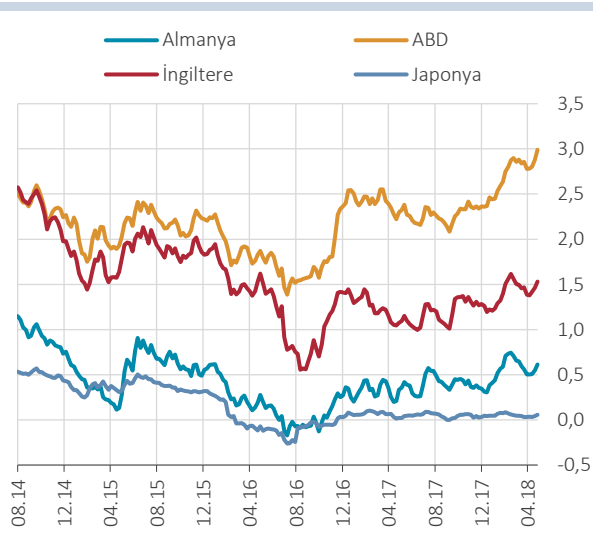


1. Genel Değerlendirme

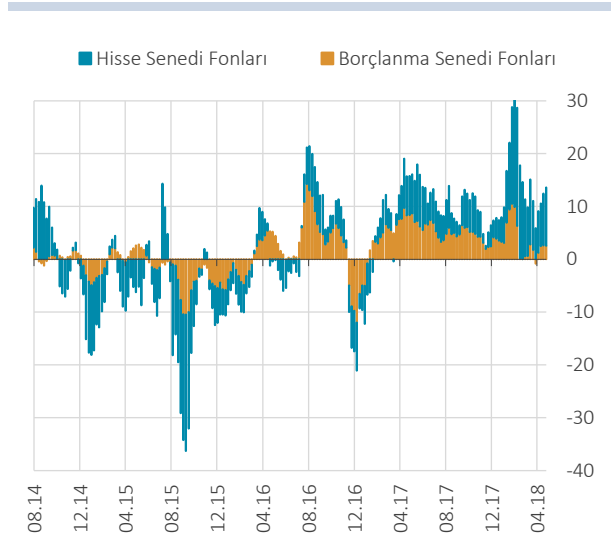
Küresel iktisadi faaliyet istikrarlı şekilde güçlenmeye devam ederken küresel enflasyon gelişmeleri ılımlı seyretmektedir. Birinci çeyrek için tahminler küresel büyümede önceki çeyreğe kıyasla yükselişe işaret ederken, yıl geneline dair büyüme tahminleri de gerek gelişmiş ekonomilerde gerekse gelişmekte olan ekonomilerde yukarı yönlü güncellenmektedir. Başta ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere, gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının para politikasında normalleşme adımlarını büyük ölçüde beklentiler dâhilinde sürdürmeleri nedeniyle uzun vadeli tahvil getirileri yükselmeye devam etmiştir. Ancak, uluslararası ticarete artan korumacılık söylemlerinin küresel ölçekte büyüme, enflasyon ve sermaye akımları üzerindeki muhtemel olumsuz etkilerine dair endişeler, Mart ayı başından itibaren tahvil getirilerinin bir miktar gerilemesine yol açmıştır (Grafik 1.1). Küresel risk iştahında Şubat ayında gözlenen bozulmanın etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2).

Grafik 1.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

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



Kaynak: EPFR.

Şubat ayı başından itibaren küresel finansal piyasalarda gözlenen oynaklıklar ve yakın dönemde ABD ile Çin arasında süregelen dış ticaretteki korumacılığa dair tartışmalar gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde yükselişe neden olmuştur. Türkiye'nin ülke risk primi de benzer hareket etmiştir. Risk primindeki artış ve portföy girişlerindeki azalış, Türk lirasının değeri ve ima edilen oynaklığı üzerinde etkili olmuştur. Yükselen fonlama faizleri nedeniyle artan kredi faizlerine karşın, bankaların kredi standartlarında birinci çeyrekte belirgin bir sıkılaşma gözlenmemiştir. Kredi Garanti Fonu (KGF) kaynaklı kefalet imkânının 2017 yılında kredilerde yarattığı ivmelenmenin ortadan kalkması sonucunda ticari kredilerin büyüme eğiliminin tarihsel ortalamalara yakınsadığı, tüketicilere yönelik ihtiyaç ve konut kredilerinin büyüme eğiliminin ise 2017 yılının son çeyreğinden bu yana bir miktar ivme kaybettiği gözlenmiştir.

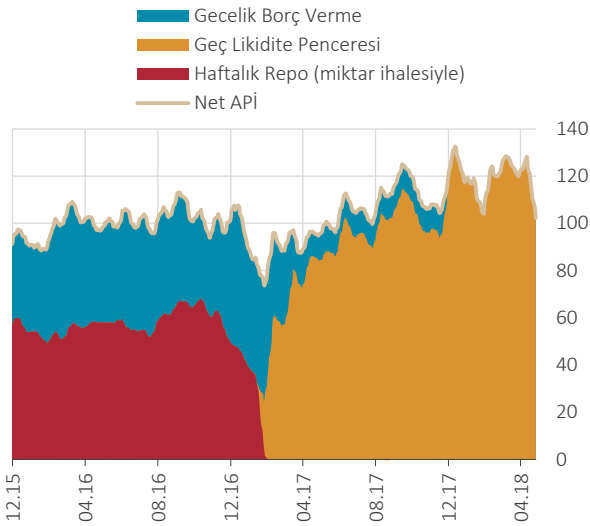
Tüketici enflasyonu yılın ilk çeyreğinde 2017 yıl sonuna kıyasla 1,69 puan gerileyerek yüzde 10,23 seviyesine düşmüştür. Alt gruplar genelinde görülen bu yavaşlamanın ağırlıklı olarak baz etkilerinden kaynaklandığı, çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşmenin daha sınırlı kaldığı ve fiyatlama davranışında belirgin bir iyileşme kaydedilmediği gözlenmiştir. Diğer taraftan, gerek üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları gerekse güçlü seyreden talep koşulları tüketici enflasyonu üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Ocak Enflasyon Raporunda öngörüldüğü gibi, 2017 yılının son çeyreğinde de güçlü seyreden büyümeyi özel ve kamu tüketiminin sürüklediği görülmüştür. İlk çeyrekte ise iktisadi faaliyetin

bir miktar ivme kaybetmekle birlikte gücünü koruduğu tahmin edilmektedir. İşgücü piyasasındaki olumlu gelişmelerin desteğiyle tüketim harcamalarının birinci çeyrekte büyümeyi desteklemeyi sürdürdüğü, kapasite kullanımının yüksek seyrettiği sektörlerde makine teçhizat yatırımlarının hızlandığı ve net ihracatın dönemlik büyümeye katkısının arttığı tahmin edilmektedir.

1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

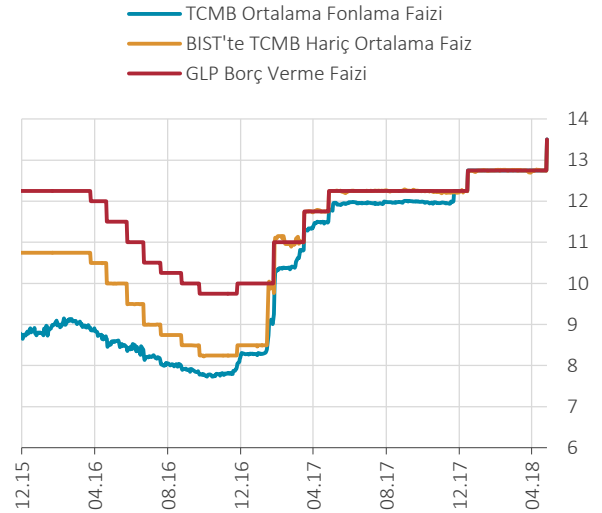
TCMB, fiyatlama davranışlarına dair risklerin devam etmesi nedeniyle para politikası duruşunu 2017 yılının son çeyreğinde kademeli olarak sıkılaştırmıştır. Öncelikle, Kasım ayında döviz kurunda yaşanan oynaklığın fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde olumsuz sonuçlara yol açmasını önlemek amacıyla Türk lirası ve döviz likiditesine dair önlemler alınmıştır. Sonrasında, Aralık ayındaki PPK toplantısında para politikası faizini artıran TCMB, Ocak ve Mart aylarındaki PPK toplantılarında enflasyon görünümde kalıcı bir iyileşme oluncaya kadar sıkı para politikası duruşunu koruyacağını ve gerekli görülmesi halinde ilave sıkılaşmaya gidebileceğini duyurmuştur. Nisan ayındaki toplantıda ise, enflasyona ilişkin riskleri sınırlamak amacıyla ölçülü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar verilmiştir. Bu doğrultuda, GLP borç verme oranı yüzde 12,75'ten yüzde 13,50'ye yükseltilmiştir. Sistemin fonlama ihtiyacı Kasım ayından itibaren tamamen GLP'den sağlanmakta ve piyasadaki gecelik repo faiz oranları GLP borç verme oranı seviyesinde oluşmaktadır (Grafik 1.1.1, Grafik 1.1.2).

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



Kaynak: TCMB.

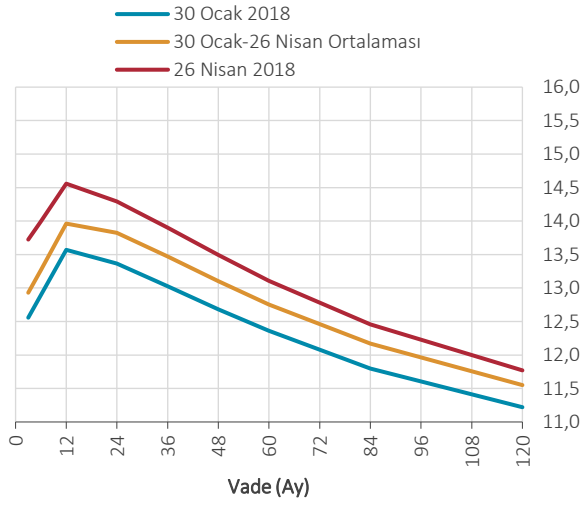
Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

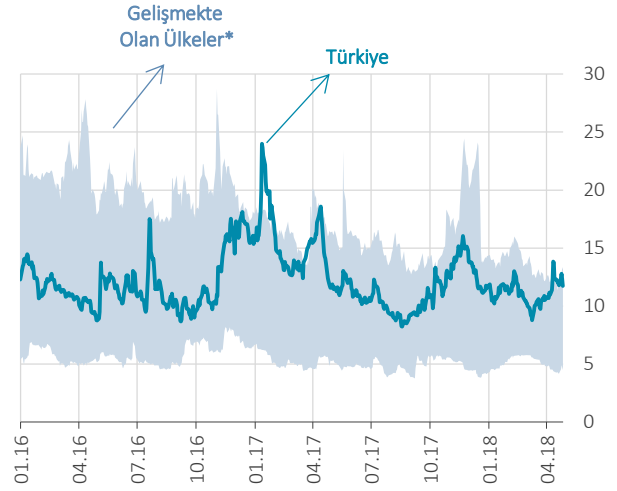
Türkiye'nin ülke risk priminin yükselmesi sonucunda, parasal koşullara dair önemli bir göstere olan kur takası faizleri tüm vadelerde Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre artış kaydetmiştir (Grafik 1.1.3). Jeopolitik gelişmeler ve risk primindeki yükselişin etkisiyle Türk lirası diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine kıyasla daha fazla değer kaybetmiş ve daha dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3 Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

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

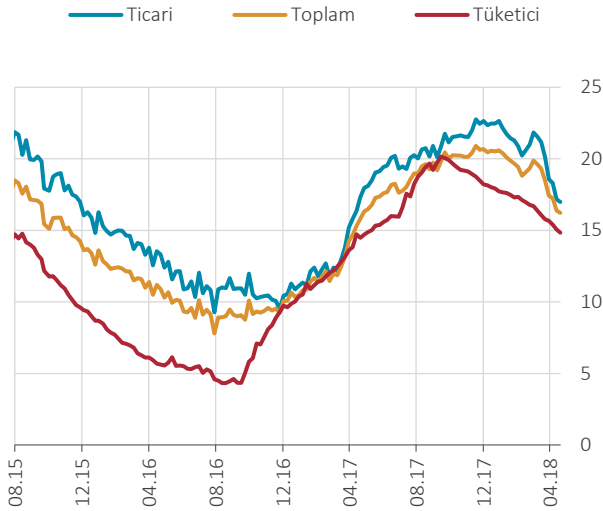


Kaynak: Bloomberg.

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

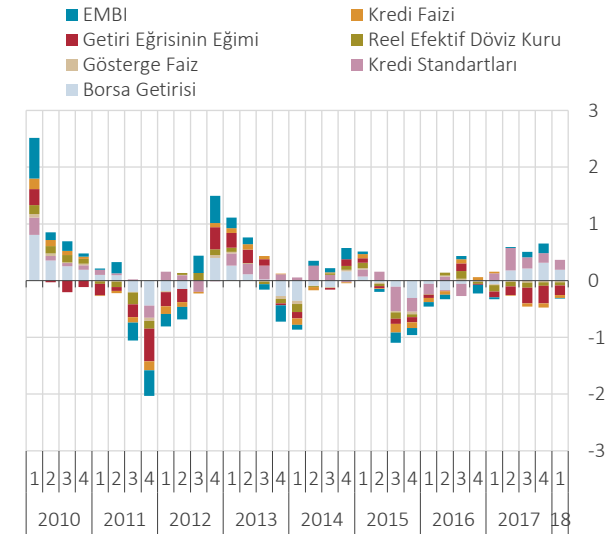
Ticari kredi büyüme oranları tarihsel ortalamalara yakınsamaktadır (Grafik 1.1.5). Benzer bir yavaşlama eğilimi tüketici kredilerinde de görülmektedir. Finansal koşulları belirleyen tüm unsurlar topluca değerlendirildiğinde, finansal koşulların yılın birinci çeyreğinde bir miktar sıkılaştığı görülmektedir.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.6: Finansal Koşullar Endeksine Katkılar *



Kaynak: TCMB.

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

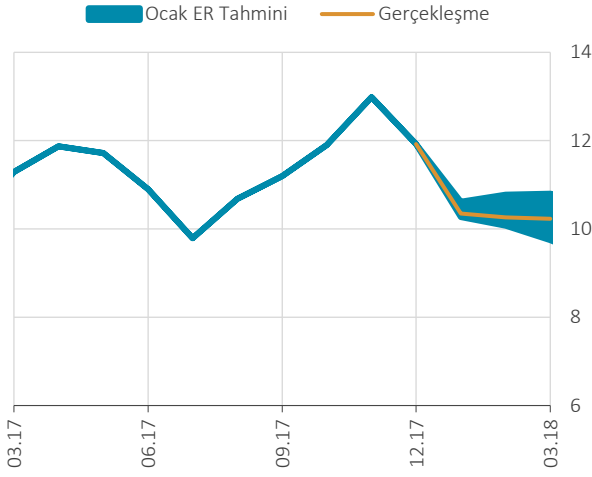
1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2018 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 1,69 puan azalarak yüzde 10,23 ile Ocak Enflasyon Raporu öngürüsü ile uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Benzer bir görünüm işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu tahmininde de izlenmiştir (Grafik 1.2.2). İlk çeyrekte gıda enflasyonu öngörülere oldukça yakın gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık enflasyon alt

gruplar genelinde yavaşlama gösterse de, tüketici enflasyonu, birikimli maliyet baskılarının sürmesi, güçlü seyreden talep koşulları ve yükselen enflasyon beklentilerine paralel olarak yüksek seyrini korumuştur.

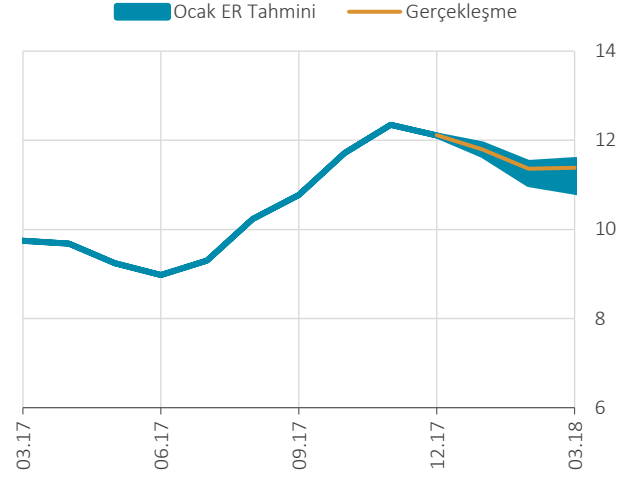
Grafik 1.2.1: Ocak 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Ocak 2018 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



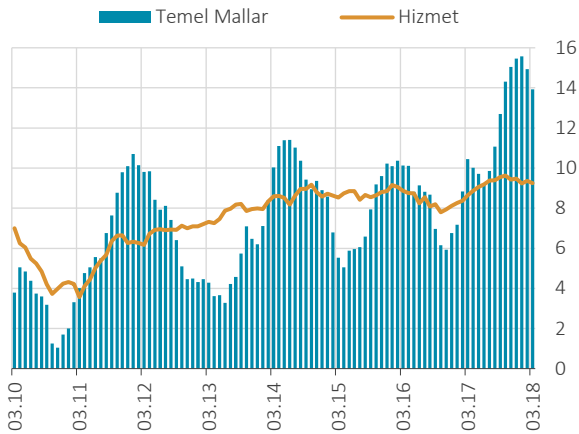
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Gıda grubunun yıllık enflasyonundaki gerileme, yılın ilk çeyreğinde olumlu hava koşullarına bağlı olarak meyve-sebze fiyatlarının düşük oranlı artışlar kaydetmesi neticesinde işlenmemiş gıda grubundan kaynaklanmıştır. Bu dönemde işlenmiş gıda enflasyonu ise artış göstermiştir. İşlenmiş gıda enflasyonundaki olumsuz görünümde peynir ve diğer süt ürünleri fiyatları ve Ekmek Tebliği'nde gramaj değişikliği sonrasında birikmiş maliyet baskılarının yansımalarıyla yükselen ekmek fiyatları öne çıkmıştır. Enerji grubunda yıllık enflasyon, yıl başında elektrik fiyatlarında yapılan artışa rağmen, ilk çeyrekte petrol fiyatları ve döviz kurunun görece ılımlı seyretilmesine bağlı olarak düşmüştür. Temel mal enflasyonu yıllık bazda gerilemesine karşın, birikimli kur etkileri ve güçlü seyreden talep koşulları nedeniyle yüksek seviyelerini korumuştur. Hizmet grubunda da geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yanı sıra asgari ücret artışı kaynaklı maliyet yönlü baskılar nedeniyle yıllık enflasyondaki gerileme sınırlı kalmıştır (Grafik 1.2.3).

Tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskılar sürerken, talep koşullarının güçlü olduğu sektörlerde bu durumun enflasyon üzerindeki etkisi daha belirgin şekilde hissedilmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık değişimlerinde ve mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan ana eğiliminde bir önceki çeyreğe kıyasla kaydedilen düşüş sınırlı kalmıştır. Enflasyonun yüksek seviyeleri ve enflasyon beklentilerindeki artış, fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri canlı tutmaktadır. Çekirdek enflasyon göstergelerine dair yayılım endeksleri kullanılarak takip edilen fiyat artırma eğilimi, bir önceki çeyreğe kıyasla güçlenerek son yılların en yüksek oranlarına ulaşmıştır (Grafik 1.2.4). Özetle, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler, yılın ilk çeyreğinde enflasyonun ana eğiliminde yüksek seviyelerin korunduğuna işaret etmektedir.

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



Kaynak: TÜİK.

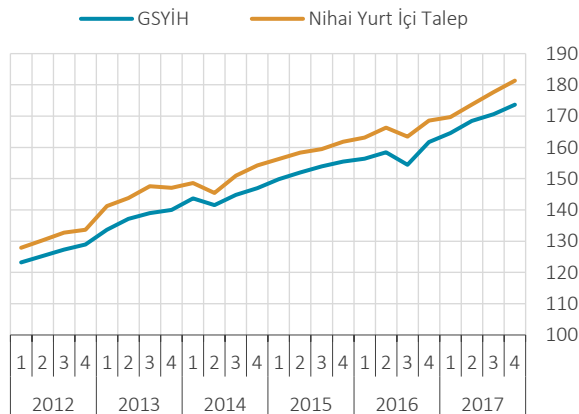
Arz ve Talep

2017 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet, Ocak Enflasyon Raporunda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde güçlü seyretmiştir (Grafik 1.2.5). Bu dönemde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) dönemlik olarak yüzde 1,8, yıllık olarak ise yüzde 7,3 oranında artış kaydetmiştir. Böylelikle, 2017 yılı büyümesi 2016 yılına kıyasla önemli ölçüde ivmelenerek yüzde 7,4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Son çeyrekte dönemlik ve yıllık büyümenin kaynağı yurt içi talep olmuştur (Grafik 1.2.6). Talep bileşenleri açısından bakıldığında, vergi indirimlerinin sona ermesine rağmen özel tüketimin canlı seyrini koruduğu, kamu tüketiminin ise büyümeye desteğinin arttığı görülmektedir. Yatırımlar yıllık büyümeye katkı vermeye devam etse de, dönemlik büyümeyi sınırlandırmıştır. Öte yandan, net ihracat dönemlik ve yıllık büyümeye düşürücü yönde katkı yapmıştır.

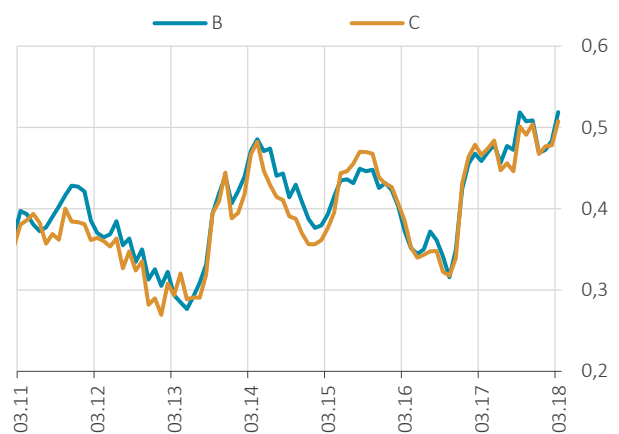
2016 yılının son çeyreğinden itibaren devreye giren tedbir ve teşvikler, iç talep ve iktisadi faaliyetteki canlanmanın sektörler geneline yayılmasını sağlayarak 2017 yılında ekonomik büyümenin hızlanmasında belirleyici olmuştur. Yatırımlar tarafında, inşaat yatırımlarının yıl genelinde yükseldiği, makine teçhizat yatırımlarının ise yılın ikinci yarısında artış göstermeye başladığı gözlenmiştir. Olumlu seyreden dış talebin ihracatı desteklemesi ve turizmdeki toparlanmanın belirgin katkısına karşın, altın ithalatındaki tarihsel ortalamaların üzerindeki artış nedeniyle 2017 yılında net ihracatın büyümeye katkısı 0,1 puan ile sınırlı kalmıştır. Altın ithalatı dışarıda bırakıldığında ise bu katkının yaklaşık 1,3 puan olduğu tahmin edilmektedir.

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



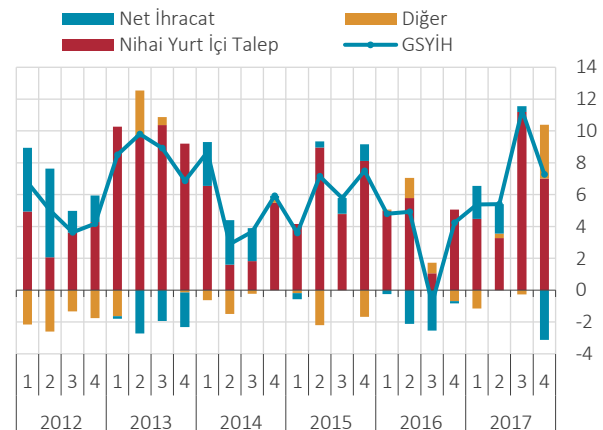
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 1.2.4: B ve C Yayılım Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 1.2.6: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar (% puan)



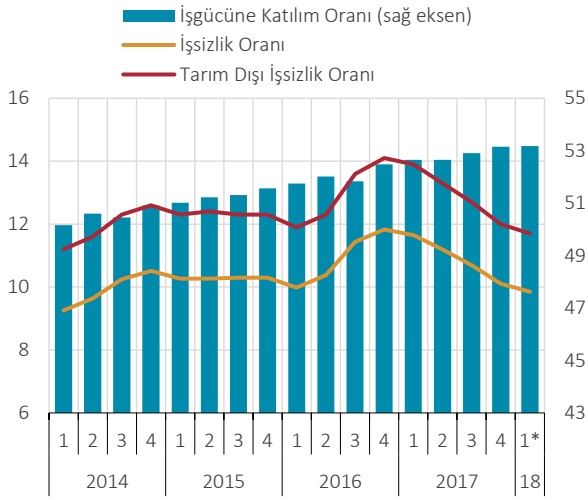
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

İlk çeyreğe dair açıklanan veriler, iktisadi faaliyetin bir miktar ivme kaybetmekle birlikte güçlü seyrini koruduğunu göstermektedir. İktisadi faaliyetteki seyrin işgücü piyasasına olumlu yansımaya devam etmektedir (Grafik 1.2.7). İşgücü piyasasındaki bu görünüm özellikle dayanıksız tüketim mali harcamaları üzerinden özel tüketimi desteklemektedir. Göstergeler, inşaat faaliyetinde olumlu hava koşullarının da etkisiyle artış yaşandığına, makine-teçhizat yatırımlarının da dönemlik bazda yeniden artışa geçeceğine işaret etmektedir. Kamu kesimi tüketim ve yatırım harcamaları kanalıyla büyümeyi destekleyici duruşunu korumaktadır. Dış ticaret tarafında, mal ve hizmet ihracatının artışını sürdürdüğü, mal ve hizmet ithalatının ise bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Bu görünüme karşın, başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen yükseliş, cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiştir (Grafik 1.2.8).

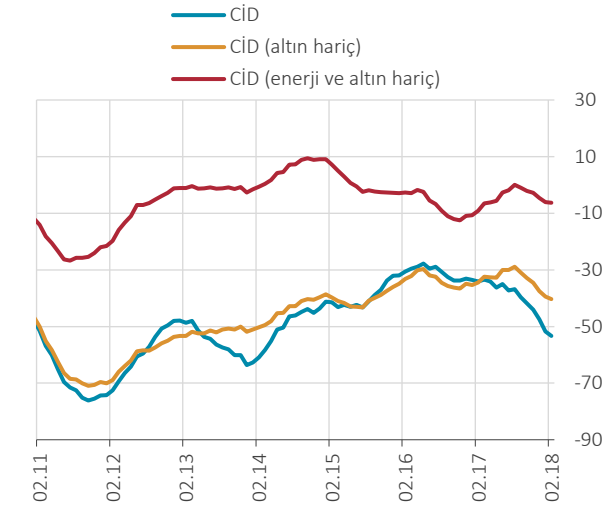
2018 yılında iktisadi faaliyetin ana eğilimine yönelerek kademeli olarak potansiyel düzeyine yakınsayacağı öngörülmektedir. Reel kurdaki birikimli değer kayıpları, turizmdeki toparlanma ve küresel büyümenin güçlenmesiyle birlikte mal ve hizmet ihracatının büyümeye güçlü desteğinin sürmesi ve cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir. İktisadi faaliyette öngörülen seyrin işgücü piyasasına olumlu yansımalarının süreceği ve işsizlik oranlarının gerilemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Grafik 1.2.7: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.
*Ocak dönemi.

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



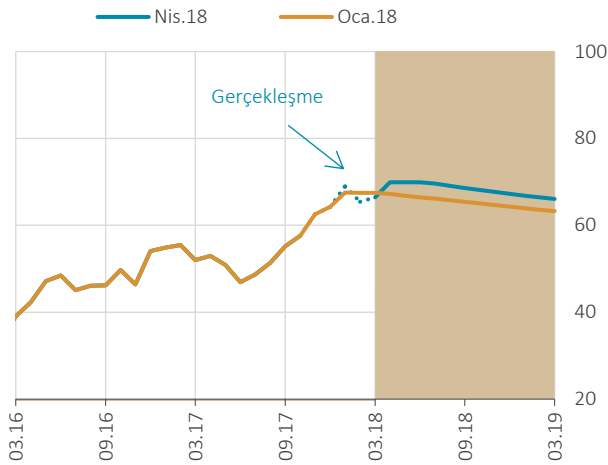
Kaynak: TCMB.

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönemde ham petrol fiyatlarında gözlenen artışlar vadeli piyasalardaki fiyatları da yukarı çekmiştir. Bundan ötürü Ocak Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı güncellenerek, 2018 yılı için 66 ABD dolarından 68 ABD dolarına, 2019 yılı için ise 62 ABD dolarından 65 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.9). Bununla birlikte, alüminyum gibi bazı metal fiyatlarında da gözlenen artışlara karşın, ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına dair varsayım, Şubat ayında TÜİK tarafından açıklanan ithalat birim değer endeksindeki belirgin düşüşe bağlı olarak 2018 yılı için aşağı yönlü revize edilmiştir (Grafik 1.2.10). Ancak, 2018 yılının kalan kısmında ithalat fiyatlarında öngörülen dönemlik değişim oranlarında belirgin bir değişim olmaması, bir önceki Rapor dönemine göre ithalat fiyatları kaynaklı risklerde azalma olmadığına işaret etmektedir.

Birinci çeyrek sonunda yüzde 10,4 düzeyine düşen gıda enflasyonu, yüzde 10,3 olan Ocak Enflasyon Raporu tahminlerine oldukça yakın gerçekleşmiştir. Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) gündemindeki tedbirler de dikkate alınarak, gıda enflasyonu varsayımı 2018 ve 2019 yıl sonu için yüzde 7 olarak korunmuştur.

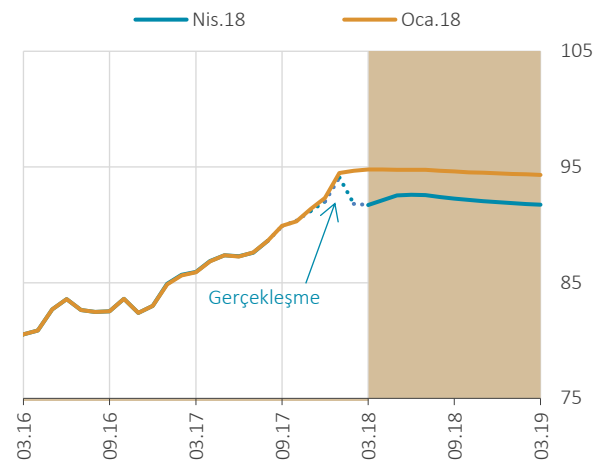
Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

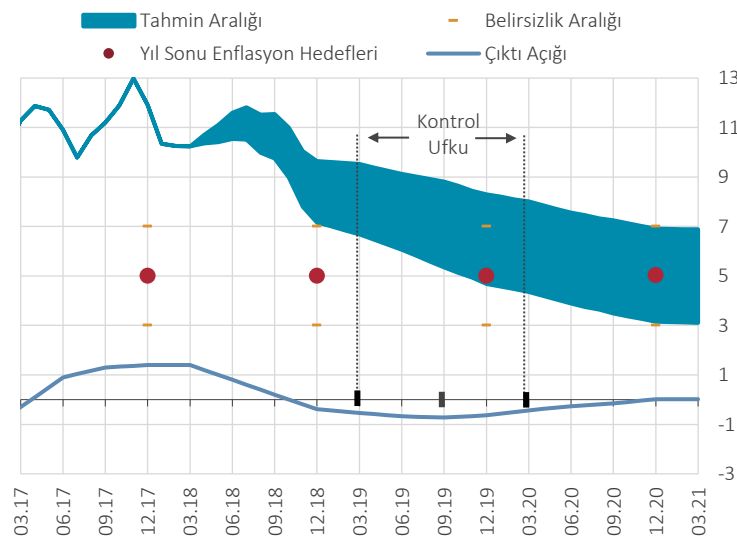
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. Tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların OVP projeksiyonları ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı öngörülmüştür. Maliye politikasının orta vadeli duruşu için de 2018-2020 dönemini kapsayan OVP projeksiyonları temel alınmıştır.

1.3 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı, 2018 yıl sonunda yüzde 8,4 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 6,5'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 7,2 ile yüzde 9,6 aralığında (orta noktası yüzde 8,4), 2019 yılı sonunda ise yüzde 4,7 ile yüzde 8,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir

Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 7,9 olarak açıklanan 2018 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8,4'e yükseltilmiştir. 2018 yıl sonu enflasyon tahmininde yapılan 0,5 puanlık güncelleme, 0,4 puanı petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımının yukarı çekilmesinden kaynaklanmıştır. Ayrıca, yurt içi talebin gücünü korumasına bağlı olarak bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2018 yıl sonu tahminini 0,1 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür.

Diğer taraftan, para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği bir görünüm altında 2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 6,5 olarak korunmuştur.

Baz etkisinin yanı sıra döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmelerin gecikmeli yansımalarına bağlı olarak yıllık tüketici enflasyonunda kısa vadede dalgalanma oluşabileceği öngörülmekte ve risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. Para politikası kararları ve tedbirlerin etkisiyle enflasyonun tekrar düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir (Grafik 1.3.1). Ülke risk priminde küresel ve yurt içi gelişmeler kaynaklı ilave bir artış olmadığı varsayımı altında, sıkı para politikası duruşunun kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin daha ılımlı bir büyüme patikasına yakınsaması 2018 yılında enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecektir. Bu dönemde, para ve maliye politikaları arasında güçlü bir şekilde devam edecek eşgüdüm dâhilinde vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının da enflasyondaki düşüş destek verecek şekilde belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel ekonomiye ilişkin mevcut veriler büyümenin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde istikrar kazandığını ve gücünü koruduğunu göstermektedir. Birinci çeyrekte küresel büyümenin önceki çeyreğe kıyasla hızlanmış olduğu tahmin edilirken, 2018 yılı geneline ilişkin tahminler de yukarı yönlü güncellenmektedir. Büyümedeki güçlü görünüm ile yükselen emtia ve enerji fiyatlarına karşın küresel ölçekte tüketici ve çekirdek enflasyon oranları ılımlı bir seyir izlemektedir.

Önümüzdeki dönemde küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risklerin daha belirgin olduğu değerlendirilmektedir. Küresel büyüme görünümünü aşağı çekebilecek başlıca risk unsurları, jeopolitik gelişmeler ve dış ticarete artan korumacılık söylemleridir. ABD'de yasalaşan vergi reformunun ABD ve dış ticaret ortaklarının büyümelerini olumlu etkileme potansiyeli ise küresel büyümeye dair yukarı yönlü temel risk olarak görülmektedir.

Mart ayında ABD'nin demir çelik ve alüminyum ithalatına ek gümrük tarifesi uygulayacağını açıklaması dış ticarete korumacılığın küresel ölçekte artabileceğine işaret etmektedir. Söz konusu politikaların küresel büyüme üzerindeki etkileri, taraf olan diğer ülkelerin tepkilerine bağlı olarak değişebilecektir.

Küresel enflasyona dair riskler değerlendirildiğinde, jeopolitik gelişmeler ile dış ticaret politikalarına dair belirsizliklerin, başta enerji ve metal olmak üzere, emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde düşen işsizlik oranlarına paralel olarak ücretlerin mevcut eğilimlere kıyasla daha hızlı bir şekilde artma olasılığı da enflasyonu artırabilecek en önemli risk unsurudur.

Küresel enflasyonda belirtilen risk unsurları çerçevesinde yukarı yönlü belirgin sürprizler olmaması durumunda, başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ekonomilerde para politikasında normalleşme adımlarının beklentiler dâhilinde seyretmeye devam edeceği ve finansal piyasalar üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı düşünülmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerde güçlü talep koşulları ve emtia fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak enflasyonun hızlanma ihtimali, bu ülkelerde öngörülenden hızlı bir sıkılaştırma sürecini tetikleyebilecektir. Böyle bir durumda, Şubat ayı başında da gözlemlendiği üzere, küresel finansal piyasalarda dalgalanmalar oluşabilecek, gelişmekte olan ülkelerde ise döviz kurlarında oynaklık artışı ve portföy akımlarında zayıflama görülebilecektir.

Önümüzdeki dönemde, küresel büyüme eğilimindeki olumlu görünümün Türkiye'nin dış talebini desteklemeye devam edeceği, portföy akımlarının artmaya başlayacağı ve emtia fiyatlarının vadeli piyasalarda ima edildiği şekilde gerileyeceği bir görünüm esas alınmaktadır. Küresel büyümenin zayıfladığı ve emtia fiyatlarının yükseldiği bir senaryoda Türkiye ekonomisi maliyet yönlü enflasyon baskıları ve genişleyen cari işlemler açığıyla karşı karşıya kalabilecektir. TCMB, böyle bir durumda, zayıflayacak olan talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkileriyle maliyet yönlü baskıların enflasyon üzerindeki ikincil etkilerini birlikte değerlendirerek para politikası tepkisini şekillendirecektir. Böyle bir senaryoya, portföy çıkışlarının da eşlik ettiği bir durumda, döviz kurlarındaki artışın tüketici fiyatlarına ne ölçüde yansıtacağı ve genel olarak finansal istikrar üzerinde yaratabileceği etki de para politikası tepkisi üzerinde belirleyici olacaktır.

Şubat ayında küresel finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmanın, jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle, yurt içi finansal koşullara yansımaları olmuştur. Bu doğrultuda, risk priminde bir miktar artış, portföy akımlarında azalış, Türk lirasında değer kaybı ve oynaklık artışı, piyasa ve kredi faizlerinde ise yükseliş meydana gelmiştir. Kredi piyasasına bakıldığında, 2017 yılında uygulanan KGF desteğinin kredileri ivmelendirici etkisinin büyük ölçüde ortadan kalktığı görülmektedir. Ticari kredilerdeki gelişmelere ilave olarak, bireysel kredilerdeki ivme kaybının iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir. Bu değerlendirmelerle birlikte, yurt dışı faiz oranlarındaki yükseliş patikasının öngörülerle uyumlu şekilde ilerlemesi durumunda, önümüzdeki dönemde yurt içinde finansal koşulların mevcut görünümünde seyredeceği tahmin edilmektedir.

2017 yılında iktisadi faaliyeti destekleyici mali teşvik ve tedbirler ile KGF teminatlı kredi kullandırımı, yurt içi talepte güçlü bir toparlanma sağlayarak enflasyona yönelik para politikası aktarımını zayıflatmıştır. Gecikmeli etkiler de dikkate alındığında, bahsedilen politikaların genişletici etkilerinin 2018 yılının ilk çeyreğinde en yüksek seviyesine ulaştığı, ikinci çeyrekte itibaren ise iktisadi faaliyetin ana eğilimine yakınsamaya başlayacağı ve toplam talep koşullarının enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak zayıflayacağı öngörülmektedir. 2018 yılında küresel büyüme görünümündeki olumlu seyirle birlikte dış talebin yanı sıra dış piyasalarda pazar çeşitlendirme esnekliğinin ve reel kurdaki birikimli değer kaybının ihracatı ve büyümeyi desteklemeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Destekleyici politikaların etkisinin zayıflamasıyla birlikte yurt içi talepte nispeten daha ılımlı bir seyir öngörülmektedir. Mevcut görünüm altında, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmeye devam etmektedir. Bu faktörlerden kaynaklanabilecek döviz kuru oynaklıkları, finansal koşulların iktisadi faaliyete verebileceği desteğin zamanlaması ve gücü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

2018 yılının ilk çeyreğinde maliyet yönlü baskılar üretici fiyatları üzerinde olduğu kadar güçlü talep koşullarının da etkisiyle tüketici fiyatları üzerinde de belirleyici olmuştur. Enflasyonun yüksek seviyeleri ve enflasyon beklentilerindeki artış, fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri canlı tutmaktadır. Örneğin, yılın ilk çeyreğinde girdi maliyetlerindeki görece ılımlı seyrin üretici enflasyonuna olumlu yansımalarının sınırlı kalmış olması, firmaların yüksek enflasyon ortamında fiyat artışlarını daha kolay yapabilmelerine olanak sağladığını göstermektedir. Nitekim, yayılım endekslerinden takip edildiği üzere, ekonomik birimlerin fiyat artırma eğiliminin ilk çeyrekte oldukça yüksek seviyelere yükseldiği görülmektedir.

Bunun yanı sıra, ücret artışlarının özellikle emek-yoğun yapısı itibarıyla hizmet sektörü enflasyonundaki iyileşmeyi sınırladığı ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışının belirgin olduğu bu sektörde enflasyon katılığının güçlü seyrettiği değerlendirilmektedir. Ücret belirleme ve fiyatlama davranışlarından kaynaklanan katılıkların fiyat istikrarı üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlanabilmesi bakımından verimlilik kazanımları kritik öneme sahiptir.

Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. İthalat tedbirlerinin etkisiyle 2017 yılının ikinci yarısında gerilemiş olmasına karşın 2018 yılının ilk çeyreğinde hızlı bir yükseliş sergileyen kırmızı et fiyatlarının, sektördeki arz koşulları da

dikkate alındığında, yılın kalanında gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, gıda enflasyonu varsayımları oluşturulurken, Gıda Komitesi'nin aldığı tedbirlerin gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri büyük ölçüde dengeleyeceği bir görünüm esas alınmıştır.

İlk çeyrekte enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin katılık sergilemesi ve çekirdek enflasyon seviyelerinin yüksek seyretmesinin fiyatlama davranışı üzerinde risk oluşturmaya devam ettiği, bunlara ilave olarak yakın dönemde ithalat fiyatlarının yükselmesinin de söz konusu riskleri artırdığı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede Kurul, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla Nisan ayında ölçülü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir.

Kurul ayrıca, Nisan ayındaki toplantısında para politikası operasyonel çerçevesinin sadeleştirilmesi sürecinin tamamlanmasına ve para politikasının öngörülebilirliğinin artırılmasına yönelik hazırlanan teknik sunumları değerlendirmiştir.

TCMB fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

Para ve maliye politikaları arasında kuvvetlendirilen eşgüdümün bir yansıması olarak kamu maliyesinin enflasyonla mücadeleye verdiği desteğin arttığı değerlendirilmektedir. 2017 yılı genelinde vergi artışı kaynaklı enflasyonist etkiler geçmiş yılların önemli oranda altında kalmıştır. Söz konusu politika eşgüdümünün sürekli ve sistematik bir yapıya dönüştürülmesi yönünde yürütülmekte olan ortak çabaların 2018 yılında da enflasyonla mücadeleye katkıda bulunacağı beklenmektedir.

Maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeler enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip edilmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. 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.

Son yıllarda mali disiplinin sürdürülmesi Türkiye ekonomisinin olumsuz dış şoklara karşı duyarlılığını azaltan temel unsurlardan biri olmuştur. Mali disiplinin sağlamış olduğu alan kullanılarak yakın dönemde dengeleyici maliye politikası uygulanabilmiştir. Döngü karşıtı maliye politikası uygulama kapasitesini güçlendirecek yapısal tedbirler, maliye ve para politikası eşgüdümüne katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı destekleyecektir. Bunun yanı sıra, enflasyondaki katılık ve oynaklıkları azaltacak yapısal adımlara devam edilmesi fiyat istikrarına ve toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.