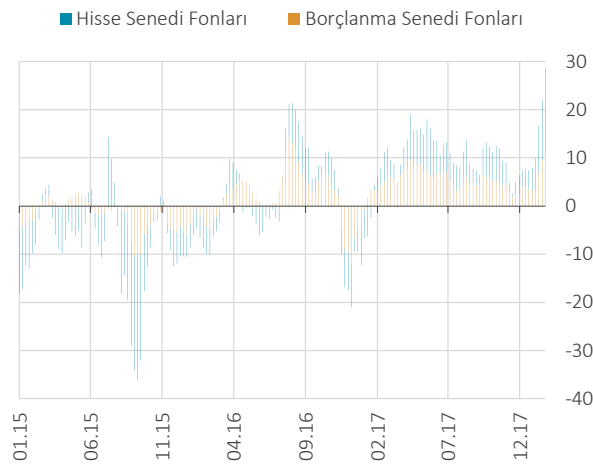


# 1. Genel Değerlendirme

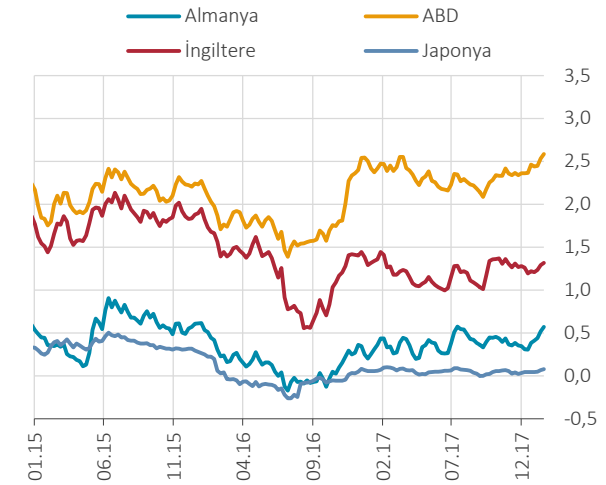
Küresel iktisadi faaliyet ve ticaret hacmindeki canlanma ve finansal piyasalardaki oynaklıklarda gözlenen düşük seyrin katkısıyla küresel risk iştahı gücünü korumakta, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri istikrarlı görünümünü devam ettirmektedir (Grafik 1.1). Küresel enflasyon emtia ve petrol fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak dalgalansa da, çekirdek enflasyon düşük seviyelerde yatay bir seyir izlemektedir. Bu kapsamda, başta ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankaları para politikasında normalleşme adımlarını ılımlı bir hızda devam ettirmektedir. Söz konusu adımların büyük ölçüde beklentiler paralelinde gerçekleşmesi nedeniyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faizlerindeki artışlar sınırlı kalmıştır (Grafik 1.2).

**Grafik 1.1: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)**



Kaynak: EPFR.

**Grafik 1.2: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

Eylül ayı FOMC toplantısında Fed'in normalleşme sürecindeki kararlılığını vurgulaması dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde geçici artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi Eylül ayı ortalarından Kasım ayının ikinci yarısına kadar geçen dönemde jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir miktar olumsuz yönde ayrılmıştır. Ancak, Kasım ayı sonundan bu yana TCMB tarafından alınan politika önlemleri, küresel risk iştahındaki toparlanma ve jeopolitik risklerin azalması sayesinde döviz kuru oynaklıkları, piyasa faizleri ve risk primi gibi finansal göstergelerde iyileşme kaydedilmiştir. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye'ye yönelik portföy akımları bahsi geçen gelişmeler çerçevesinde bir miktar dalgalansa da, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğindeki güçlü girişlerin katkısıyla portföy akımları 2017 yılını birikimli olarak geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde tamamlamıştır. 2017 yılı ortalarından itibaren Kredi Garanti Fonu (KGF) kefaletli kredilerde limitlere yaklaşılması nedeniyle ticari kredilerde bir miktar ivme kaybı gözlenmiş; ancak iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün etkisiyle bankaların kredi verme iştahı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir.

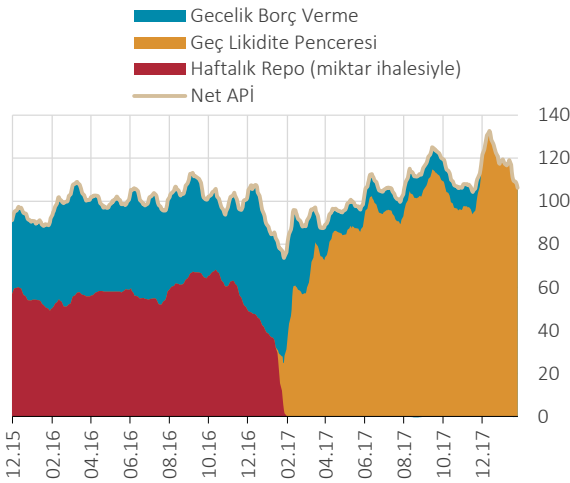
Tüketici enflasyonu, Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısındaki değer kaybı ve başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarındaki artışlar nedeniyle bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 0,72 puan artarak 2017 yılını yüzde 11,92 seviyesinde tamamlamıştır. Toplam talep koşulları enflasyondaki yukarı yönlü seyri desteklerken, kuvvetlenen maliyet yönlü etkilerin üretici fiyatlarını önceki iki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde ivmelendirdiği ve tüketici fiyatları üzerinde baskı oluşturduğu gözlenmiştir. İktisadi faaliyet, yılın üçüncü çeyreğinde, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu biçimde güçlü seyrini korumuştur. Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetin son çeyrekte gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Dayanıklı tüketim mallarına verilen teşviklerin sona ermesini takiben, dördüncü çeyrekte özel tüketimin bir miktar zayıfladığı, diğer taraftan makine teçhizat yatırımlarının dönemlik bazda toparlanmayı

sürdüğü tahmin edilmektedir. Bu dönemde ihracattaki güçlü seyrin devam ettiği, ithalat artışının ise ikinci ve üçüncü çeyreklerdeki yüksek oranların ardından bir miktar yavaşladığı görülmektedir. İthalattaki bu görünüm, iktisadi faaliyetteki sınırlı ivme kaybı ve döviz kuru gelişmelerinin yanı sıra altın ithalatındaki yavaşlamadan kaynaklandığı değerlendirilmektedir. 2018 yılında reel kurdaki birikimli değer kayıpları ve küresel büyümenin güçlenmesiyle birlikte ihracatın büyümeye desteğini sürdürmesi beklenirken, KGF kefaletli kredi desteğinin 2017'ye göre daha sınırlı olsa da sürdürülecek olması yurt içi talebi desteklemeye devam edecektir.

## 1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

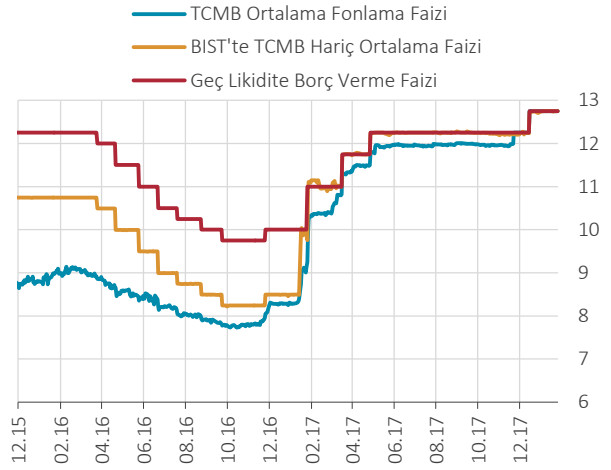
TCMB, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla 2017 yılı boyunca parasal sıkılaşmayı kademeli olarak güçlendirmiştir. Yıl boyunca para politikasının öngörülebilirliği de önemli ölçüde artmıştır. 2017 yılının ilk yarısında alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmadan döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla, 2017 yılında iktisadi faaliyet güç kazanmıştır. Toplam talep ve kredi koşulları enflasyondaki iyileşmeyi geciktirmiştir. 2017 yılının son çeyreğinde, fiyatlama davranışlarına dair risklerin devamına dikkat çeken TCMB, para politikasının sıkılığını kademeli olarak güçlendirmiştir.

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



Kaynak: TCMB.

**Grafik 1.1.2: Kısa Vadeli Faizler (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)**



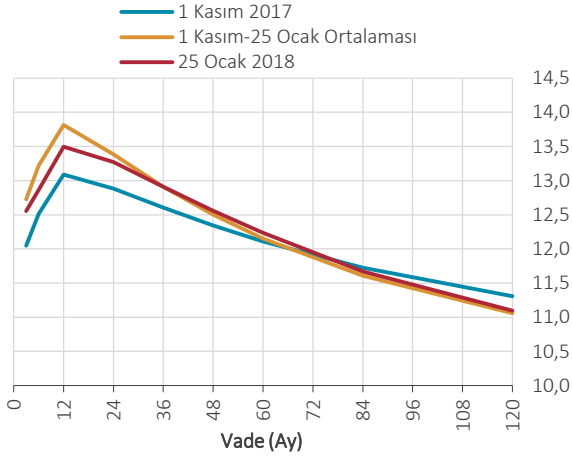
Kaynak: BIST, TCMB.

2017 yılının Kasım ayında, döviz kurunda yaşanan oynaklıkların ve ekonomik temellerden uzaklaşan fiyat oluşumlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri alınmıştır. Bu çerçevede, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitleri 22 Kasım 2017 tarihinden geçerli olmak üzere gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra düşürülerek, TCMB fonlamasının tamamı GLP kanalıyla yapılmaya başlanmıştır (Grafik 1.1.1). Buna bağlı olarak TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizi GLP borç verme faizi olan yüzde 12,25 seviyesinde oluşmuştur (Grafik 1.1.2). Ayrıca TCMB, döviz likiditesini destekleyici çeşitli önlemler almış ve 20 Kasım 2017 tarihinde reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesi amacıyla TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. 2017 yılı Aralık ayı PPK toplantısında enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ile yaşanan maliyet gelişmelerinin beklentiler ve fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayan TCMB, GLP borç verme faiz oranını yüzde 12,75'e yükseltmiştir. TCMB, 2018 yılı Ocak ayı PPK kararında, enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşu kararlılıkla sürdüreceğini ifade etmiştir.

Son dönemde jeopolitik risklerin bir miktar azalması ile uzun vadeli kur takası faizlerinde bir önceki Rapor dönemine göre gerileme gözlenirken kısa ve orta vadeli kur takası faizleri para politikasındaki sıkılaşmaya

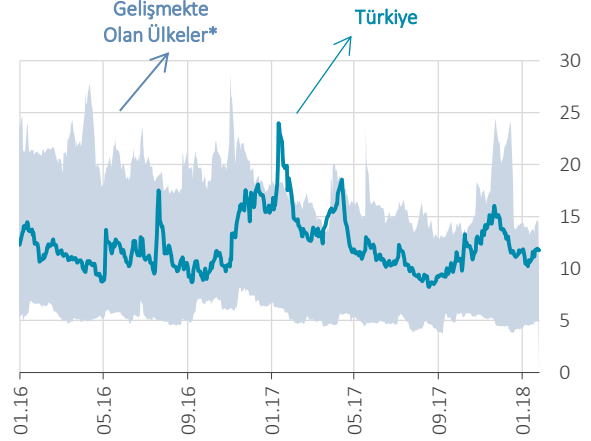
paralel olarak yükselmiş ve getiri eğrisinin negatif eğimi bir miktar daha belirginleşmiştir (Grafik 1.1.3). Kasım ayı sonundan bu yana Türk lirasının ima edilen oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer şekilde gerileme kaydetmiştir (Grafik 1.1.4).

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



Kaynak: Bloomberg.

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

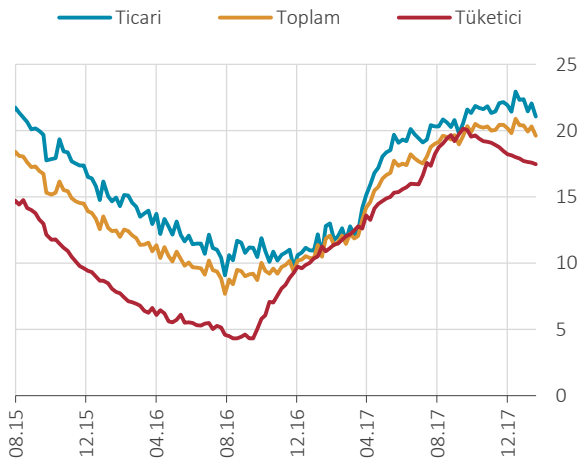


Kaynak: Bloomberg.

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

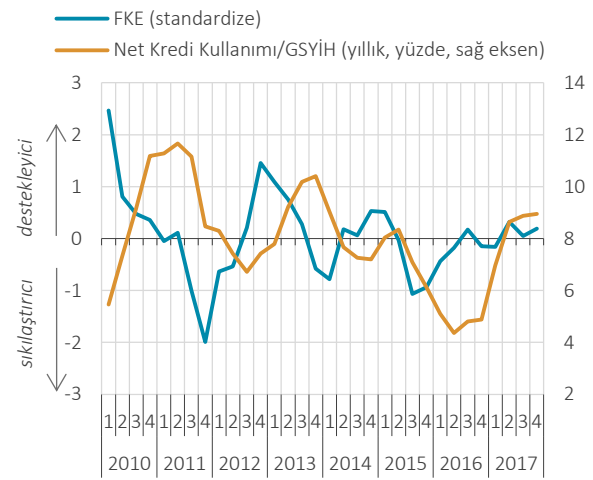
2017 yılı son çeyreğinde, çeşitli sektörlerdeki KDV indirimlerinin sona ermesine ilaveten, baz etkilerinin de katkısıyla tüketici kredileri artış hızı gerilemiştir. Söz konusu dönemde, Hazine destekli KGF kefalet teşvikinin önceden ilan edilen sınırlara yaklaşmış olmasının etkisiyle ticari kredilerdeki dengelenme süreci devam etmiş; toplam kredi büyüme hızı yatay seyretmiştir (Grafik 1.1.5). Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir göstergesi niteliğinde olan Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılı genelinde, toplam finansal koşulların iktisadi faaliyetteki canlanmayı desteklediğine işaret etmektedir (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 ve Kredi Büyümesi\***



Kaynak: TCMB.

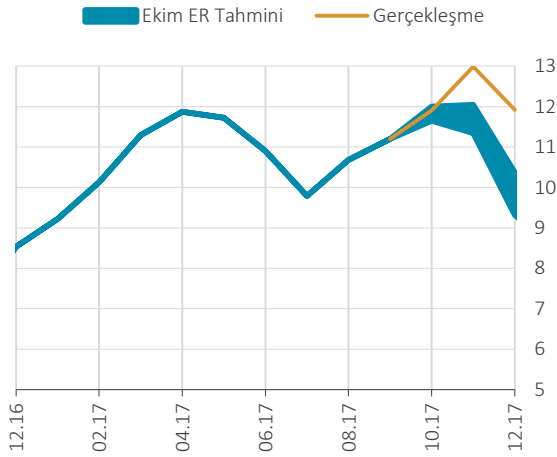
\* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz: TCMB Çalışma Tebliği:15/13. Net kredi kullanımı/GSYİH, kredi stokundaki yıllık değişimin cari milli gelire oranını ifade etmektedir.

## 1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2017 yılsonunda yüzde 11,92 ile Ekim Enflasyon Raporu tahmininin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Benzer şekilde işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu da öngörülenden daha yüksek seyretmiştir (Grafik 1.2.2). Bu dönemde gıda enflasyonu yüzde 13,79'a ulaşarak öngörülerin önemli ölçüde üzerinde kalırken, Türk lirasındaki hızlı değer kaybı ile uluslararası petrol ve diğer girdi fiyatlarındaki belirgin artış da enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Bu dönemde iktisadi faaliyetteki güçlü seyir de enflasyondaki yükselişi destekleyen bir diğer unsur olmuştur.

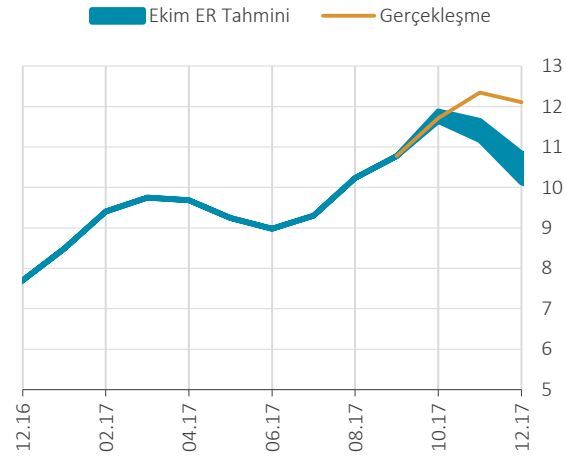
**Grafik 1.2.1: Ekim 2017 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler\* (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda ve Alkol-Tütün Dışı Enflasyon için Ekim 2017 Tahminleri ve Gerçekleşmeler\* (%)**



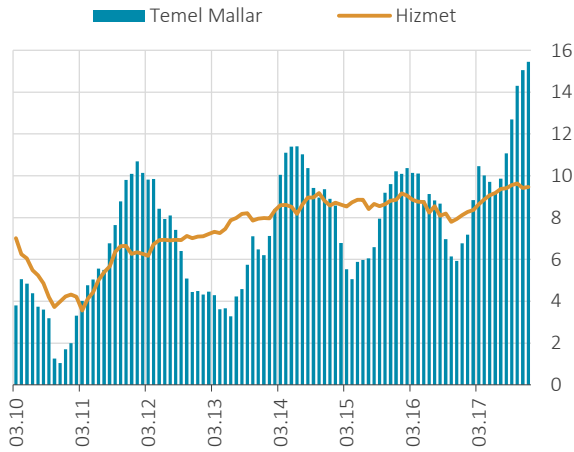
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yılın dördüncü çeyreğinde, hizmet grubu yıllık enflasyonunda gözlenen sınırlı azalışa karşılık, temel mal, gıda ve enerji grubu enflasyonlarındaki artışla birlikte tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybı sonucu başta dayanıklı mallar olmak üzere temel mal enflasyonu belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.2.3). Bunun yanında, mobilya ile beyaz eşya sektörlerindeki geçici vergi indirimlerinin sona ermesi, belirli sektörlerde toplam talebin güçlü olması ve giyim grubunun ağırlık sistemindeki yöntem değişiminin etkileri temel mal enflasyonundaki yükselişte belirleyici olmuştur. Gıda enflasyonunda çeyrek genelinde kaydedilen artışta, işlenmemiş gıda grubundaki dalgalı seyre karşın, daha ziyade süt ürünleri kaynaklı olarak işlenmiş gıda fiyatları etkili olmuştur. Enerji fiyatları ise uluslararası petrol ve diğer girdi maliyetlerindeki gelişmelere bağlı olarak yükselmeye devam etmiştir.

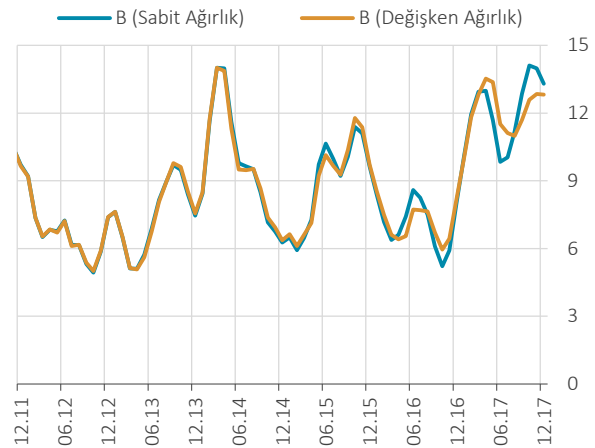
Üretici fiyatları kaynaklı baskılar, bu çeyrekte, döviz kuru gelişmeleri ile petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak güçlenmiştir. İktisadi faaliyetin güçlü seyri maliyet baskılarının enflasyon üzerinde hissedilir olmasında rol oynamıştır. Enflasyonun ulaştığı yüksek seviye, geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü olduğu alt kalemleri olumsuz etkilemiştir. Orta vadeli enflasyon beklentileri yükselişini sürdürerek tarihsel olarak yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu görünüm altında çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık enflasyonları bir önceki çeyreğe kıyasla artarak yüzde 12,3 seviyesine ulaşmıştır. Çekirdek göstergelerin ana eğilimi ise yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 1.2.4).

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



Kaynak: TÜİK.

**Grafik 1.2.4: B Endeksi Ana Eğilimi\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Üç Aylık Ortalama % Değişim)



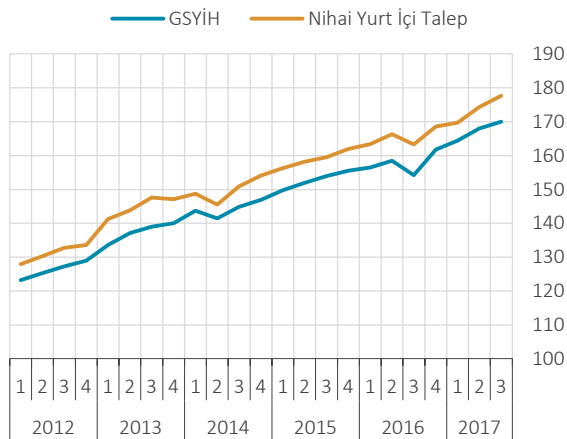
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* 2017 yılı Ocak ayı ile birlikte giyim ve ayakkabı ürünlerinin tüketici fiyat endeksinde dâhil edilmesinde değişkenden sabit ağırlık sistemine geçilmiştir. Bu geçişin çekirdek enflasyon ana eğilimine yansımalarına dair detaylı bir değerlendirme 6 Haziran 2017 tarihli TCMB blog yazısında bulunabilir.

## Arz ve Talep

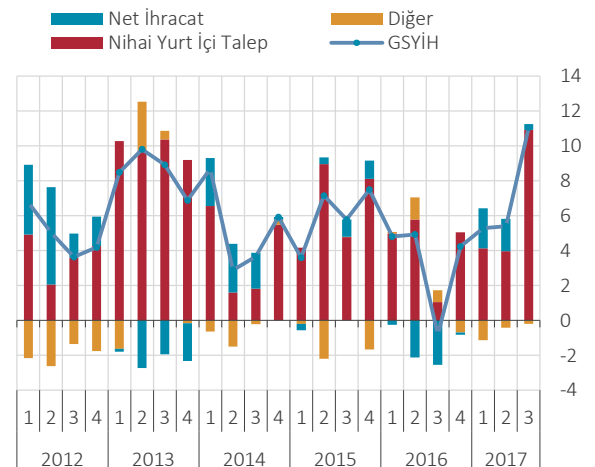
İktisadi faaliyet, yılın üçüncü çeyreğinde, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu şekilde yurt içi talep kaynaklı olarak gücünü korumuştur (Grafik 1.2.5). Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) üçüncü çeyrekte dönemlik olarak yüzde 1,2 oranında artarken, baz etkisi, çalışılan gün sayısındaki artış ve iktisadi faaliyetin ana eğilimindeki güçlü seyre bağlı olarak yıllık büyüme yüzde 11,1 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık büyüme temelde yurt içi talepten kaynaklanmıştır (Grafik 1.2.6). Talep bileşenleri açısından bakıldığında, vergi indirimlerine konu olan gruplardaki artışın da desteğiyle özel tüketim harcamaları yıllık büyümeye en yüksek katkıyı veren kalem olurken, makine-teçhizat yatırımları beş çeyreğin ardından yıllık büyümeye yeniden pozitif katkı yapmıştır. Öte yandan, yurt içi talepteki toparlanma ve altın ticaretindeki artışla birlikte ithalat üçüncü çeyrekte yüksek oranlı bir artış sergilemiştir. Böylece, ihracattaki olumlu seyre rağmen net ihracatın yıllık büyümeye katkısı üçüncü çeyrekte oldukça sınırlı kalmıştır.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 1.2.6: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları\*** (% puan)



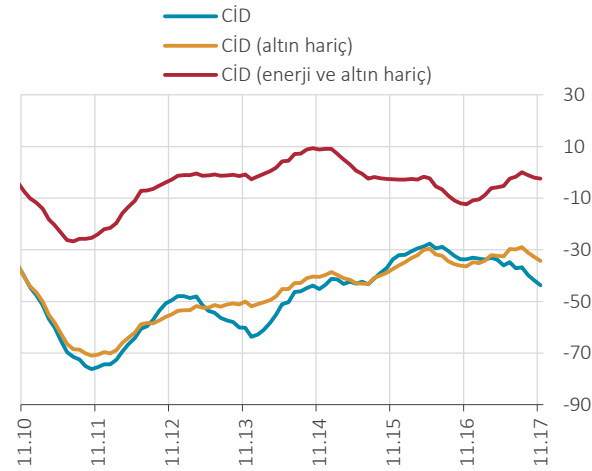
Kaynak: TÜİK

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

Son dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyetin 2017 yılı son çeyreğinde de gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Vergi teşviklerinin etkisiyle öne çekilen talebin yavaşlamasıyla özel tüketimde bir miktar ivme kaybı gözlenirken, yatırımlardaki canlanma devam etmektedir. Dış ticaret tarafında ise turizm sektöründeki iyileşmenin de katkısıyla mal ve hizmet ihracatındaki artış eğilimi devam etmektedir. İç talebin daha ılımlı büyümesi, Türk lirasındaki reel değer kaybı ve altın ithalatındaki yavaşlama sonucu ithalatta ivme kaybı gözlenmektedir. Böylece son çeyrekte, yurt içi talebin çeyreklik büyümeye katkısı azalırken, net ihracatın katkısının ise artması beklenmektedir. Reel olarak ihracattaki artış ve ithalattaki ivme kaybına karşılık başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen belirgin yükseliş, cari işlemler dengesinde yılın son çeyreğinde sınırlı bir bozulmaya neden olmuştur.

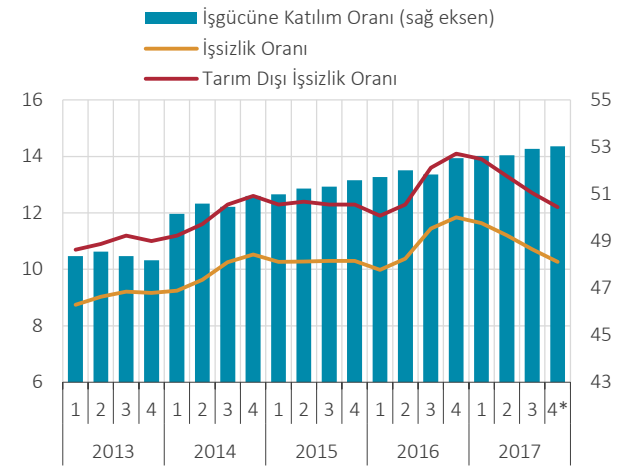
Baz etkisi ve talep uyarıcı politikalar gibi 2017 yılına özgü unsurların desteğinin azalması ile birlikte 2018 yılında iktisadi faaliyetin ana eğilimine yönelerek kademeli olarak potansiyel düzeyine yakınsayacağı öngörülmektedir. Reel kurdaki birikimli değer kayıpları ve küresel büyümenin istikrar kazanmasıyla birlikte 2018 yılında ihracatın büyümeye desteğinin sürmesi ve cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir (Grafik 1.2.7). KGF kefaletli kredi desteğinin 2017'ye göre daha sınırlı olsa da 2018 yılında da devam edecek olması yurt içi talebi destekleyen bir faktör olacaktır. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın sektörel yayılımının artmasıyla birlikte büyümenin işgücü piyasasına yansımaları belirginleşmektedir. Diğer yandan istihdamdaki artışların yanında katılım oranının da artması işsizlik oranlarındaki düşüşü sınırlamaktadır (Grafik 1.2.8). Büyümenin istikrarlı bir biçimde sürmesiyle istihdam imkânlarını genişletecek yatırımlardaki artışın ve işsizlik oranlarındaki düşüşün kademeli olarak devam edeceği öngörülmektedir.

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



Kaynak: TCMB.

**Grafik 1.2.8: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**



Kaynak: TÜİK.

\*Ekim dönemi.

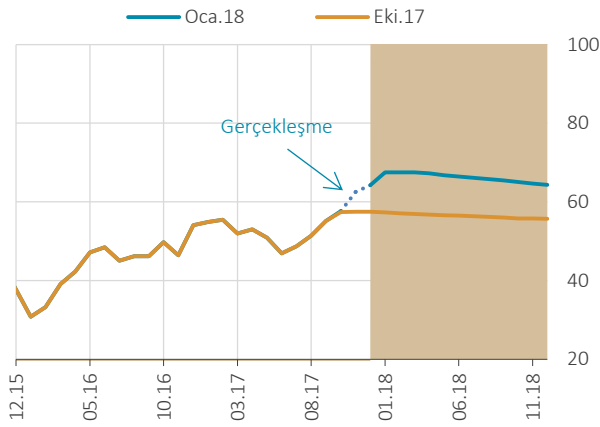
## Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde, önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Ekim Enflasyon Raporu'na göre belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmiştir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için 56 ABD dolarından 66 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ham petrol ve diğer enerji kalemlerinin yanı sıra endüstriyel metal gibi üretime girdi oluşturan emtia fiyatlarında da son dönemde yükseliş gözlenmiştir. Bu çerçevede, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında da 2018 yılı için yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 1.2.9 ve Grafik 1.2.10).

Yılın üçüncü çeyreğinde düşüş gösteren yıllık gıda enflasyonu, son çeyrekte 1,28 puan yükselerek yüzde 13,79 olmuştur. Böylece, gıda enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin üzerinde gerçekleşmiştir. İşlenmiş gıda enflasyonu bu dönemde gıda enflasyonundaki yükselişin ana belirleyicisi olmuştur. Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi)

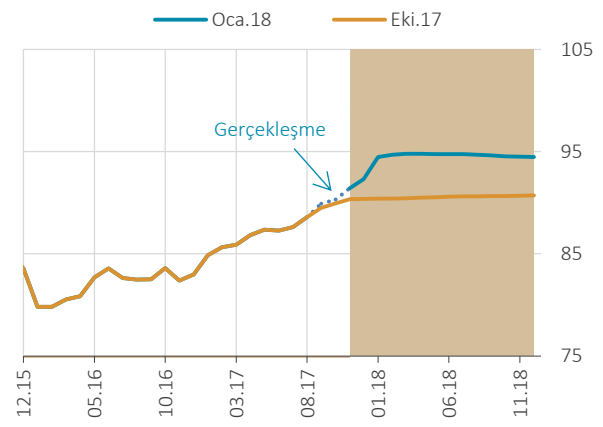
gündemindeki tedbirler de dikkate alınarak, gıda enflasyonu varsayımı 2018 ve 2019 yıl sonu için yüzde 7 olarak korunmuştur.

**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.

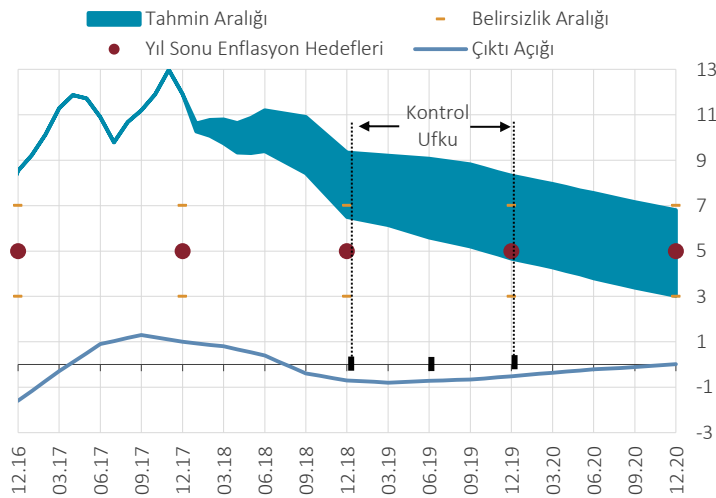
### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

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 7,9 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 6,5 ile yüzde 9,3 aralığında (orta noktası yüzde 7,9), 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



Bu çerçevede, 2018 yıl sonu enflasyon tahmini, Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,9 puan yukarı çekilmiştir. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımına dair yapılan yukarı yönlü güncellenmenin 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,7 puan yukarı çekeceği değerlendirilmiştir. İktisadi faaliyet görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak 2017 ve 2018 genelinde bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2018 yıl sonu tahminini 0,1 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür. Ayrıca, 2017 son çeyrekteki enflasyon gerçekleşmelerinin Ekim Enflasyon Raporu'ndaki tahminlerin üzerinde olması ve enflasyon ana eğilimindeki yükseliş 2018 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan yukarı yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 7 olarak açıklanan 2018 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 7,9'a yükseltilmiştir.

Diğer taraftan, Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki güncellemeye bağlı olarak 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,5 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. 2018 yılı ikinci yarısı ve 2019 yılını kapsayan döneme ilişkin ortalama çıktı açığı tahminindeki güncelleme sınırlı olduğu için bu güncellenmenin 2019 yılı enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etki yapmadığı değerlendirilmiştir. Böylece Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 6,0 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 6,5'e yükseltilmiştir.

Birikimli döviz kuru etkilerinin ve ithalat fiyatlarında 2017 yılında gözlenen hızlı artışların enflasyon üzerindeki etkilerinin kademeli olarak zayıflayacak olması 2018 yılında enflasyona düşüş yönünde katkı yapacak başlıca unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, 2018 yılında iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörüsüne ek olarak, para ve maliye politikaları arasında güçlü bir şekilde devam edecek eşgüdüm dâhilinde vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının Orta Vadeli Program (OVP) ile uyumlu seyredeceği bir makro politika çerçevesi de enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecektir.

## 1.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel büyümeye ilişkin veriler gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde büyümenin eşanlı olarak devam ettiğini göstermektedir. PMI göstergelerinin her iki ülke grubu için de büyümeye işaret eden seviyelerde olması ve özellikle Euro Bölgesi için önümüzdeki dönem büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesi küresel ekonomik görünümün istikrarlı seyrini teyit eder niteliktedir. Küresel enflasyon emtia ve petrol fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak dalgalanmakla birlikte düşük düzeyini korumakta, küresel çekirdek enflasyon ise yatay bir seyir izlemektedir.

Önümüzdeki dönemde, olumlu küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü risk oluşturabilecek unsurların başında Orta Doğu ve Kore yarımadası ile ilgili jeopolitik gelişmeler ve dış ticarete artan korumacı söylemlerin yansımaları sayılabilir. Bunun yanında ABD vergi reformu küresel ekonomik görünüm açısından pozitif bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Başta Fed ve Avrupa Merkez Bankası olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankaları para politikasında normalleşme adımlarını devam ettirmektedir. Söz konusu adımların beklentiler paralelinde gerçekleşmesi nedeniyle mevcut durumda piyasa tepkisi ılımlı seyretilmektedir. Ancak sıkılaşma eğilimi üzerindeki riskler yukarı yönlüdür. ABD'de istikrar kazanan ekonomik canlanma ile birlikte Fed, politika normalleşmesi konusundaki kararlılığını ortaya koymuştur. Euro Bölgesi için de büyüme görünümünün güçlenmiş olması nedeniyle Avrupa Merkez Bankası para politikasının beklentilerden daha önce sıkılaşabileceği değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetteki güçlü seyre rağmen ücret artışlarının hızlanmaması fiyat artışlarını sınırlamaktadır. Bununla birlikte, işgücü piyasasındaki istikrarlı toparlanma küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Son dönemde petrol fiyatlarında gözlenen hareketler de küresel enflasyondaki istikrarlı seyri bozabilecek temel unsurlardan biri olarak görülmektedir.



Küresel iktisadi faaliyet ve ticaret hacmindeki olumlu görünümün yanı sıra küresel risk iştahının sürmesi sayesinde gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy girişleri güçlü seyretmektedir. 2018 yılında, büyüme görünümündeki olumlu seyrin korunması ve gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşmenin ılımlı seyretmesi durumunda portföy girişlerinin süreceği değerlendirilmektedir. Türkiye'ye yönelik portföy akımları ise özellikle jeopolitik risklere bağlı olarak dönem dönem dalgalı bir seyir izleyebilmektedir.

Küresel finansal koşulların yanı sıra, yurt içi finansal koşullar da genel olarak iktisadi faaliyeti destekleyici yönde gerçekleşmektedir. Aralık ayı PPK toplantısından bu yana döviz kuru oynaklıkları, piyasa faizleri ve risk primi gibi finansal göstergelerde iyileşme kaydedilmiştir. TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu güçlendirmesinin etkisiyle getiri eğrisinin negatif eğimi belirginleşmiştir. 2017 yılı ortalarından itibaren KGF kefaletli kredilerde limitlere yaklaşılması nedeniyle geçmiş yıllar ortalamalarına yakın seviyelerde dengelenmiş görünen kredi büyümesinin toplam talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir.

Ek kredi ivmesinin büyümeye verdiği desteğin zayıflaması ve dayanıklı mallara uygulanan vergi teşviklerinin son bulmasıyla yurt içi talepte bir miktar yavaşlama görülmekte ve ekonominin 2017 son çeyreği ile birlikte ana eğilimine yönelmeye başladığı değerlendirilmektedir. 2018 yılında, 2017 yılındaki destekleyici politikaların etkisinin azalacak olmasına ek olarak para politikasındaki sıkı duruş ve OVP kapsamındaki mali tedbirlerin kredi büyümesi ve iktisadi faaliyetteki normalleşmenin ana unsurları olması beklenmektedir. Bununla birlikte, 2018 yılında KGF desteğinin daha sınırlı da olsa devam edecek olması yurt içi talebi destekleyen bir faktör olacaktır. Önümüzdeki dönemde, turizmde süregelen toparlanmanın, küresel büyüme görünümündeki iyileşmenin ve reel kurun destekleyici seyrinin ihracat kanalıyla büyümeye ve cari dengeye olumlu katkı vermeye devam etmesi beklenmektedir. Mevcut görünüm altında, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler iktisadi faaliyet açısından önemli rol oynamaya devam etmektedir. Bu faktörlerden kaynaklanabilecek döviz kuru oynaklıkları, finansal koşulların iktisadi faaliyete verebileceği desteğin zamanlaması ve gücü üzerinde aşağı yönlü risk oluşmaktadır.

2017 yılının son çeyreğinde enflasyon görünümü gerek döviz kuru gerekse emtia kanalıyla güçlenen maliyet yönlü baskılar ve gıda fiyatlarındaki yükseliş sonucunda bozulmuştur. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlamada davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyonun ulaşmış olduğu yüksek seviye, geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü olduğu alt kalemleri olumsuz etkilerken; orta vadeli enflasyon beklentilerinde henüz bir iyileşme gözlenmemesi, gerek ücret ayarlamaları gerekse genel fiyatlamada davranışları kanalıyla enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Söz konusu riskler enflasyon görünümünde 2018 yılının ilk aylarında gözlenmesi beklenen iyileşmeyi sınırlayabilecektir.

Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. Aralık ayında büyük ölçüde baz etkileri ve hava koşullarına bağlı olarak yıllık tüketici enflasyonunu düşürücü yönde rol oynayan gıda fiyatları, 2018 yılının ilk çeyreğinde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklı olarak tüketici fiyatları üzerinde belirleyici olabilecektir. Gıda enflasyonu varsayımları oluşturulurken, Gıda Komitesi'nin almakta olduğu tedbirlerin gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri büyük ölçüde dengeleyeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Ayrıca petrol fiyatlarındaki gelişmeler de yurt içinde enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Diğer yandan, birikimli döviz kuru etkileriyle temel mal grubunda enflasyonun yukarı yönlü eğilimini sürdürdüğü, toplam talep koşullarının da bu yükselişi desteklediği izlenmektedir. Hizmet enflasyonundaki yüksek seviyeler dikkate alındığında çekirdek enflasyon görünümünde henüz belirgin bir iyileşme olmadığı değerlendirilmektedir.

TCMB enflasyon görünümündeki bu gelişmeler sonucunda parasal duruşunu sıkılaştırmıştır. Öncelikle 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yaklaşık 25 baz puan yükselmesi

sağlanmıştır. Ayrıca, Aralık ayındaki PPK toplantısında, borç verme faiz oranı 50 baz puan artırılmış, Ocak ayında ise mevcut sıkı duruşun korunmasına karar verilmiştir.

Enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir. Mevcut veriler itibarıyla bu duruş, enflasyon trendinde ikna edici bir düşüş sağlanana kadar sıkı para politikasının korunmasını gerektirmektedir. TCMB, para politikasını oluştururken orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate almakta ve dolayısıyla enflasyonda yıl içinde gözlenmesi beklenen baz etkileri kaynaklı dalgalanmalardan ziyade enflasyonun ana eğilimindeki gelişmelere odaklanmaktadır. 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.