yüzdesi)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

*Tahmin.

Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının 2018 yılı son çeyreği itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre değişmeyerek yüzde 20,2 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranının ise geçen yılın aynı dönemine göre 0,2 puan artarak yine yüzde 20,2 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.2).

Merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderleri, 2018 yılında 2017 yılına göre yüzde 21,7 oranında artarak 756,5 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.2). Faiz dışı harcamalar içindeki en önemli kalem olan cari transferler 2018 yılında yüzde 19,3 oranında görece düşük bir artış sergilemiştir. Sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerinin düşük bir artış kaydetmesi, cari transferlerdeki artışı sınırlamıştır. Gelirden ayrılan paylarda görülen yüksek artışta savunma sanayi destekleme fonuna ve mahalli idarelere aktarılan paylardaki artışlar rol oynamıştır.

Tablo 6.1.2: Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları (Milyar TL)

	2017	2018	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Faiz Dışı Bütçe Giderleri	621,6	756,5	21,7	109,5
1. Personel Giderleri	162,1	200,9	23,9	109,7
2. SGK Devlet Primi Giderleri	27,3	34,4	26,0	111,6
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	63,6	71,7	12,8	108,6
4. Cari Transferler	270,9	323,1	19,3	107,9
a) Görev Zararları	7,4	7,4	0,5	106,3
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Yardım Gid.	132,5	148,4	12,0	109,4
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	12,7	14,6	14,4	100,3
d) Gelirden Ayrılan Paylar	72,6	96,1	32,4	107,0
e) Hane Halkına Yapılan Transferler	16,5	23,5	42,8	110,8
5. Sermaye Giderleri	71,0	88,0	24,0	127,9
6. Sermaye Transferleri	13,3	16,7	25,5	109,3
7. Borç Verme	13,3	21,7	63,1	107,1

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri, 2018 yılında 2017 yılına göre yüzde 20,1 oranında artarak 729,1 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.3). Genel bütçe gelirlerinin büyük çoğunluğunu oluşturan vergi gelirleri yüzde 15,8 gibi ılımlı bir oranda artarken, vergi dışı gelirlerdeki artış oranı bu rakamın üzerinde gerçekleşmiştir. Vergi dışı gelirlerde gözlenen belirgin artışta vergi ve prim borçlarının yeniden yapılandırılmasına yönelik olarak yapılan yasal düzenleme (7143 sayılı Kanun), imar affı ve bedelli askerlik çerçevesinde tahsil edilen tek seferlik gelirler önemli bir rol oynamıştır.

Doğrudan vergi kalemleri olan gelir ve kurumlar vergisi 2018 yılında görece yüksek oranlarda artmış ve yıl sonu hedeflerin üzerinde gerçekleşmiştir. Mayıs ayı ortasında akaryakıt ürünleri satış fiyatlarına yönelik olarak uygulamaya koyulan eşel-mobil sistemi ve Ekim ayı sonunda otomobil ve ticari araçlara yönelik olarak uygulanmaya başlanan vergi düzenlemeleri de ÖTV tahsilatında gözlenen gerilemede etkili olmuştur. İthalde alınan KDV’de gözlenen artışta ise döviz kurlarındaki yükseliş belirleyici olmuştur.

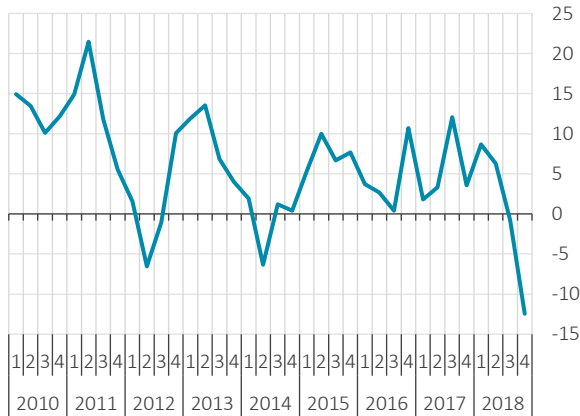
Tablo 6.1.3: Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri (Milyar TL)

	2017	2018	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)
Genel Bütçe Gelirleri	607,1	729,1	20,1	107,0
I-Vergi Gelirleri	536,6	621,3	15,8	103,7
Gelir Vergisi	112,4	139,0	23,7	113,2
Kurumlar Vergisi	52,9	78,7	48,7	119,6
Dâhilde Alınan KDV	55,6	56,4	1,4	85,4
ÖTV	138,3	133,9	-3,2	91,4
İthalde Alınan KDV	100,1	122,1	22,0	113,3
II-Vergi Dışı Gelirler	70,5	107,8	52,9	131,6
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	19,8	26,1	32,2	129,6
Faizler, Paylar ve Cezalar	35,6	71,3	100,4	153,4
Sermaye Gelirleri	11,7	7,8	-33,2	64,6

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

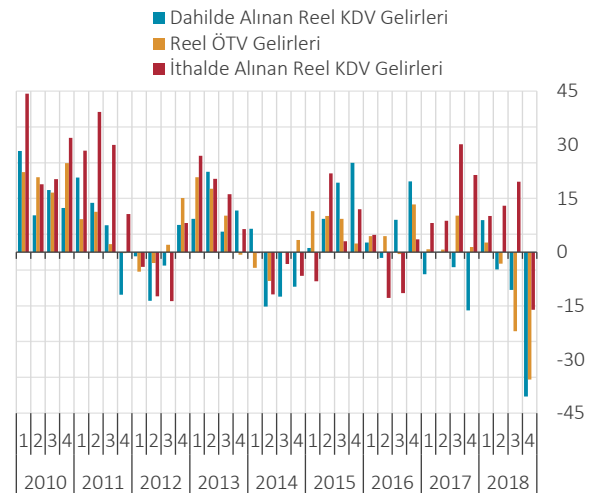
2018 yılı son çeyreği itibarıyla reel bazda tüm vergi gelirlerinin azaldığı görülmektedir (Grafik 6.1.3 ve Grafik 6.1.4).

Grafik 6.1.3: Reel Vergi Gelirleri (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre % Değişim)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Grafik 6.1.4: Reel KDV ve ÖTV Gelirleri (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre % Değişim)

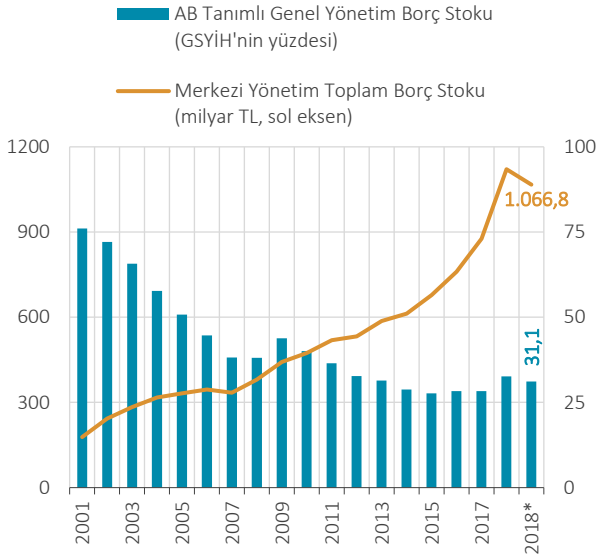


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

6.2 Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

AB tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYİH'ye oranı, yüzde 32,6 seviyesindedir (Grafik 6.2.1).

Grafik 6.2.1: Kamu Borç Stoku Göstergeleri

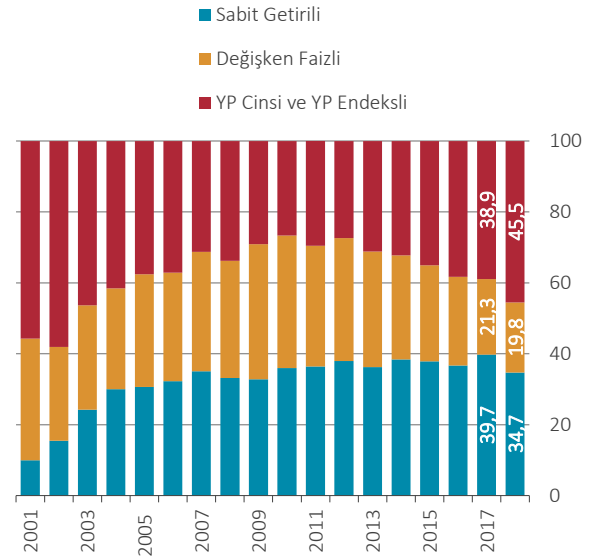


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Merkezi yönetim toplam borç stoku için 2018 yılı

Aralık ayı gerçekleşmesi, AB tanımlı genel yönetim borç stoku için YEP 2018 yılı gerçekleşme tahmini.

Grafik 6.2.2: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu* (%)

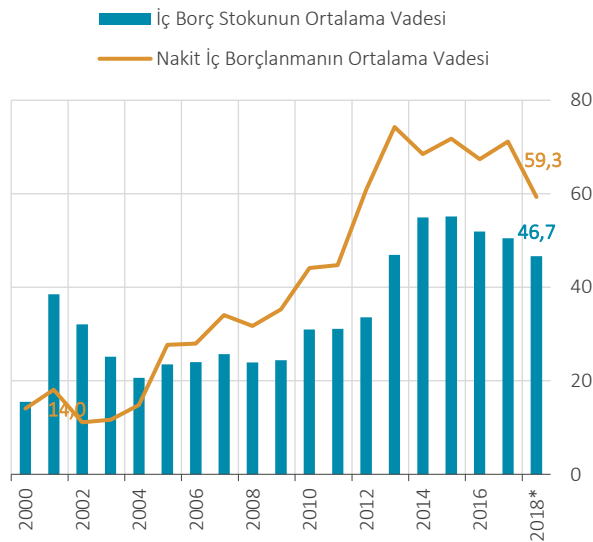


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Aralık ayı itibarıyla.

2018 yılı Aralık ayı itibarıyla, sabit getirili ve değişken faizli borç senetlerinin payı 2017 yılına göre azalırken, yabancı para cinsi ve yabancı paraya endeksli borç senetlerinin payı kurlardaki yükseliş nedeniyle artmıştır (Grafik 6.2.2). Söz konusu dönemde iç borçlanma, ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılmıştır.

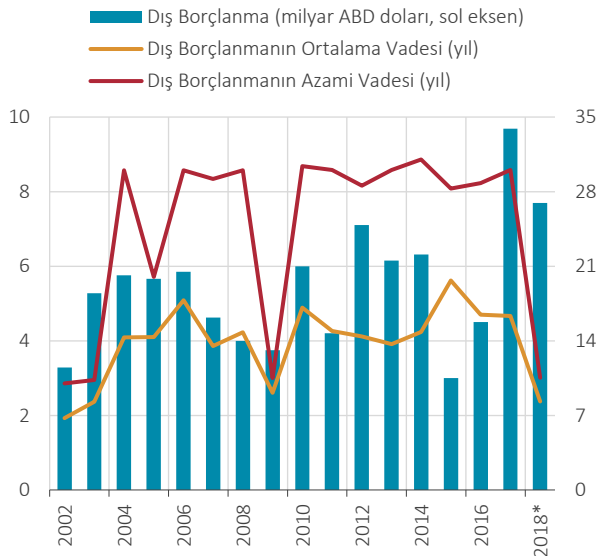
Grafik 6.2.3: Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Aralık ayı itibarıyla.

Grafik 6.2.4: Tahvil İhracı Yoluyla Dış Borçlanma



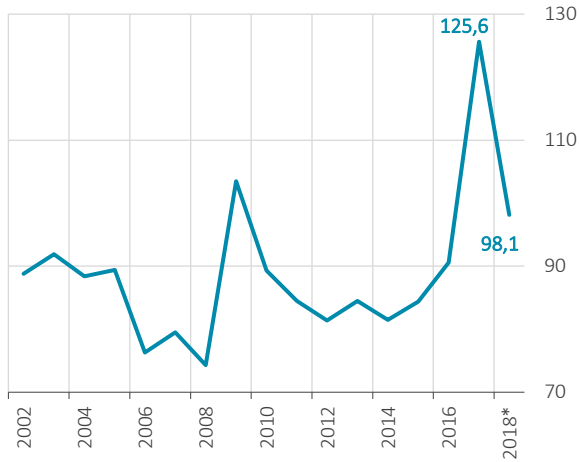
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Aralık ayı itibarıyla.

İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi 2018 yılı sonunda 46,7 ay düzeyindedir (Grafik 6.2.3). 2018 yılında, tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 7,7 milyar ABD doları olmuştur. Söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 8,3 yıl olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4). Dış borç çevirme oranı, 2018 yılında yüzde 70,4 olmuştur.

İç borç çevirme oranı, 2018 yılında yüzde 98,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). Bu dönemde kamu finansman ihtiyacı büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla karşılanmıştır; kamu mevduatı birikimlerinin bir kısmı da finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılmıştır. Ortalama iç borçlanma reel faiz oranı¹ ise Ekim ayını takip eden dönemde borçlanma maliyetlerinin görece düşük olması ve enflasyon beklentilerindeki artış nedeniyle bir miktar gerilemiştir (Grafik 6.2.6).

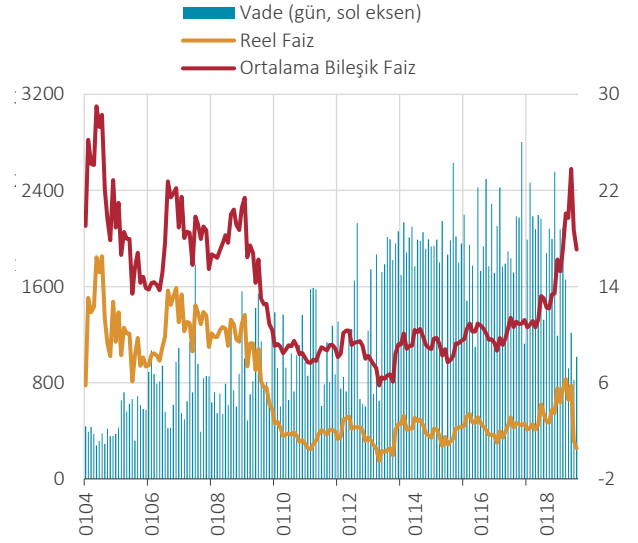
Grafik 6.2.5: Toplam İç Borç Çevirme Oranı (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Aralık ayı itibarıyla.

Grafik 6.2.6: Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı*



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

* Aralık ayı itibarıyla.

¹ Reel faizler, Hazine ihalelerinde gerçekleşen nominal faiz oranlarının TCMB Beklenti Anketinden alınan gelecek 12-aylık TÜFE beklentisinden arındırılması yoluyla hesaplanmıştır.

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

Tüketici enflasyonu, 2018 yılının son çeyreğinde düşüş göstererek Ekim Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin bir biçimde altında gerçekleşmiştir (Tablo 7.1.1). Bu dönemde Türk lirasındaki değerlenme ve uluslararası petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının öngörülere göre daha ılımlı gitmesinin yanı sıra geçici vergi indirimleri tüketici enflasyonu tahminlerindeki sapmada etkili olmuştur.¹ Enflasyondaki düşüşün alt gruplar geneline yayıldığı, geçici vergi indirimlerinin etkisi arındırıldığında dahi enflasyon ana eğiliminde yavaşlama olduğu gözlenmiştir. Bu gelişimde, geçen Rapor dönemine göre finansal piyasalardaki oynaklığın azalmasının fiyatlama davranışları üzerindeki olumlu yansımalarının yanı sıra talep koşullarındaki zayıflamanın da etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Aralık ayında açıklanan güncel milli gelir ve istihdam verileri iktisadi faaliyetin, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu öngörülleri ile uyumlu bir biçimde yavaşladığına işaret etmektedir. Çıktı açığı tahminleri yılın dördüncü çeyreği için aşağı yönlü güncellenirken, yılın ilk üç çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, net ihracatın büyümeye katkısının süreceği, finansal koşullardaki sıkılığın kademeli olarak azalacağı ve yıl genelinde maliye politikasının ekonomideki dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu görünüm altında iktisadi faaliyetin kademeli toparlanma eğilimine gireceği öngörülmektedir. Yılın ilk çeyreğinde reel ücretlerdeki artışın ve dayanıklı mallardaki vergi indirimlerinin süresinin uzatılmasının tüketici talebine bir miktar destek verebileceği değerlendirilmektedir (Grafik 7.2.3).

Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2018- III	2018-IV
Çıktı Açığı	-0,4 (-0,7)	-4,2 (-3,6)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	24,5 (24,5)	20,3 (23,5)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	23,7 (23,7)	20,2 (22,8)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

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

Ekim Enflasyon Raporu sonrası dönemde devam eden küresel oynaklıklara rağmen, Türkiye'ye ilişkin finansal piyasa göstergelerinde, enflasyon eğilimindeki düşüşün de katkısıyla bir miktar iyileşme gözlenmiştir. Bu dönemde, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları toparlanırken, Türkiye'de de ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarına portföy girişleri başlamıştır. TCMB'nin sıkı para politikası duruşunun da katkısı ile Türk lirası 2018 yılının Kasım ve Aralık aylarında diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmıştır. 2018 yılının son çeyreğinde finansal koşullardaki sıkılığın derecesi

¹ Yıl genelinde 2018 yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan güncellemelerin ve Ekim Enflasyon Raporu'nda verilen yıl sonu tahminlerdeki sapmanın nedenleri Kutu 7.1'de detaylı olarak anlatılmaktadır.

azalmakla birlikte, arz ve talep yönlü etkilere bağlı olarak kredi büyümesi düşük seviyelerde kalmıştır. Kredi-mevduat faiz farkı önceki döneme göre azalmakla beraber, tarihsel ortalamalarının üzerinde seyretmektedir.

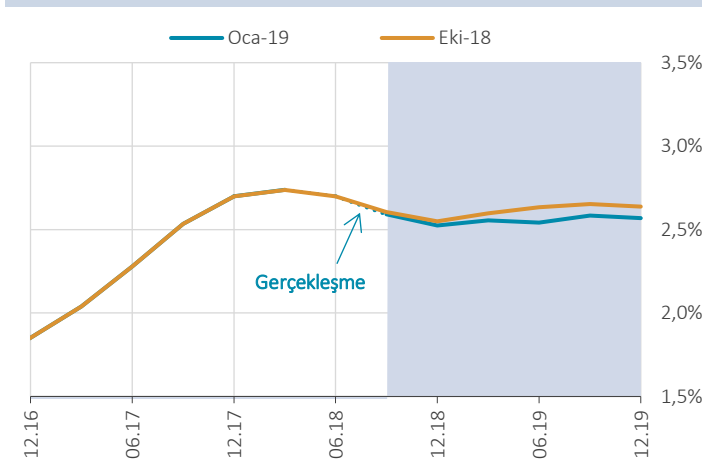
TCMB, Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırmanın ardından Ekim, Aralık ve Ocak ayı PPK toplantılarında politika faizini sabit tutarak sıkı duruşunu korumuştur. Para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle Türkiye'nin risk primi gerilerken, kısa vadeli DİBS faizleri, uzun vadeli getirilerin üzerinde seyretmeyi sürdürmüş, getiri eğrisi tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre önemli ölçüde aşağı gelmiştir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel Büyüme

Ekim Enflasyon Raporu sonrası dönemde küresel büyüme hızı özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğiliminin belirginleşmesi ile ivme kaybetmeye devam etmiştir. Küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliklerin de etkisiyle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler için 2019 yılı büyüme görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı da önümüzdeki dönem için bir miktar aşağıya çekilmiştir (Grafik 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin dış talep görünümünde, jeopolitik gelişmeler ve korumacılık söylemleri ile ilişkili olarak aşağı yönlü riskler daha belirgindir.

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



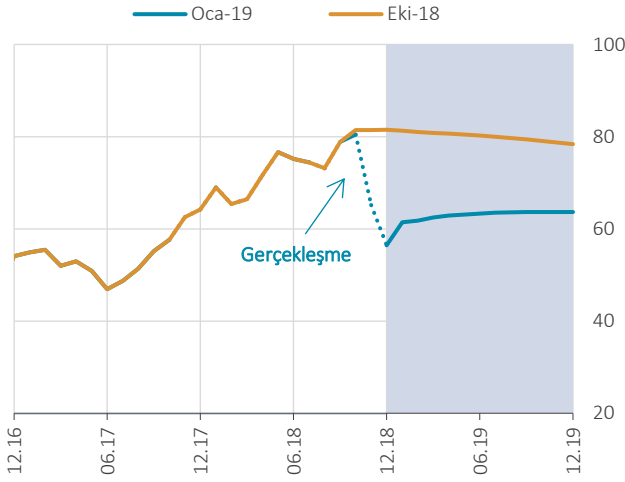
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

İthalat Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki düşüş ve ham petrol fiyatlarını belirleyen unsurların seyrine ilişkin görüşler çerçevesinde, Ekim Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için 80 ABD dolarından 63 ABD dolarına düşürülmüştür (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). Ancak, OPEC'in üretimi kısma kararına uyumun üye ülkeler arasında farklılaşması, Çin ve ABD arasında dış ticarete ilişkin süregelen müzakereler ve Fed politika normalleşmesinde yavaşlama gibi gelişmeler petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliği artırmaktadır. 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımına göre daha sınırlı olmakla birlikte aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

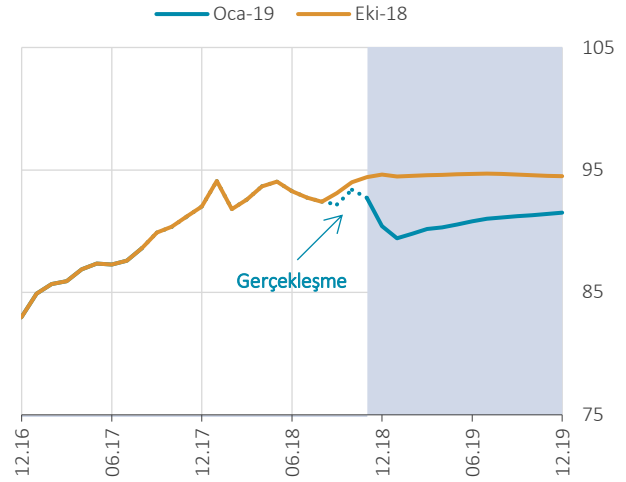
Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler*
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Ekim Enflasyon Raporu'ndan bu yana gelişmiş ülkelerin para politikalarında normalleşme devam etmiştir. Beklentilerle uyumlu olarak, Fed 2018 yılını dört faiz artışı ile tamamlamıştır. ECB ise varlık alımlarını sonlandırmıştır. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreçlerinin hız kaybedeceği beklentileri artmıştır. Fed, ECB, İngiltere ve Japonya için opsiyonların ima ettiği politika faizleri aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.3.1). Ayrıca Fed'in geçen yıl Mart ayındaki toplantısında üçe çıkardığı 2019 yılına ilişkin medyan faiz artış sayısı, Aralık toplantısında yeniden ikiye indirilmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre 2019 yılı itibarıyla bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

İşlenmemiş Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir diğer değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu yüzde 27,1 ile yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. 2019 ve 2020 yıl sonu gıda enflasyonu tahminleri sırasıyla yüzde 13 ve yüzde 10 olarak korunmuştur (Tablo 7.1.2).

Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası yılın son çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu dönemi öngörülleri ile uyumlu şekilde iktisadi faaliyetteki dengelenme sürecine katkı sağlamıştır. Yıl başında açıklanan elektrik ve doğalgaz indirimlerinin yanı sıra, döviz kurunun istikrarlı seyri ve petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak enerji fiyatlarında yukarı yönlü ayarlama yapma ihtiyacının azalmasıyla 2019 yılı enerji enflasyonuna ilişkin varsayımlar bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, 2019 yılında maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır.² Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür.

² Kutu 7.2, maliye politikasının çıktı açığı ve enflasyon oynaklığını düşürmedeki rolüne ilişkin teorik bir değerlendirme sunmaktadır.

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

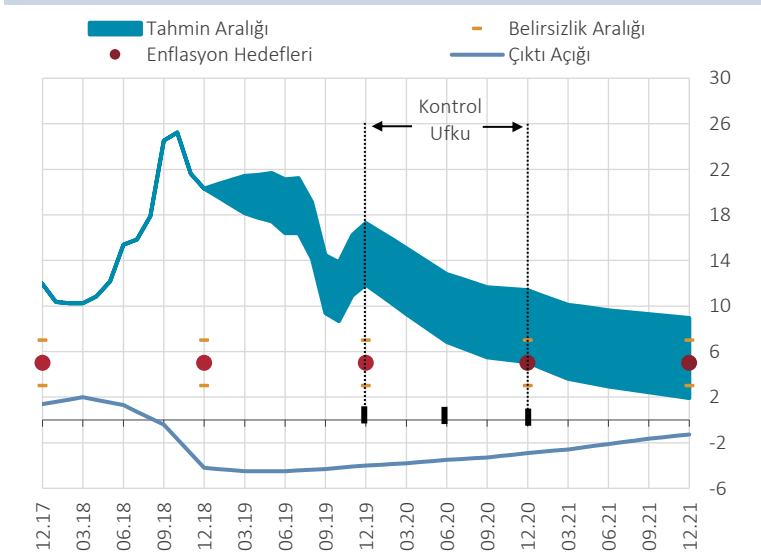
	2018	2019	2020
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,52 (2,55)	2,57 (2,64)	-
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	71,1 (74,6)	63,1 (80,0)	63,8 (76,2)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	5,3 (6,0)	-2,2 (1,3)	1,5 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	25,1 (29,5)	13,0 (13,0)	10,0 (10,0)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

7.2 Orta Vadeli Görünüm

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 14,6 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yılsonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,9 ile yüzde 17,3 aralığında (orta noktası yüzde 14,6), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,1 ile yüzde 11,3 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde, Türk lirasındaki değerlenme ve ham petrol fiyatlarındaki düşüş ile birlikte Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları gerilerken, belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıf seyrin de etkisiyle enflasyon ana eğiliminde yavaşlama gözlenmiştir. Talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması ve enflasyon ana eğiliminin yavaşlamasının yanı sıra, petrol ve ithalat fiyatları varsayımlarının özellikle 2019 yılı için belirgin ölçüde aşağı çekilmesi enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü güncellemede belirleyici rol oynamıştır (Grafik 7.2.2 ve Grafik 7.2.3). 2019 ve 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü güncellenmenin kaynakları Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

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

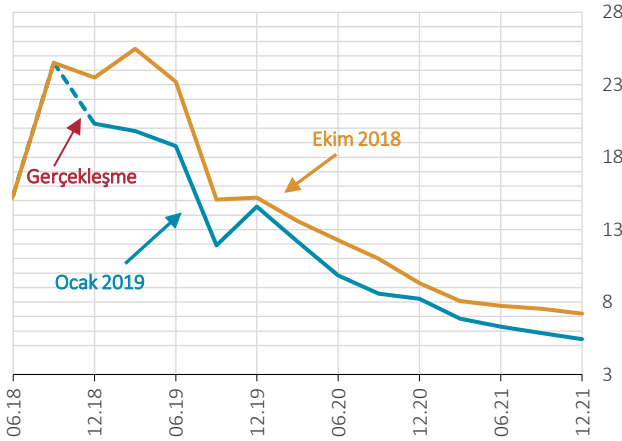
	2019	2020
2018-IV (Ekim 2018) Tahmini	15,2	9,3
2019-I (Ocak 2019) Tahmini	14,6	8,2
2018-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	-0,6	-1,1
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları)	-0,5	-0,3
Enflasyon Tahminindeki Sapma/Enflasyonun Ana Eğilimi	-0,4	-0,4
Çıktı Açığı	-0,3	-0,4
Vergi ile Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar	0,2	-
Ücret Ayarlamaları	0,4	-

Kaynak: TCMB.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 15,2'den yüzde 14,6'ya düşürülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımındaki gerileme yıl sonu enflasyon tahminine 0,5 puan düşürücü yönde katkı yaparken, yılın son çeyreğinde tüketici enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu tahminlere göre 3,2 puan aşağıda gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğiliminde vergi indirimi etkisi haricinde gözlenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan aşağı çekeceği değerlendirilmiştir. Bunun yanı sıra, elektrik ve doğalgaz indirimlerinden kaynaklanan aşağı yönlü etkilere karşın, vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyat varsayımındaki güncellenmenin enflasyon tahmini üzerindeki yükseltici etkisi 0,2 puan olarak öngörülmüştür. Ayrıca, önümüzdeki dönemde enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması beklenen çıktı açığının 2019 yılı enflasyon tahmini üzerindeki sınırlayıcı etkisi 0,3 puan olarak tahmin edilmiştir. Buna karşın, birim işgücü maliyetlerinin yıl sonu enflasyon tahminine 0,4 puan yükseltici etkide bulunacağı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,6 puan aşağı çekilmiştir.

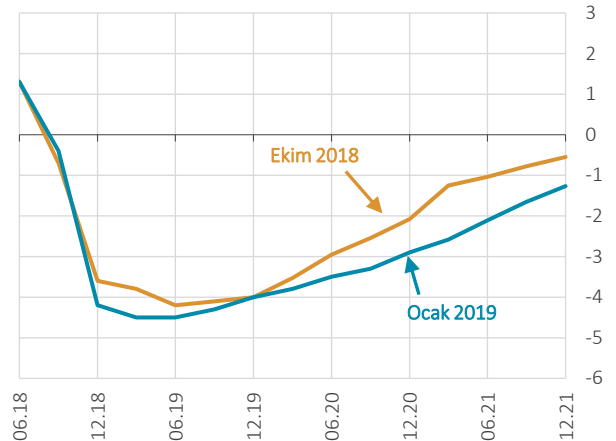
2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 9,3'ten yüzde 8,2'ye düşürülmüştür. Bir önceki Rapor dönemine göre 1,1 puanlık aşağı yönlü güncellenmenin 0,4 puanı 2019 yıl sonu enflasyon tahmininin düşürülmesinden ve enflasyon ana eğiliminde beklenen iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor dönemine göre 2019 yılı ikinci çeyreğinden itibaren daha zayıf seyretmesi beklenen talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2020 yılında da süreceği tahmin edilmektedir. Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2020 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine göre 0,4 puan aşağı çekmektedir. Petrol fiyatındaki gerileme ve reel kurda ılımlı değerlenme varsayımları altında Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2020 yılı enflasyonunu 0,3 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

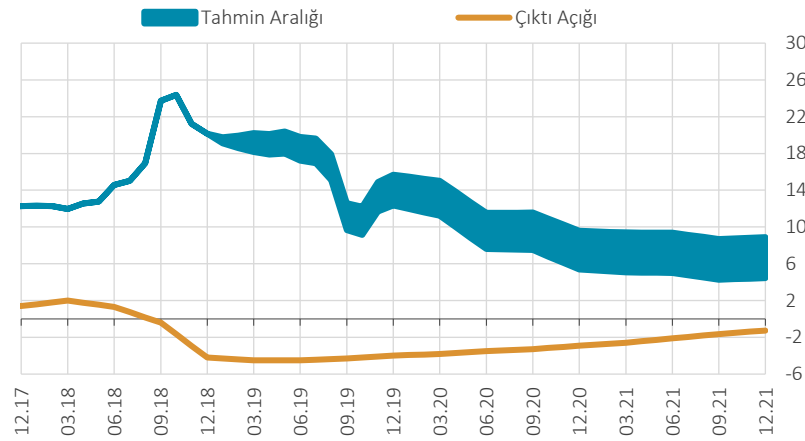
Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son dönemde gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun korunacağı ve para politikasının enflasyonu 2020 yılının ikinci çeyreğinde tek haneye, sonrasında da yüzde 5 hedefine düşürmeye odaklı bir şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Sıkı politika duruşu ile birlikte cari açığa devam etmesi beklenen dengelenme sürecinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlaması beklenmektedir.

Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün ve özellikle finansal istikrarı destekleyici politikaların kredi piyasası ve yurt içi talep üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlandırarak makro dengelere ve dezenflasyon sürecine olumlu katkı yapması beklenmektedir. Bu öngörüler, bankaların yurt dışı finansman koşullarının ve kredi arzının iyileştiği ve güvenin artmasıyla kredi kanalının etkin çalıştığı bir görünüm ile uyumludur. Bununla birlikte talep koşullarının yıl boyunca enflasyona düşürücü yönde katkı vereceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.3).

Bu görünüm altında, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlenme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede sıkı para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında 2020 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunda tek haneye, 2021 sonu itibarıyla ise yüzde 5 hedefine yakın seviyelere ulaşılacağı öngörülmektedir. Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş politika koordinasyonunun da 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. Bu nedenle, çekirdek enflasyon göstergelerine ilişkin tahminler de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. B endeksi yıllık enflasyonunun düşüş eğilimine gireceği 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

Gelinen noktada yüksek enflasyonun yalnızca maliyet artışları ve talep yönlü baskılardan kaynaklanmadığı, fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da fiyat artırma eğiliminin ekonominin geneline yayılmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Maliye politikasının dengelenme sürecine katkıda bulunması ve kamu kontrolündeki fiyatların ve vergilerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde oluşturduğu riskleri azaltmak için önümüzdeki dönemde sıkı para politikası duruşunun korunması önem arz etmektedir.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2019 Yıl Sonu	14,6	16,5	5,0
12 Ay Sonrası	13,8	15,9	5,0
24 Ay Sonrası	7,8	12,0	5,0

Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı Beklenti Anketi verileri.

7.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:

- Fiyatlama davranışına dair belirsizlikler ve beklenti oluşumundaki katılıklar;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Geçmiş endeksleme davranışına dair belirsizlikler;
- Gıda fiyatlarındaki olası oynaklıklar;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyri;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşma;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarında oynaklıklar.

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

Son dönemde açıklanan veriler ekonomideki reel uyarılmanın hızlı bir şekilde devam ettiğine ve dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon üzerindeki etkisinin belirginleştiği ve 2019 yılı boyunca enflasyondaki düşüşü destekleyeceği değerlendirilmekle birlikte, enflasyon beklentilerinin yüksek seyri, döviz kurundaki oynaklık ve ertelenmiş maliyet baskıları başta olmak üzere çeşitli unsurlar enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Enflasyonda son aylarda kaydedilen düşüşte toplam talepteki zayıflama ve para politikasındaki sıkılaşmanın yanı sıra, 2018 yılının son çeyreğinde başlayan ve 2019 yılının ilk çeyreğinde son ermesi öngörülen vergi indirimleri ve kısa dönemde etkili olan bazı arıza unsurlar da etkili olmuştur. Söz konusu geçici etkilerin geri alınma sürecinde enflasyon patikasının kısa vadede sergileyeceği görünüm büyük ölçüde firmaların fiyatlama davranışlarına bağlı olacaktır.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasındaki yerini korumaktadır. 2019 yılına ilişkin ücret artışlarının toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönde etkili olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak, işverene devlet desteğinin sürdürülmesi olası maliyet baskılarını kısmen sınırlayacağı tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyetteki yavaşlama ve zayıf seyreden istihdam imkânlarının asgari ücret haricindeki ücretler üzerindeki hafifletici etkisine rağmen, ücretlerde geçmiş enflasyona endeksleme davranışının güçlü olması enflasyondaki düşüşü yavaşlatabilecektir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde seyretmesi fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İktisadi birimlerin enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeyi, henüz tam olarak enflasyonun orta vadeli eğilimine yönelik bir iyileşme olarak değerlendirmedikleri görülmektedir.³ Beklentilerdeki bu gelişmeler, ücret ayarlamaları ve genel fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü risklerin sürmesine neden olmaktadır.

Makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak geriye dönük endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi açısından önem arz etmektedir.

TCMB son aylardaki kısmi iyileşmeye karşın fiyat istikrarına yönelik olarak devam eden riskler nedeniyle, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir. Kısa vadede para politikası kararları açısından belirleyici olacak asli unsur enflasyon görünümünde kalıcı olarak nitelendirilebilecek bir düşüş eğiliminin ortaya çıkması olacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. 2018 yılının

³ Enflasyon belirsizlik algısına dair göstergelerin seyri Kutu 3.1’de incelenmektedir.

son çeyreğinde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması nedeniyle gelişmiş ülkelerdeki para politikası normalleşme sürecinin önceki döneme göre daha az sıkı bir politika duruşuna yol açabileceği beklentisinin güçlenmesi, 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunlar gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkılaşmış olan kredi koşullarında Ekim ayından itibaren kademeli bir gevşeme gözlenmektedir. Söz konusu normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların, aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması, kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeterek para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek açısından önemlidir.

Son dönemde iktisadi faaliyette yurt içi talep kaynaklı olarak süregelen yavaşlama enflasyon üzerinde aşağı yönlü risklerin de söz konusu olduğuna işaret etmektedir. Gelişmiş ülke para politikalarına ve küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler sermaye akımları ve dış ticaret kanalı üzerinden büyümeye dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdümün, ana senaryoda esas alınan çerçeveden daha zayıf bir görünüm sergilemesi, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından bir risk olarak değerlendirilmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Ham petrol fiyatları ile diğer emtia fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde risk oluşturmaktadır. Ham petrol fiyatlarının yakın dönemde belirgin bir düşüş kaydetmesine karşın, ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülerini ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü, jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklığın sürmesi ise yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimlerinin küresel büyümeyi yavaşlatması durumunda emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir eğilim oluşması beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda ise, ham petrol, bazı endüstriyel metaller ve tarım fiyatlarında, Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlamada davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumuna dair belirsizlikler	Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı: - Enflasyonda kaydedilen yüksek seviyelerin fiyatlama davranışında ilave bozulmaya yol açarak geçmiş enflasyona endeksleme davranışını daha da güçlendirme ihtimali bulunmaktadır. ↑ - Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin birbirini besleyen bir sürece yol açarak enflasyon beklentilerine dair çıkanın zayıflaması söz konusu olabilecektir. ↑ - Birikimli maliyet baskıları ve firma kârlılıklarındaki düşüşe ilave olarak işletme sermayesi maliyetlerindeki artış, çıktı açığı ile enflasyon arasındaki tarihsel ilişkinin değişmesine yol açabilecektir. ↑ - Tütün ürünlerinde Ocak ayında yapılan vergi ayarlamalarının sonrasında sektör fiyatlarında henüz bir ayarlama görülmemesi enflasyon tahminleri üzerinde tütün ürünleri kaynaklı risklere işaret etmektedir. ↑ - Enflasyonla Topyekûn Mücadele programı kapsamında gerçekleşen indirimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin büyüklüğü ve kalıcılığına dair belirsizlikler kısa vadeli enflasyon tahminleri üzerinde etkili olabilecektir. ↑	- Temel enflasyon göstergeleri - Yayılm endeksleri - Beklenti Anketi - Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışının güçlenmesi - Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri - Çeşitli çıktı açığı göstergeleri - Sektörler itibarıyla firmalar kesimi finansal tabloları ve TGA'lar - Enflasyon ve döviz kuru beklentileri
Geçmişe endeksleme davranışına dair belirsizlikler	Fiyatlama Davranışı ve Beklentiler: - Ücretlerde geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü oluşu, ücret enflasyonun iş çevrimlerine duyarlılığını sınırlandırabilecek ve enflasyondaki düşüşün daha yavaş gerçekleşmesine neden olabilecektir. ↑ - İşgücü maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde işverenlere sağlanan devlet desteği ve verimlilik artışlarıyla telafi edilemediği durumda, tüketici fiyatlarına daha fazla yansımaya söz konusu olabilecektir. ↑ Talep Kanalı: 2019 yılında gerçekleşmesi beklenen reel ücret artışları toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑	- Reel birim işgücü maliyetleri - Reel kazanç endeksleri - Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri - Özel sektör ücret belirlenme süreci - Tüketim harcamaları
Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması	Küresel Para Politikaları: Gelişmiş ülkelerde parasal sıkılaştırma süreçlerine ve korumacı ticaret politikalarına dair belirsizliklerin yükselmesi, gelişmiş ülkelerde finansal piyasalardaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunlar gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yavaşlamasına yol açabilecektir. ↑	- Küresel risk iştahı göstergeleri - Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı - Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler

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

	Küresel Risk İştahı: - Korumacı ticaret politikaları küresel büyümeye dair endişeleri tetikleyerek küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecektir. ↑ - ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit sürecine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, İtalya'nın yüksek kamu borcu, petrol fiyatlarında sert düşüş ve gelişmiş ülke para birimlerindeki artan oynaklık küresel risk iştahını sınırlayabilecektir. ↑	Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler
Firmaların finansman imkânlarındaki sıklığının etkisini sürdürmesi	Bilanço Kanalı: - Firma bilançolarında döviz kurları ile girdi maliyetlerindeki artış kaynaklı bozulma ile nakit akışındaki yavaşlama, iktisadi faaliyette mevcut Rapor'da öngörülenden daha belirgin bir yavaşlamaya yol açabilecektir. ↓ - Finansal güçlüklerle bağlı olarak borcunu ifa edemeyen firma sayısının yükselmesi ülke risk primi üzerinde de olumsuz etkide bulunabilecektir. ↑ - Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle kredi koşullarının sıkılaşması söz konusu olabilecektir. ↓ Banka Kredi Verme Kanalı: - Bankaların SYR'lerindeki düşüş kredi arzı üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir. ↓	- Kamu ve özel banka ayırımında kredi büyümesi gelişmeleri - Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler - Sektörler ve kredi türleri cinsinden TGA'lar, karşılıksız çekler ve protestolu senetler - İşsizlik sigortası ve Ücret Garanti Fonu'ndan yararlanan kişi sayısı - Firma tahvil ihraçlarının getiri farkı - Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi) - Finansal ve reel kesim bilançoları, finansal fon akımları - Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel) - Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri
Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	Talep Kanalı: - 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 zayıflatılabilecektir. ↑ Risk Primi: - İktisadi faaliyetteki zayıflamaya bağlı olarak vergi gelirlerinin azalması veya kamu harcama eğiliminin artması kanalıyla bütçe dengesinin YEP'te öngörülen seviyelerden belirgin şekilde farklılaşması, kamu borçlanma gereğini artırarak ülke risk primini yükseltebilecektir. ↑ Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları: - Kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikadan belirgin ölçüde yukarıda kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir. ↑	- Yeni Ekonomi Programı ve 2019 yılı bütçesi çerçevesinde alınması öngörülen maliye politikası tebirleri - Para ve maliye politikası etkileşimine dair gelişmeler - Yurt içi talep göstergeleri - Maliye politikası tedbirlerine duyarlı harcama kalemlerindeki gelişmeler - Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları - Bütçe, cari işlemler ve diğer ödemeler dengesi göstergeleri - Çıktı açığı tahminleri

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

Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların artması	Risk Primi: Ülke risk primini belirleyen unsurlardaki gelişmelere bağlı olarak Türkiye'ye yönelik risk algısının bozulması veya küresel finansal piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalardan kaynaklanabilecek bulaşıcılık etkisi ülke risk primini olumsuz etkileyebilecektir.	↑	- İma edilen kur oynaklıkları - Risk primi göstergeleri - Küresel risk iştahı göstergeleri - Döviz kurları
Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması	Dış Talep: - Söz konusu politikaların başta ABD ve Çin ekonomisi olmak üzere küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü etkide bulunması mümkündür. Bahsi geçen ek gümrük tarifesi Avrupa Birliği'nde iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu durumda Türkiye'nin dış talebinde görülebilecek zayıflama kapasite baskılarını azaltılabilecektir. - Talebin bazı sektörlerde korumacı önlemlere maruz kalan ülkelerden Türkiye'ye yönelmesi durumunda sektörel kapasite baskıları hissedilebilecektir. Küresel Enflasyon ve Finansal Koşullar: - Korumacı önlemlerin taraf ülkelerde enflasyona yol açması nedeniyle para politikalarının tepki vermesi küresel finansal koşulları sıkılaştırarak Türk lirasında değer kaybına neden olabilecektir.	↓ ↑	- Korumacı ticaret politikalarındaki gelişmeler - İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi - Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri - Sektörel faaliyet ve fiyat verileri - Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi
Ham petrol ve ithalat fiyatları	İthalat Fiyatları: - Jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklık, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk unsuru oluşturmaktadır. - Küresel büyümedeki zayıflamaya dair riskler ise orta vadede emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü etkide bulunabilecektir. - ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda ise, ham petrol, bazı endüstriyel metaller ve tarım fiyatlarında, Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir.	↑ ↓ ↑	- Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi - OPEC kararları - Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler - İthalat ve cari işlemler dengesi
Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi	İşlenmemiş Gıda Fiyatları: - Son dönemde uzun vadeli eğilimlere kıyasla yüksek artış sergileyen işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülen düzeltmenin gecikmesi durumunda enflasyon beklentileri de olumsuz etkilenebilecektir. - Başta ekmek-tahıllar, süt ve et gibi gıda gruplarında olmak üzere olmak üzere bazı sektörlerde tüketici fiyatlarına yansımaları bir süredir ertelenmiş bulunan maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılması durumunda enflasyon üzerinde ek bir baskı oluşabilecektir.	↑ ↑	- Alt kalemler ve maddeler itibarıyla gıda fiyatlarındaki gelişmeler - İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması - Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri

* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑, ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. Enflasyon tahmini üzerinde net etkinin tam olarak belli olmadığı durumlar için ↔ işareti kullanılmıştır. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.

Kutu 7.1

2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, enflasyon gelişmelerine ilişkin kapsamlı değerlendirmelerini, yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu çerçevede bu kutuda, geçtiğimiz yıl içinde yayımlanan Enflasyon Raporlarında verilen 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri ve bu tahminlerin ardında yatan temel varsayımlardaki güncellemeler özetlenmektedir.

2018 yılının ilk yarısında petrol fiyatlarındaki yükselişin de etkisiyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ve çıktı açığı öngörülerine ilişkin yukarı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminlerindeki revizyonlarda önemli rol oynamıştır. Yılın ikinci yarısında ise Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybının etkisiyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına, gıda enflasyonuna ve enflasyonun ana eğilimine ilişkin varsayımlarda yapılan yukarı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahmininin belirgin ölçüde yükseltilmesine neden olurken, finansal piyasalarda görülen oynaklık artışının etkisiyle finansal koşulların öngörülerin üzerinde sıkışması sonucu çıktı açığı öngörülerini bu dönemde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1).

Tablo 1: 2018 Yılı İçin Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıl Sonu % Değişim)	7,0	7,0	13,0	29,5	25,1
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)	2,7	2,9	2,6	2,5	2,5*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama % Değişim)	7,4	4,8	6,3	6,0	5,3*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (Yıllık Ortalama, ABD doları)	66	68	73	75	71

Kaynak: TCMB.

* Ocak 2019 itibarıyla tahminler.

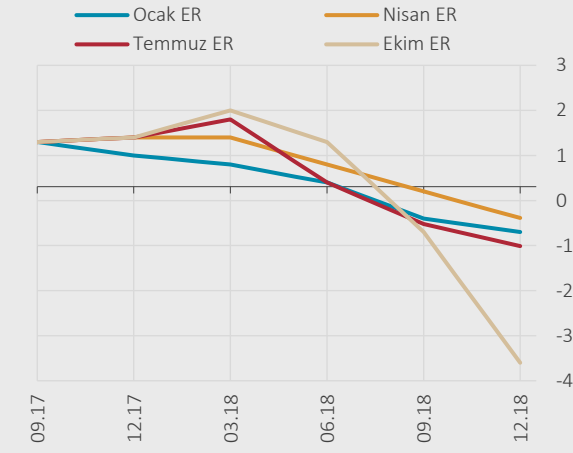
2018 yıl sonu enflasyon oranı yüzde 20,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yıl genelinde enflasyonda gözlenen yükselişte küresel ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle Türk lirasında gözlenen değer kaybı belirleyici olmuştur. Bu gelişmeler, özellikle döviz kuru değişimlerine duyarlı olan kalemlerde yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonu belirgin ölçüde yükseltirken, belirsizlik algısındaki artışın da etkisiyle enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları da olumsuz yönde etkilenmiştir. Bunun yanında başta işlenmemiş gıda fiyatları olmak üzere gıda fiyatlarında oluşan oynaklıklar 2018 yılında enflasyonun artmasında etkili olan diğer unsurlar arasındadır.

Ocak Enflasyon Raporu (2018-I)

2017 yılı ikinci yarısı itibarıyla enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar artmıştır. Bu artışta Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısında değer kaybetmesi ve bu değer kaybının birikimli etkileri ile başta petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen artış belirleyici olmuştur. Maliyet yönlü baskıların yanı sıra, iktisadi faaliyetteki güçlü seyre bağlı olarak toplam talep koşulları da enflasyondaki yükselişe katkı yapmıştır. Bu dönemde tahminler oluşturulurken sıkı para politikasının yanı sıra söz konusu maliyet baskılarının enflasyon üzerindeki etkilerinin kademeli olarak zayıflayacak olmasının 2018 yılında enflasyona düşüş yönünde katkı yapacağı değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Ayrıca 2018 yılında iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin

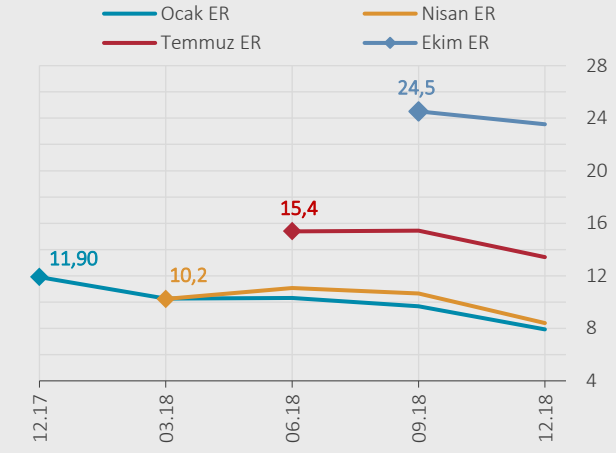
daha ılımlı bir seyir izlemesinin yanı sıra para ve maliye politikalarının güçlü bir eşgüdüm ile sürdürülmesinin de enflasyondaki düşüşü destekleyeceği belirtilmiştir. Bu çerçevede, enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında 2017 yılı sonu itibarıyla yüzde 11,9 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonunun, 2018 yılı sonunda yüzde 7,9'a gerileyeceği tahmin edilmiştir.

Grafik 1.a: 2018 Yılına İlişkin Ortalama Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.b: 2018 Yılı Boyunca Enflasyon Tahminindeki Güncellemeler



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

** Serilerin başlangıç noktaları gerçekleşen değerleri göstermektedir.

Nisan Enflasyon Raporu (2018-II)

Tüketici enflasyonu 2018 yılı ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu seyretmesine karşın, özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren döviz kuru ve petrol fiyatlarında yaşanan gelişmeler enflasyon görünümünde maliyet yönlü baskıları artırmıştır. Bunun yanı sıra, iktisadi faaliyetteki öngörülenin ötesinde güçlü seyir de enflasyondaki yükselişe katkı yapmıştır. Nitekim milli gelir verilerinin geriye dönük yukarı yönlü güncellenmesi ve 2018 yılı ilk çeyreğine ilişkin verilerin işaret ettiği güçlü iç talep görünümü, çıktı açığı tahminlerinde bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü belirgin bir güncelleme yapılmasına neden olmuştur (Grafik 1.a). Bu çerçevede, petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımı ve çıktı açığında yapılan güncellemeler sonrası yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 8,4 olarak tahmin edilmiştir.

Temmuz Enflasyon Raporu (2018-III)

2018 yılının ikinci çeyreğinde, tüketici enflasyonu Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları ve işlenmemiş gıda ürünleri başta olmak üzere gıda fiyatlarında gözlenen artışların öngörülerin oldukça üzerinde kalması bu dönemde enflasyon tahminlerinde gözlenen sapmada etkili olmuştur.

2018 yılı ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetin Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinden bir miktar daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Öte yandan, Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybı ve yükselen belirsizlik algısının etkisiyle finansal koşulların öngörülerin üzerinde sıkılaşmasının talep koşullarındaki yavaşlamayı Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre daha da hızlandıracağı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2018 yılı çıktı açığı tahminleri son üç çeyrek için bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.a).

2018 yılı ikinci çeyreğinde petrol ve emtia fiyatları artış eğilimini sürdürmüş, işlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu ise Nisan Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak petrol, ithalat fiyatları ve gıda fiyatları enflasyonu varsayımları yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda büyük ölçüde petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımının yukarı çekilmesi nedeniyle 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini 5 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 13,4 olarak belirlenmiştir.

Ekim Enflasyon Raporu (2018-IV)

Tüketici enflasyonu, 2018 yılı üçüncü çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyon tahminlerindeki sapmada Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri ve enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler neticesinde beklenti ve geçmişe dönük endeksleme kanallarıyla bozulan fiyatlama davranışları etkili olmuştur.

2018 yılının ikinci çeyreğine ait açıklanan veriler söz konusu dönemde iktisadi faaliyetin Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinden daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri ikinci çeyrek için geriye dönük olarak sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellenirken, finansal koşulların öngörülerin üzerinde sıkılaşmasının etkisiyle talep koşullarındaki yavaşlamanın hız kazanacağı ve çıktı açığının son çeyrekte belirgin bir biçimde derinleşeceği tahmin edilmiştir (Grafik 1.a).

Yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda yaşanan hızlı değer kaybı ve kurdan enflasyona geçişkenlikteki artış nedeniyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının enflasyonu yükseltici etkisi belirgin şekilde artmıştır. Ayrıca, bu dönemde akaryakıt dışı enerji fiyatlarında Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde bir artış gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, yılın üçüncü çeyreğinde gıda enflasyonuna dair görünüm de bozulmuştur. Tüm bu gelişmelere bağlı olarak, Ekim Enflasyon Raporu'nda, 2018 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki rapora göre 10,1 puan yükselterek yüzde 23,5 olarak belirlenmiştir.

2018 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

Yıl sonuna ilişkin Ekim Enflasyon Raporu tahminleri gerçekleşmenin 3,2 puan üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede, yılın son çeyreğinde Türk lirasındaki değerlenme ve petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının öngörülere göre daha ılımlı gitmesinin etkili olmuştur. Ayrıca, son dönemde finansal piyasalarda görülen yüksek oynaklığın azalmasının da fiyatlama davranışlarına olumlu yansımaları görülmüş, iktisadi faaliyetteki zayıf seyrin talep koşullarını baskılamasıyla özellikle yılın son iki ayında enflasyonun ana eğilimi belirgin şekilde gerilemiştir. Otomobil, beyaz eşya ve mobilyada Ekim Enflasyon Raporu sonrasında açıklanan geçici ÖTV indirimlerinin etkisiyle temel mal grubu enflasyonundaki yavaşlama da tüketici enflasyonunu aşağı yönlü etkilemiş ve enflasyon eğilimindeki düşüşü desteklemiştir. Söz konusu unsurların 2018 yıl sonu enflasyon tahmin hatasına yaptıkları katkılar Tablo 2'nin son sütununda sunulmuştur.

Tablo 2: 2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	7,9	8,4	13,4	23,5
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (Puan Katkı)*				
	Nis – Oca	Tem – Nis	Eki – Tem	Ara – Eki
Gıda	0,0	1,4	3,8	-1,0
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	0,4	2,3	4,1	-0,6
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,0	1,3	2,5	-0,5
Çıktı Açığı	0,1	-0,1	-0,3	-0,1
Alkol, Tütün ve Diğer Vergi Ayarlamaları	0,0	0,1	0,0	-1,0

Kaynak: TCMB.

* Tablodaki ilk üç sütun, birbirini takip eden iki enflasyon raporu arasındaki yıl sonu tahmin farkının; son sütun ise Ekim Enflasyon Raporu tahmini ile yıl sonu enflasyon gerçekleşmesi arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2018 yıl sonu enflasyonu yüzde 20,3 olarak gerçekleşmiştir.

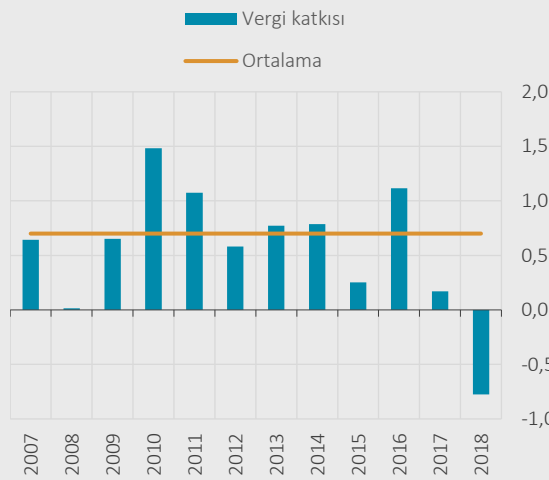
Özetle, 2018 yıl sonuna dair enflasyon tahminleri, yıl içinde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yükseliş, gıda fiyatlarındaki gelişmeler ve fiyatlama davranışlarında görülen bozulmadan ötürü kademeli olarak yükseltilmiştir (Grafik 1.b). 2018 yıl sonu gerçekleşmesi ile Ekim ayındaki yıl sonu tahmini arasındaki farkta Türk lirasındaki ılımlı seyir ve petrol fiyatlarındaki gerileme ile Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki düşüşün hızlanması, vergi ayarlamalarının etkisi ile gıda fiyatlarındaki ve enflasyonun ana eğilimindeki düzeltme belirleyici olmuştur. TCMB, Enflasyon Raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

Kutu 7.2

Yapısal Bir Genel Denge Modeli Çerçevesinde Para ve Maliye Politikalarının Etkileşimi

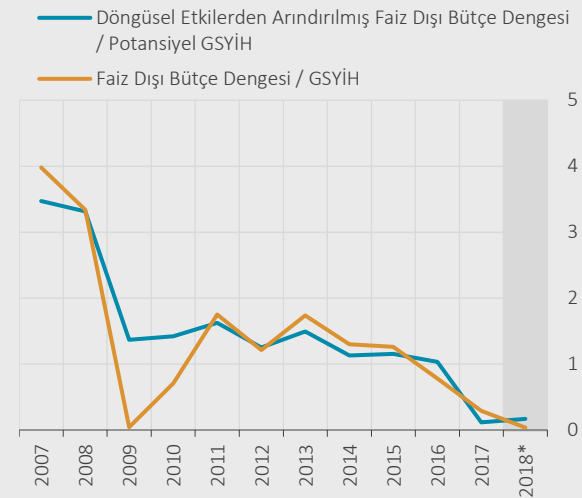
Türkiye ekonomisinin küresel ve jeopolitik birçok farklı şokla karşı karşıya kaldığı son yıllarda, söz konusu şokların etkilerini sınırlamak ve politika ödünleşimlerini azaltmak adına para ve maliye politikası arasındaki etkileşim ve koordinasyon büyük önem kazanmıştır. 2016 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda temelde döviz kuru ve ithalat fiyatları kaynaklı olarak gözlenen yükselişe karşı para politikası duruşu kademeli olarak sıkılaştırılırken, ekonomideki yavaşlamanın önüne geçmek ve kredilerdeki daralmanın olumsuz bir döngüye yol açmasını engellemek adına mali disiplinin oluşturduğu alan kullanılarak bir dizi maliye politikası tedbiri alınmıştır. Nitekim, 2017 yılında maliye politikası iktisadi faaliyeti desteklerken aynı zamanda vergi ayarlamalarının enflasyondaki yükselişi sınırlayacak şekilde belirlenmesi sağlanmıştır (Grafik 1 ve 2). 2018 yılında akaryakıt fiyatlarına uygulanan eşel mobil sistemi de son dönemde maliye politikası tarafından enflasyon oynaklığını azaltmaya yönelik olarak devreye giren uygulamalara önemli bir örnek teşkil etmektedir (Kutu 3.2). Bu çerçevede, bu kutuda para politikası çerçevesi veriyken, maliye politikasının borç istikrarı sağlamanın yanı sıra enflasyon ve çıktı açığındaki dalgalanmaları en aza indirme amacı doğrultusunda oluşturulduğu bir durumda, enflasyon ve çıktı açığı oynaklığının nasıl etkilendiği üzerinde durulmaktadır.

Grafik 1: Vergi Ayarlamalarının Enflasyona Katkısı (%)



Kaynak: TCMB; TÜİK.

Grafik 2: Döngüsel Etkilerden Arındırılmış Faiz Dışı Bütçe Dengesi (Potansiyel GSYİH'ye Oran Olarak, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TCMB hesaplamaları.

* Tahmin.

Kutuda, para ve maliye politikalarının etkileşimi Türkiye için tahmin edilmiş küçük ölçekli yapısal dinamik bir genel denge aracılığıyla incelenmektedir. Kullanılan model akademik yazında sıklıkla yer alan toplam arz, toplam talep, para politikası faiz kuralı, maliye politikası harcama ve vergi kuralları ile borç dinamiği denklemlerinden oluşmaktadır. Modelin ayrıntılı anlatımı Büyükbasaran, Çebi, Küçük (2018) çalışmasında yer almaktadır. Bu kutuda yer alan analiz için maliye politikası harcama ve vergi kuralları önem arz etmektedir:

$$\text{Harcama Kuralı} \quad \hat{g}_t = \rho_g \hat{g}_{t-1} + (1 - \rho_g)[g_y \hat{y} gap_{t-1} + g_b \hat{b}_t] + \epsilon_t^g \quad (1)$$

$$\text{Vergi Kuralı} \quad \hat{t}_t = \rho_t \hat{t}_{t-1} + (1 - \rho_t)[t_y \hat{y} gap_{t-1} + t_b \hat{b}_t] + \epsilon_t^t \quad (2)$$

Denklem (1) ve (2)'de tanımlanan maliye politikası kuralları borç istikrarına ve çıktı açığına tepki vermektedir. $\hat{y}gap$ çıktı açığını yani gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) potansiyel değerinden yüzde sapma oranını ifade etmektedir. $\hat{g}_t$, $\hat{t}_t$ ve $\hat{b}_t$ ise sırasıyla bütçe harcamalarının, vergi gelirlerinin ve kamu borç stokunun GSYİH'ye oranını ifade etmektedir. Denklem (1)'de yer alan g_y ve g_b parametreleri kamu harcamalarının sırasıyla çıktı açığına ve borç stokuna olan duyarlılığını göstermektedir. Denklem (2)'de yer alan t_y ve t_b parametreleri ise vergi gelirlerinin sırasıyla çıktı açığına ve borç stokuna olan duyarlılığını göstermektedir. Maliye politikası araçlarının borç stokuna ve çıktı açığına olan duyarlılığının belirlenmesinde mali yumuşatma katsayıları da (ρ_g ve ρ_t) önemli bir rol oynamaktadır. Kamu kesiminin harcama ve vergi politikalarında yaptığı düzenleme ve değişikliklerle g_y , g_b , t_y ve t_b parametrelerini değiştirebildiği varsayılmaktadır. Kısaca farklı harcama ve vergi politikaları farklı g_y , g_b , t_y ve t_b parametre değerlerine denk gelmektedir. Maliye politikaları oluşturulurken bütçe dengesi, büyüme ve enflasyon gibi makro denge açısından önemli değişkenler dikkate alınmaktadır. Birden fazla değişkenin aynı anda politika amaç fonksiyonunda yer alması halinde ise özellikle bu değişkenler arasında türlü ödünleşimlerin olduğu durumlarda hangi değişkene öncelik verildiğine göre farklı maliye politikaları uygulanabilmektedir. Maliye politikası uygulamalarındaki farklılıklar ise ekonomideki kaynak dağılımının ve makro dengelerin değişmesine neden olmaktadır.

Örneğin borç stokunun görece yüksek olduğu bir dönemde, borç stoku istikrarını önceliklendiren bir maliye politikası çerçevesi düşük büyüme nedeniyle azalan vergi gelirlerini göz önünde bulundurarak kamu harcamalarında görece daha büyük bir kesintiye gitmeyi seçebilirken, aynı durumda büyüme görünümüne öncelik veren bir maliye politikası borç stokunu artırma pahasına da olsa harcama artışına karar verebilmektedir. Bu kutuda maliye politikasının amaç fonksiyonunda bütçe disiplinine, büyümeye ve fiyat istikrarına farklı öncelikler vermesinin makro dengeler açısından ne gibi sonuçlar doğurabileceğini göstermek amacıyla bir analiz yapılmıştır. Maliye politikasının farklı önceliklendirmelerini temsil etmek üzere dört farklı amaç (kayıp) fonksiyonu seçilmiştir:

$$L1 = 0,01var(\pi) + 0,2var(ygap) + 1,0var(b) \quad (3)$$

$$L2 = 0,01var(\pi) + 1,0var(ygap) + 0,2var(b) \quad (4)$$

$$L3 = 1,0var(\pi) + 1,0var(ygap) + 0,2var(b) \quad (5)$$

$$L4 = 1,0var(\pi) + 1,0var(ygap) \quad (6)$$

Burada $var(x)$, x değişkeninin yapısal genel denge modelinden gelen varyans (oynaklık) değerini, π enflasyonu, $ygap$ çıktı açığını ve b borç stokunu temsil etmektedir. Maliye politikasının L1,L2,L3 ve L4 kayıp fonksiyonlarını en aza indirecek şekilde g_y , g_b , t_y ve t_b parametrelerini seçtiği varsayılmıştır. Burada L1 borç disiplini önceliklendiren, L2 çıktı açığı görünümünü önceliklendiren, L3 enflasyon görünümü ve çıktı açığına öncelik verirken bütçe disiplini de göz ardı etmeyen, L4 ise enflasyon ve büyüme görünümüne eşit değer veren bir maliye politikasını temsil etmek üzere oluşturulmuştur. Tablo 1'de her bir amaç fonksiyonu için optimal parametre seçimlerinin (g_y , g_b , t_y ve t_b) yanı sıra bu parametrelerin enflasyon, çıktı açığı ve borç stoku oynaklığı açısından ne ima ettiği bilgisi yer almaktadır.

Tablo 1: Maliye Politikalarının Farklı Amaç (Kayıp) Fonksiyonları Altında Optimal Parametre Seçimleri

	Harcama Kuralı		Vergi Kuralı		Standart Sapma			L1	L2	L3	L4
	g_y	g_b	t_y	t_b	Enflasyon	Çıktı Açığı	Borç Stoku				
Optimal L1	-1,0	-1,0	0,0	0,5	1,299	2,955	5,224	29,1	14,2	15,9	5,2
Optimal L2	-0,1	-0,3	0,5	0,9	1,298	2,288	5,483	31,1	11,3	12,9	3,5
Optimal L3	-0,2	-0,3	0,4	0,9	1,296	2,289	5,482	31,1	11,3	12,9	3,5
Optimal L4	-1,0	0,2	-0,6	0,3	1,242	2,042	16,245	264,8	57,0	58,5	2,9

Buna göre borç stoku stabilizasyonunu dikkate almakla birlikte enflasyon ve çıktı açığındaki oynaklığa daha çok önem veren maliye politikası uygulamalarının (L3) daha çok borç istikrarına (L1) önem veren uygulamalara göre enflasyon ve çıktı açığındaki oynaklığı düşürmede daha başarılı olduğu görülmektedir.¹

Tablo 1’de özetlenen alternatif mali kural uygulamalarının para ve maliye politikaları etkileşimi açısından ne ima ettiğini anlamak için farklı maliye politikası uygulamaları altında maliyet kaynaklı enflasyon şokunun makroekonomik etkileri üzerinde durulmasında fayda görülmektedir.

Kullanılan yapısal genel denge modeli çerçevesinde maliyet kaynaklı enflasyon şoku sonrasında çıktı azalırken enflasyon oranı artmakta ve bu durum para politikası açısından bir ödünleşim ortaya çıkarmaktadır. Ödünleşimin nedeni, şoku takiben enflasyondaki yükselişe karşı yapılacak bir faiz artışının çıktığı daha da aşağı getirecek olmasıdır. Diğer yandan, modelde maliyet kaynaklı enflasyon şokunu takiben maliye politikası, farklı derecelerde olmakla birlikte, tüm kayıp fonksiyonları altında kamu harcamalarını artırmak suretiyle karşılık vermektedir. Bir başka ifade ile maliyet kaynaklı enflasyon şokunu takiben sıkı para politikası ve genişletici maliye politikası birleşimi tercih edilmekte, bu sayede enflasyon şokunun çıktı üzerindeki azaltıcı etkisi genişletici maliye politikası uygulamaları ile dengelenmektedir.²

Yukarıda tanımlanan ve farklı öncelikleri olan alternatif amaç fonksiyonlarının maliyet kaynaklı enflasyon şoku karşısında ima ettiği optimal parametre seçimlerini yorumlamak gerekirse; borç istikrarına en fazla önemi veren L1 kayıp fonksiyonunun enflasyon ve çıktıdaki oynaklığı artırma pahasına borç stoku oynaklığını azaltan bir politika tercihinin yansıttığı gözlenmektedir. Buna karşılık, L4 gibi enflasyon ve çıktıdaki oynaklığı azaltmaya daha fazla önem veren bir kayıp fonksiyonunun benimsenmesi durumunda başlangıçta çıktıdaki azalmanın diğer spesifikasyonlara göre daha derin olduğu, ancak çıktıdaki toparlanmanın kamu alımlarındaki yüksek artışa bağlı olarak daha hızlı gerçekleştiği gözlenmektedir. Böyle bir durumda, kamu harcamalarının diğerlerine göre daha yüksek artış kaydetmesi borç stokunu daha fazla artıracığından bu tarz bir maliye politika tercihinin görece olarak daha yüksek mali alan gerektirdiği, ülke risk priminin borç stoku veya bütçe gelişmelerine hassas olduğu dönemlerde uygulama alanının sınırlanacağı not edilmelidir.

Çalışmadaki bulgular mali disiplinden kalıcı olarak taviz vermeden enflasyon ve çıktı açığı oynaklığını dikkate alan maliye politikaları uygulamalarının oynaklıkları azaltmakta ve şokların etkilerini sınırlamakta etkili olduğuna işaret etmektedir.

Kaynakça

Büyükbaşaran, T., Çebi, C. ve H. Küçük, 2018, “The Interaction between Monetary and Fiscal Policies in a Small Scale Structural Model”, *CBRT Research Notes in Economics*.

¹ L2 kayıp fonksiyonu enflasyon stabilizasyonuna L3 kayıp fonksiyonuna göre daha az önem vermekle birlikte, gerek maliye politikası kurallarına ilişkin optimal tepki parametreleri, gerekse oynaklık seviyeleri iki kayıp fonksiyonu için de benzer değerlerde hesaplanmaktadır. Bu durum, burada kullanılan yapısal modelde reel kur ve risk primi açıkça modellenmediğinden çıktı açığı stabilizasyonunun enflasyon stabilizasyonu için büyük ölçüde yeterli olmasından kaynaklanmaktadır.

² İlgili etki-tepki fonksiyonları Büyükbaşaran, Çebi ve Küçük (2018) çalışmasında Grafik 3’te verilmekte ve daha detaylı olarak anlatılmaktadır.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	1
Grafik 1.2	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Haftalık Fon Akımları	1
Grafik 1.1.1	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.2	Kısa Vadeli Faizler	2
Grafik 1.1.3	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	3
Grafik 1.1.4	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	3
Grafik 1.1.5	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	3
Grafik 1.1.6	Finansal Koşullar Endeksine Katkılar	3
Grafik 1.2.1	Ekim 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2	İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon için Ekim 2018 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.3	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	5
Grafik 1.2.4	TÜFE Yayılım Endeksi ve Medyan Fiyat Artış Oranı	5
Grafik 1.2.5	GSYİH ve Yurt İçi Talep	5
Grafik 1.2.6	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkılar	5
Grafik 1.2.7	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.8	İşsizlik Oranları	6
Grafik 1.2.9	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.2.10	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1	Küresel Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.2	Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.3	Küresel PMI	15
Grafik 2.1.4	Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI	15
Grafik 2.1.5	Gelişmekte Olan Ülkeler PMI	15
Grafik 2.1.6	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	15
Grafik 2.2.1	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	17
Grafik 2.2.2	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	17
Grafik 2.2.3	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları	18
Grafik 2.2.4	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları	18
Grafik 2.3.1	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017–Aralık 2020	20
Grafik 2.3.2	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017–Aralık 2020	20
Grafik 2.3.3	2019 Yıl sonu için Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi	20
Grafik 2.4.1	10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri	21
Grafik 2.4.2	MSCI Endeksleri	21
Grafik 2.4.3	JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri	21
Grafik 2.4.4	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları	21

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1	TÜFE ve D Endeksi	23
Grafik 3.2	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	23
Grafik 3.1.1	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	24
Grafik 3.1.2	Temel Mal Fiyatları	24
Grafik 3.1.3	Seçilmiş Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları	25
Grafik 3.1.4	Temel Mal Fiyatları	25
Grafik 3.1.5	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	26
Grafik 3.1.6	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	26
Grafik 3.1.7	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	27
Grafik 3.1.8	Diğer Hizmetler ve Döviz Kuru Sepeti	27
Grafik 3.1.9	Hizmet Fiyatları	27
Grafik 3.1.10	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	27
Grafik 3.1.11	B ve C Endeksi	28

Grafik 3.1.12	Vergi İndirimlerinin Etkisi Düzeltilmiş B ve C Endeksi	28
Grafik 3.1.13	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve Medyan	28
Grafik 3.1.14	TÜFE ve B Yayılım Endeksleri	28
Grafik 3.2.1	Gıda ve Enerji Fiyatları	29
Grafik 3.2.2	Gıda Fiyatları	29
Grafik 3.2.3	Taze Meyve ve Sebze ile Diğer Gıda Fiyatları	29
Grafik 3.2.4	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Kalemleri	29
Grafik 3.2.5	Petrol ve Seçilmiş Yurt İçi Enerji Fiyatları	30
Grafik 3.2.6	Yurt içi Enerji Fiyatları	30
Grafik 3.3.1	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	31
Grafik 3.3.2	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	31
Grafik 3.3.3	Enerji ve İmalat Fiyatları	32
Grafik 3.3.4	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	32
Grafik 3.4.1	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	33
Grafik 3.4.2	Tarım Ürünleri ve Gıda Fiyatları	33
Grafik 3.5.1	TÜFE Enflasyon Beklentileri	33
Grafik 3.5.2	Orta Vadeli Enflasyon Beklentileri Eğrisi	33
Grafik 3.5.3	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	34
Grafik 3.5.4	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	34

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1	GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	43
Grafik 4.1.2	GSYİH Çeyreklik Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları	43
Grafik 4.1.3	Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı ve Reel Ticari Kredi Faizi	44
Grafik 4.1.4	Sanayi Üretim Endeksi	44
Grafik 4.1.5	PMI ve PMI Üretim	44
Grafik 4.1.6	İnşaat Sektörü Katma Değeri ve Bileşik Göstergesi	45
Grafik 4.1.7	Hizmetler Sektörü Katma Değeri ve SAMEKS Hizmet Endeksi	45
Grafik 4.2.1	Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları	45
Grafik 4.2.2	Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkıları	45
Grafik 4.2.3	Özel Tüketim Harcamaları ve Bileşik Gösterge	46
Grafik 4.2.4	Tüketim Malları Üretimi ve İthalatı	46
Grafik 4.2.5	Yatırım Harcamaları ve Bileşik Gösterge	46
Grafik 4.2.6	Yatırım Harcamaları ve Kur Oynaklığı	46
Grafik 4.2.7	Merkezi Yönetim Sermaye Giderleri	47
Grafik 4.2.8	İYA Sektörel Sabit Sermaye Yatırım Eğilimi	47
Grafik 4.2.9	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	47
Grafik 4.2.10	Turizm ve Hizmet Gelirleri	47
Grafik 4.3.1	İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranları	48
Grafik 4.3.2	Tarım Dışı İşsizlik Oranı Çeyreklik Değişimine Katkıları	48
Grafik 4.3.3	Tarım Dışı İstihdam ve Hizmet İstihdamı	49
Grafik 4.3.4	Sanayi ve İnşaat İstihdamı	49
Grafik 4.3.5	Seçilmiş Hizmet Sektörleri İstihdamı	49
Grafik 4.3.6	İYA Gelecek Üç Aydaki Toplam İstihdam	49
Grafik 4.3.7	Önümüzdeki Üç Ayda Sektörler Bazında Çalışan Sayısı Beklentisi	50
Grafik 4.3.8	Kariyer.net İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	50
Grafik 4.4.1	Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret	50
Grafik 4.4.2	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik Kazanç Endeksi	50
Grafik 4.4.3	Kısmi Emek Verimliliği, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret	51
Grafik 4.4.4	Sektörel Reel Birim İşgücü Maliyeti	51
Grafik 4.5.1	Talep Bileşenlerine Göre Ayrıştırılmış Çıktı Açığı	52
Grafik 4.5.2	Çıktı Açığı Göstergeleri	52

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	59
Grafik 5.2	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	59
Grafik 5.1.1	Bölgesel Risk Primleri	60
Grafik 5.1.2	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	60

Grafik 5.2.1	Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler	61
Grafik 5.2.2	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	61
Grafik 5.2.3	TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler	62
Grafik 5.2.4	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	62
Grafik 5.2.5	Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı	62
Grafik 5.2.6	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	62
Grafik 5.2.7	Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	63
Grafik 5.2.8	Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	63
Grafik 5.2.9	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	64
Grafik 5.2.10	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları	64
Grafik 5.2.11	İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi	64
Grafik 5.2.12	Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi	64
Grafik 5.3.1	TCMB Fonlaması	65
Grafik 5.3.2	Kısa Vadeli Faizler	65
Grafik 5.3.3	Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi	66
Grafik 5.3.4	Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri	66
Grafik 5.3.5	Enflasyon Telafisi	66
Grafik 5.3.6	Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi	66
6.	KAMU MALİYESİ	
Grafik 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	70
Grafik 6.1.2	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	70
Grafik 6.1.3	Reel Vergi Gelirleri	71
Grafik 6.1.4	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	71
Grafik 6.2.1	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	72
Grafik 6.2.2	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	72
Grafik 6.2.3	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	72
Grafik 6.2.4	Tahvil İhracı Yoluyla Dış Borçlanma	72
Grafik 6.2.5	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	73
Grafik 6.2.6	Hazine İhaleleri Faiz Oranı ve Vade Yapısı	73
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Grafik 7.1.1	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	76
Grafik 7.1.2	Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	77
Grafik 7.1.3	İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler	77
Grafik 7.2.1	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	78
Grafik 7.2.2	Enflasyon Tahmini	80
Grafik 7.2.3	Çıktı Açığı Tahmini	80
Grafik 7.2.4	B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini	81

Tablolar

2.	ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
Tablo 2.1.1	2018 ve 2019 Yılları Büyüme Tahminleri	16
Tablo 2.2.1	2018 ve 2019 Yılları Enflasyon Tahminleri	19
Tablo 2.3.1	Dört Büyük Merkez Bankası 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Politika Faizi	20
Tablo 2.4.1	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu	22
3.	ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Tablo 3.1.1	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	25
Tablo 3.3.1	Yi-ÜFE ve Alt Kalemler	31
5.	FİNANSAL KOŞULLAR VE PARA POLİTİKASI	
Tablo 5.3.1	Yakın Dönemde Alınan Para Politikası Kararları ve Gerekçeleri	67
6.	KAMU MALİYESİ	
Tablo 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	69
Tablo 6.1.2	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	70
Tablo 6.1.3	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	71
7.	ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Tablo 7.1.1	Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi	75
Tablo 7.1.2	Varsayımlardaki Güncellemeler	78
Tablo 7.2.1	2019 ve 2020 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları	79
Tablo 7.2.2	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	81
Tablo 7.3.1	Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	84

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2018-IV

- 2.1 Küresel Yatırımcı Davranışlarında Son Dönemde Meydana Gelen Değişimler?
- 3.1 Yakın Dönem Enflasyon Gelişmelerine Dair Model Perspektifinden Bir İnceleme
- 3.2 Enflasyonun Yapısal Unsurlarına Bir Bakış: Demografi
- 4.1 Türkiye’de Ücret Dinamikleri
- 4.2 İmalat Sanayi Firmaları Yatırım Dinamikleri
- 4.3 İmalat Sanayi Firmalarının Dış Pazarlara Yönelme Esnekliği
- 5.1 Para Politikası Aktarımı ve Bankaların Dış Borçlanması
- 6.1 Yeni Ekonomi Programı Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu

2018-III

- 2.1 Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Normalleşmesi: Hangi Aşamada, Neler Bekleniyor?
- 3.1 Tütün Ürünlerinde Vergi Değişikliği ve Enflasyona Yansımaları
- 3.2 İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Yapısal Sorunlar ve Çözüm Önerileri
- 4.1 Çıktı Açığının Talep Bileşenlerine Ayrıştırılması
- 4.2 Proje Bazlı Teşvik Sistemine Konu Olan Ürünler ve Cari Denge Üzerine Olası Etkileri
- 4.3 Türkiye’de Büyüme Tahminlerine MIDAS Yaklaşımı
- 5.1 Küresel Finansal Koşulların Sıklaştığı Dönemlerde Ülke Risk Primi ve Makro Göstergeler
- 7.1 Para ve Maliye Politikası Etkileşimi

2018-II

- 2.1 Uluslararası Ticarete Korumacılık Eğilimleri
- 3.1 Yönetilen/Yönlendirilen Fiyat ve Vergi Ayarlamalarının Enflasyon Sürecindeki Rolü
- 3.2 İthal Girdi Kullanımı ve Geçişkenlik Etkileri
- 4.1 Kısa Dönemli İş İstatistiklerindeki Güncelleme: Milli Gelir ile Uyum
- 4.2 İhracatta Talep ve Görelî Fiyat Etkilerinin Ayrıştırılması: Tarihsel Bir Muhasebe
- 5.1 TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhalelerinin Etkileri
- 5.2 Küresel Likidite Şartları, Yurtiçi Kredi Arzı ve Firmaların Krediyeye Erişimi

2018-I

- 2.1 ABD Vergi Reformunun Olası Etkileri
- 3.1 Çekirdek Enflasyon Dinamiklerine Bakış
- 4.1 2017 Yılı İthalat Dinamikleri: Yatırım ve Tüketim Mallarındaki Zayıf Seyir
- 5.1 Para Piyasası Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği
- 5.2 Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhalelerine (TUVDi) İlişkin Güncel Gelişmeler
- 6.1 İç Borç Stoku Alıcılarının Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı
- 7.1 2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

2017-IV

- 2.1 Fed Bilançosunun Küçültülmesi ve Olası Etkileri
- 3.1 Üretici Fiyatlarından Tüketici Fiyatlarına Geçişkenlik
- 4.1 Türkiye’nin Cari İşlemler Açığında Reel İyileşme
- 4.2 Birim İşgücü Maliyeti Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi
- 4.3 İmalat Sanayiinde Kapasite Kullanımı ve Yatırıma Etkileri
- 5.1 Kredi Kanalının Para Politikasının Aktarımındaki Rolü: Türkiye Ekonomisine Dair Anket Temelli Bir Analiz

2017-III

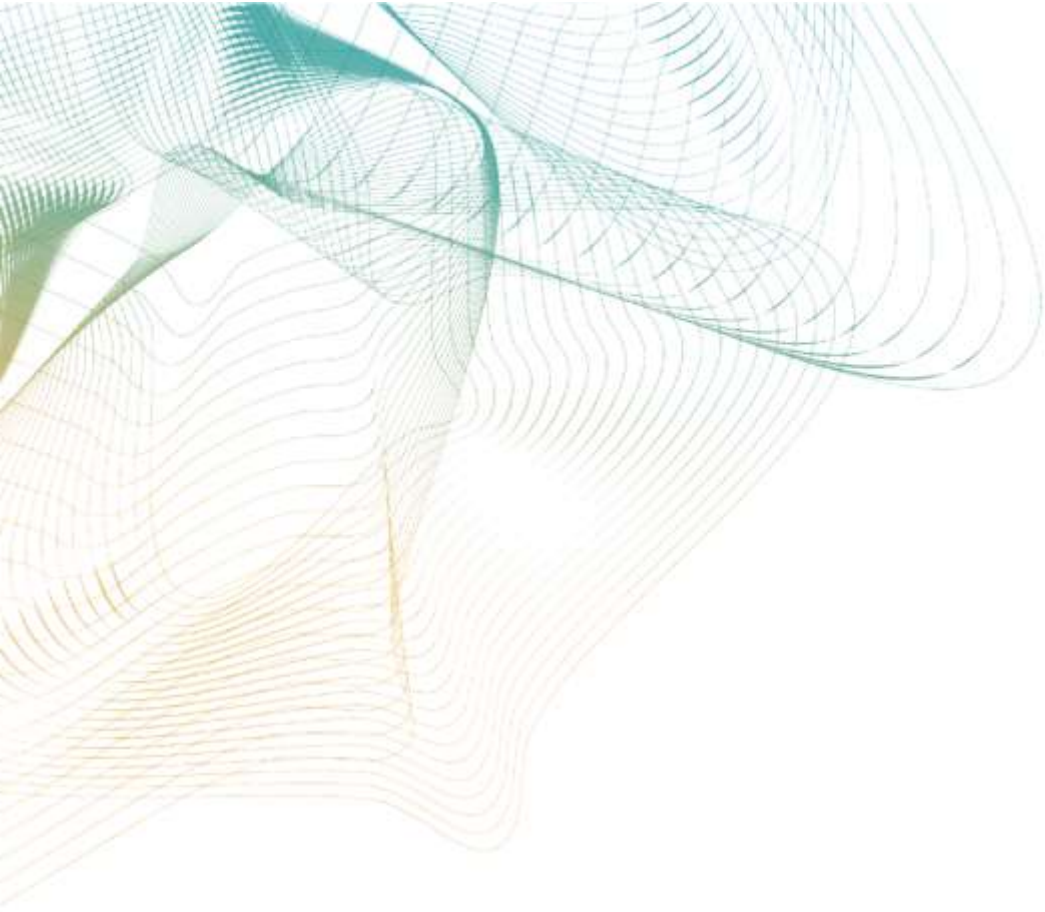
- 2.1 İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi
- 3.1 Gıda Fiyatlarındaki Son Dönem Gelişmeleri
- 4.1 Büyüme Tahminleri: Yeni Milli Gelir Serisi ile Bir Uygulama
- 4.2 Türkiye’nin İhracatının Dış Talep Şoklarına Dayanıklılığı: Yaş Meyve ve Sebze Örneği
- 5.1 Para Politikasının Kur Takası Piyasası Faizlerine Aktarımı
- 6.1 Yabancı Yatırımcı Payının Uzun Dönem Borçlanma Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri
- 7.1 Kredi Arzındaki Değişimlerin Makroekonomik Etkileri

Kısaltmalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BİST	Borsa İstanbul
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Yükselen Porföy Fonu Araştırması
FED	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
FOMC	Federal Açık Piyasa Komitesi
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KGF	Kredi Garanti Fonu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OSD	Otomotiv Sanayii Derneği
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
PPK	Para Politikası Kurulu
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKESD	Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
Yİ-ÜFE	Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi
YP	Yabancı Para

2019 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi

Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
16 Ocak 2019	23 Ocak 2019	30 Ocak 2019	
6 Mart 2019	13 Mart 2019		
25 Nisan 2019	30 Nisan 2019	30 Nisan 2019	
			31 Mayıs 2019
12 Haziran 2019	19 Haziran 2019		
25 Temmuz 2019	31 Temmuz 2019	31 Temmuz 2019	
12 Eylül 2019	19 Eylül 2019		
24 Ekim 2019	31 Ekim 2019	31 Ekim 2019	
			29 Kasım 2019
12 Aralık 2019	19 Aralık 2019		



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İdare Merkezi
Anafartalar Mah., İstiklal Cd. 10 Ulus, 06050
Ankara, Türkiye
www.tcmb.gov.tr
ISSN 1306-4509