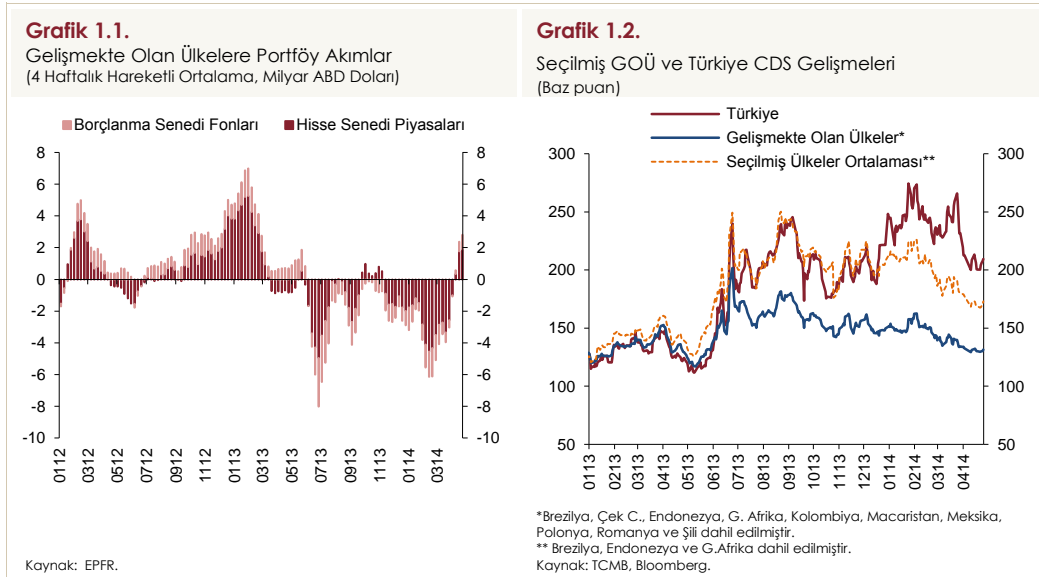


1.Genel Değerlendirme

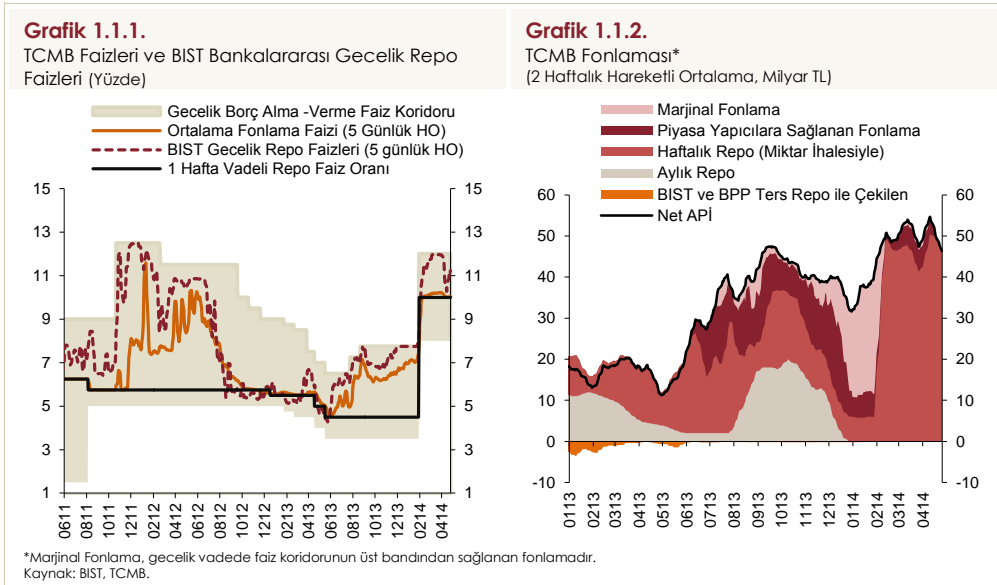
2014 yılının ilk çeyreğinde, para politikalarına dair küresel belirsizliklerin sürmesi ile birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarındaki zayıflık devam etmiştir. Yılın ikinci çeyreği başında ise bu ülkelere sınırlı miktarlarda portföy girişleri gözlenmiştir (Grafik 1.1). Küresel iktisadi faaliyette 2013 yılının son çeyreğinde büyümenin itici gücü gelişmiş ülke ekonomileri olmuştur. 2013 yılında küresel büyümede gözlenen güçlenme eğiliminin 2014 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme seyriyle uyumlu bir şekilde gelişmekte olan ülkelerde ihracat koşullarının iyileşerek büyümeye olumlu katkı sağlayabileceği, ancak zayıf seyreden portföy akımlarının ve sıklaşan finansal koşulların yurt içi talebi sınırlamaya devam edebileceği değerlendirilmektedir. Küresel finansal piyasalarda ise Fed'in varlık alımlarının nasıl sonlandıracağına dair belirsizliğin büyük ölçüde azalmasıyla birlikte mevcut durumda faiz artırımının zamanlamasına ve hızına ilişkin beklentiler fiyatlamalar için önem arz etmektedir. Öte yandan, gerek faiz kanalının aktarım mekanizmasının varlık alımlarına göre daha iyi bilinmesi, gerekse bu süreçte para politikasının yüksek frekanslı veriye bağıllığının azalması nedeniyle; faiz artırımının finansal piyasalardaki belirsizlik etkisinin varlık alımından çıkış politikasının etkisine kıyasla daha sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir.



Küresel gelişmelere ek olarak, yakın dönemde yaşanan belirsizlik artışları Türkiye'de ekonomik görünümü etkileyen önemli bir gelişme olmuştur. 2013 yılı sonunda artan belirsizlikler neticesinde Türkiye'ye özgü risk primi göstergelerinde kayda değer bir bozulma gözlenmiştir (Grafik 1.2). Yaşanan süreçteki döviz kuru hareketleri ve finansal piyasalardaki oynaklık artışı enflasyon görünümü ve makro-finansal istikrarı olumsuz etkilemiştir. 28 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirilen güçlü ve önden yüklemeli para politikası sıkılaştırması ile enflasyon görünümündeki bozulmanın kontrol altına alınması ve finansal istikrarın desteklenmesi amaçlanmıştır. Sıkı para politikası duruşu ve yakın dönemde azalan belirsizlikler neticesinde orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma sınırlanmış, finansal piyasalardaki oynaklık düşmüş ve risk primlerinde kısmi iyileşme yaşanmıştır.

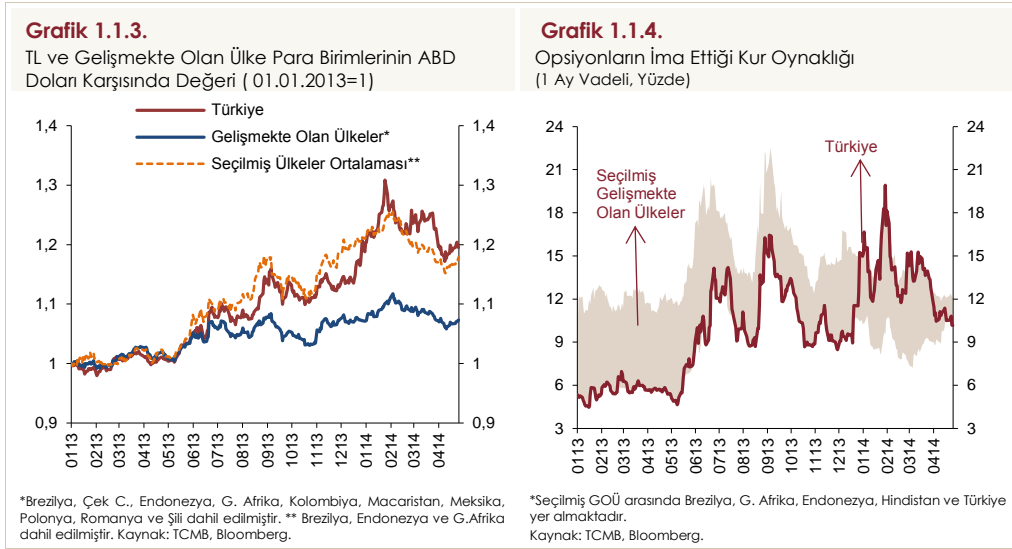
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

2013 yılı Mayıs ayında başlayan küresel finansal belirsizlikler sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye'den portföy akımlarında çıkışlar gözlenmiş, risk primlerinde artışlar ve kurlarda değer kayıpları yaşanmıştır. Temelde kur gelişmelerinin etkisi ile Türkiye'de enflasyon 2013 yılı ikinci yarısında yükselerek yıl sonunda yüzde 7,4 değerine ulaşmış ve belirsizlik aralığının üzerine çıkmıştır. Bu dönemde enflasyon görünümündeki bozulmayı kontrol altına almak için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) temkinli bir para politikası duruşu oluşturmuş ve politika öngörülebilirliğini artırmıştır. 2013 yılı sonu ve 2014 yılı başlarında ise iç ve dış piyasalardaki belirsizlikler önemli ölçüde artmıştır. Bu süreçte diğer gelişmekte olan ülkelere göre Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk primi göstergelerinde kayda değer bir artış gözlenmiştir (Grafik 1.2 ve Grafik 1.1.3). Bu gelişmeler enflasyonun uzun bir süre hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi riskini artırmıştır. TCMB enflasyon beklentilerindeki ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması ve aynı zamanda makroekonomik ve finansal istikrarın korunması amacı ile 28 Ocak tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir (Grafik 1.1.1). Ayrıca operasyonel çerçevede sadeleştirmeye gidilmiş ve TCMB fonlaması temel olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranından sağlanmaya başlamıştır (Grafik 1.1.2). Faiz artışı öncesi dönemde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla önemli miktarlarda döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Bunun yanında, döviz piyasasında fiyatlama mekanizmasının bozulduğu Ocak ayında doğrudan döviz müdahalesi gerçekleştirilmiştir. Döviz satışları sonucunda finansal sektörün likidite ihtiyacı yükselmiş ve 2014 yılı ilk çeyreğinde TCMB fonlaması önemli miktarda artış göstermiştir (Grafik 1.1.2). Bu dönemde, finansal sistemin likidite ihtiyacının artmış olması para politikasındaki sıkılığı güçlendiren bir unsur olmuştur.

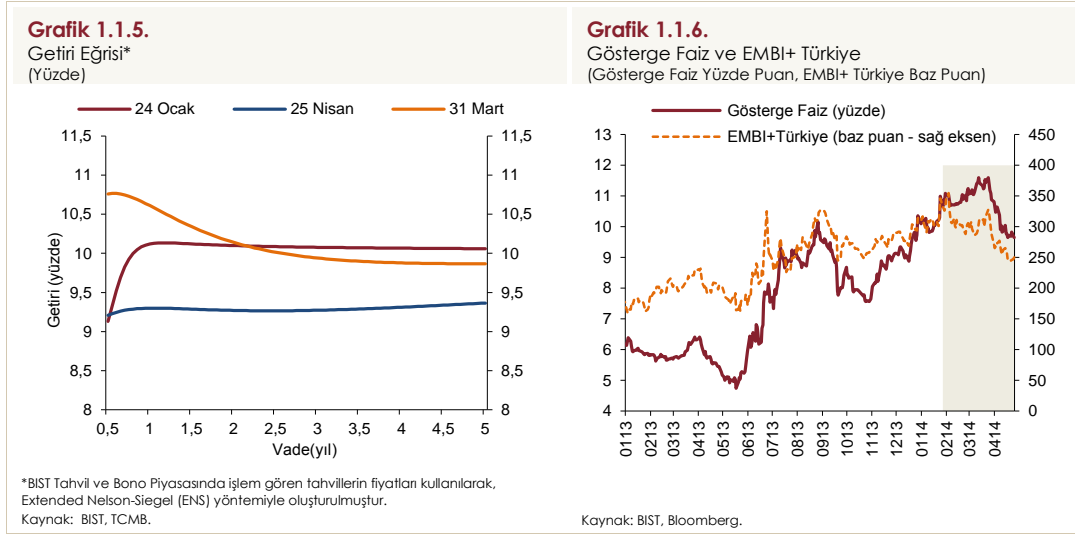


Küresel finansal belirsizliklerin arttığı 2013 Mayıs ayından 2013 yılı sonuna kadar olan dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türk lirasında belirgin değer kayıpları gözlenmiş ve kur oynaklıklarında artışlar yaşanmıştır (Grafik 1.1.3 ve Grafik 1.1.4). Fakat, bu dönemde temkinli ve öngörülebilirliği artırılan para politikasının katkısı ile cari açık veren seçilmiş benzer gelişmekte olan ülkelere göre Türk lirasındaki değer kaybı daha sınırlı olmuş, ayrıca ima edilen kur oynaklığı görece olarak en düşük seviyede kalmaya devam etmiştir. 2013 yılı sonunda başlayan belirsizlik artışı sonrasında ise Türkiye'ye özgü artan risk primleri ile birlikte hem Türk lirası önemli oranda değer kaybetmiş hem de ima edilen oynaklık yükselmiştir.

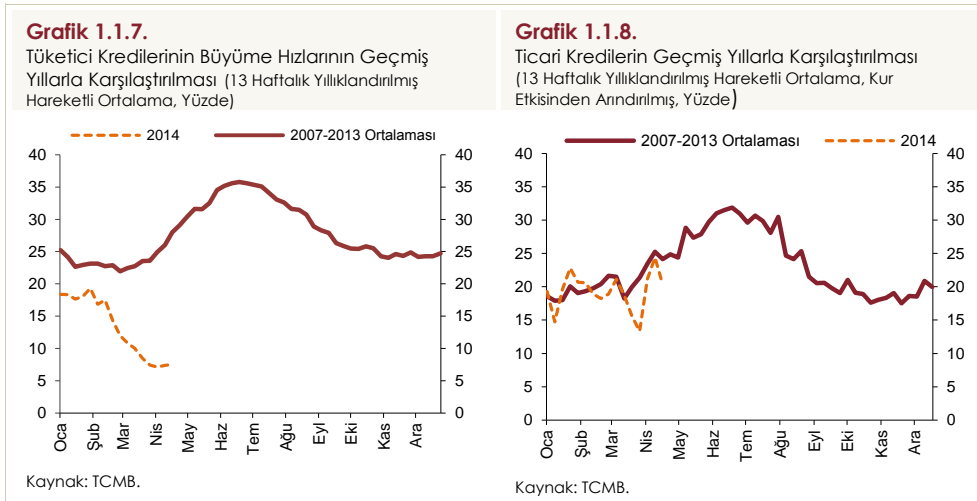
2014 Ocak ayı sonundaki güçlü para politikası sıkılaştırılması sonrasında risk algısında iyileşme yaşanmış, Türk lirasındaki değer kaybının bir kısmı geri alınmış ve ima edilen oynaklıkta düşüş gözlenmiştir. Yakın dönemde belirsizliklerin azalmasının da katkısı ile Türk lirasındaki değer kazancı devam etmiş ve ima edilen kur oynaklığı tekrar benzer ülkelere göre daha düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 1.1.3 ve Grafik 1.1.4).



Son üç aylık dönemde piyasa faizleri, TCMB'nin para politikası duruşuna, Fed'den gelen nicel genişlemeye ilişkin haberlere ve belirsizliklerin gelişimine bağlı olarak değişken bir seyir izlemiştir. 28 Ocak 2014 ara PPK toplantısı öncesinde belirsizliklerdeki artış, risk primlerindeki ve enflasyon görünümündeki bozulmalar nedeniyle kısa vadeler dışındaki tüm vadelerde getiri eğrisi yukarı yönlü hareket etmiştir. Ara toplantıda gerçekleştirilen güçlü ve önden yüklemeli para politikası sıkılaştırılması sonrasında ise Mart ayının sonuna kadar kısa vadeli faizler TCMB ortalama fonlama ve gecelik fonlama faizleri ile uyumlu bir şekilde yükselmiştir. Aynı zamanda uzun vadeli faizlerde ise düşüşler gözlenmiş ve getiri eğrisinin eğimieksiye dönmüştür. Yakın zamanda risk primindeki iyileşme ve azalan belirsizlikler ile birlikte tüm vadelerde faizler düşmüş ve getiri eğrisi daha yatay bir şekil almıştır (Grafik 1.1.5). Mevcut durumda getiri eğrisinin yatay seyri ve gerektiğinde eğiminineksiye döndürülmesi para politikasındaki sıkı duruşa işaret etmektedir. Gösterge faiz de diğer faizlere benzer bir şekilde Nisan ayına kadar artış eğilimi gösterirken Nisan ayından sonra düşen risk primleri nedeniyle azalmıştır (Grafik 1.1.6).

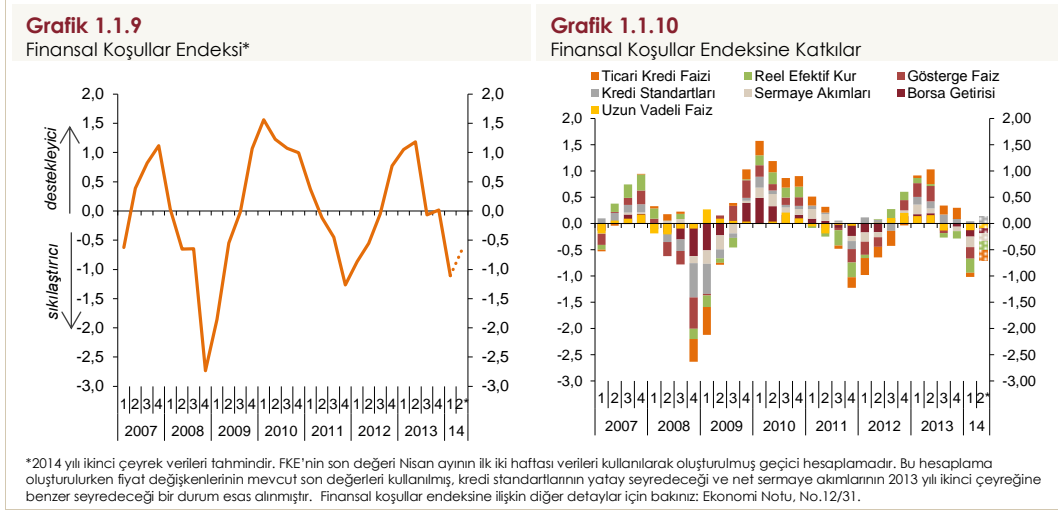


Artan piyasa faizi oranlarına bağlı olarak bankacılık fonlama maliyetlerindeki yükseliş hem tüketici hem de ticari kredi faizi oranlarına yansımıştır. Bunun yanında, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın aldığı makro ihtiyati kararların da etkisi ile tüketici kredilerinin ve kredi kartı borçlanmalarının büyüme hızları geçmiş yıllar ortalamasının oldukça altında seyretmektedir (Grafik 1.1.7). Ayrıca TCMB'nin finansal sistemin fonlama ihtiyacını artırmasının ve fonlama vadesini kısaltmasının da tüketici kredilerinde yavaşlatıcı bir etki yaptığı değerlendirilmektedir. Öte yandan, ticari kredilerinin büyüme hızında geçmiş yıllara kıyasla bir farklılık gözlenmemektedir (Grafik 1.1.8). Tüketici kredilerinin büyüme hızlarının daha makul seviyelere gelirken ticari kredilerin büyüme hızlarını korumasının makro finansal istikrarı, dengelenme sürecini ve enflasyondaki düşüş eğilimini destekleyeceği düşünülmektedir.



Yukarıda bahsi geçen faktörlerin bir özeti olarak yorumlanabilecek, çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2014 yılının ilk çeyreğinde önemli miktarda bir sıkılaşmaya işaret etmektedir (Grafik 1.1.9). Bu durumda Türk lirasındaki değer kaybı, portföy akımlarındaki yavaşlama, borsa endeksindeki gerileme ve piyasa faizlerindeki artış etkili olmuştur (Grafik 1.1.10). Finansal koşullardaki sıkı seyrin enflasyondaki düşüşü ve cari dengeyi

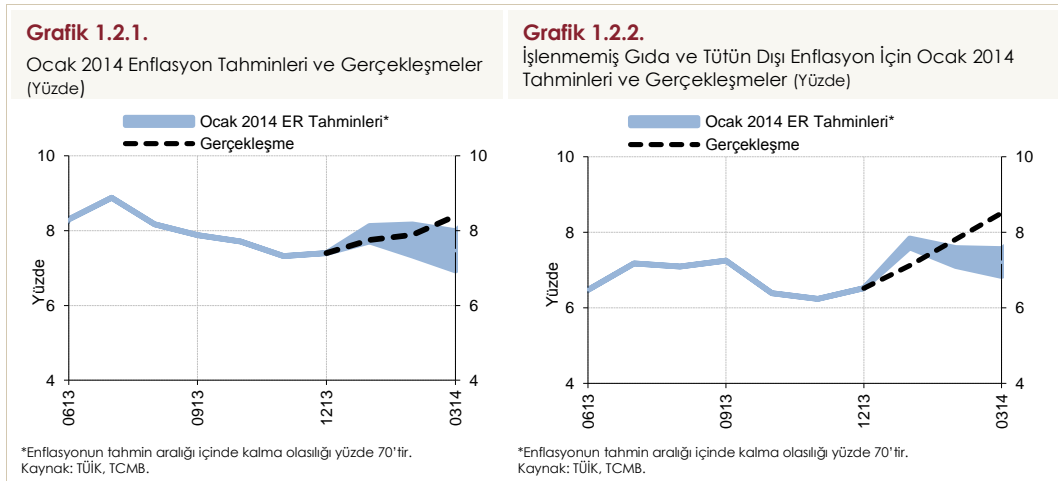
destekleyici olması beklenmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde ise azalan belirsizlikler ve risk primlerindeki kısmi iyileşme ile finansal sıkılığın bir miktar azalması beklenmektedir.



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

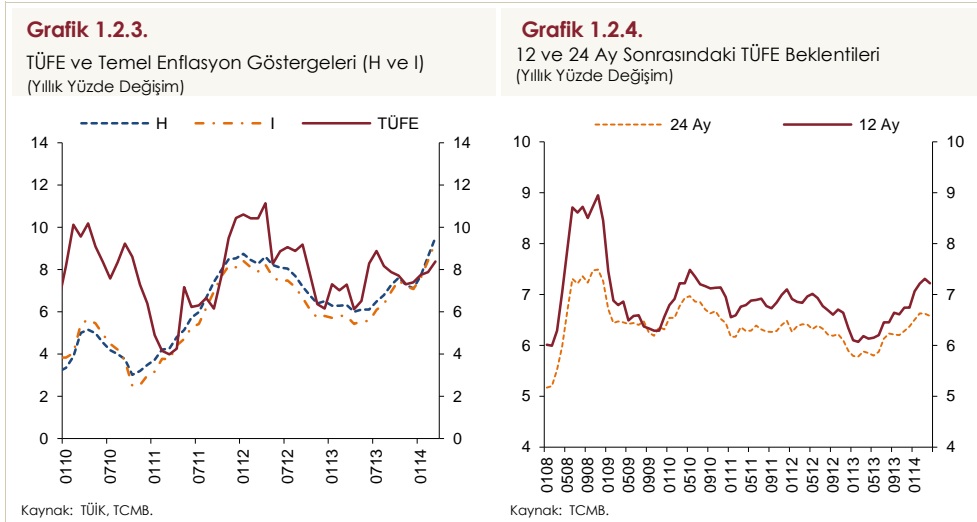
Enflasyon

2014 yılının birinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu 2013 yılı sonuna kıyasla 1 puan artarak yüzde 8,39 oranına yükselirken işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon yüzde 8,51 olmuştur (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yılın ilk çeyreğinde kaydedilen bu yükselişte Türk lirasında gözlenen değer kaybı sonucunda, başta otomobil olmak üzere, temel mal fiyatlarında gözlenen kayda değer artış belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, hizmet enflasyonunda da yukarı yönlü bir seyir gözlenmesiyle çekirdek enflasyon göstergelerinde belirgin bir artış kaydedilmiştir (Grafik 1.2.3). Gıda fiyatlarında, döviz kuru hareketlerine ve olumsuz hava koşullarına bağlı olarak gözlenen yukarı yönlü hareket bu dönemde enflasyon görünümünü olumsuz etkileyen diğer bir unsur olmuştur. Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde enflasyon eğilimi ve beklentileri ile fiyatlamaya davranışına ilişkin göstergelerde bozulma gözlenmiştir.



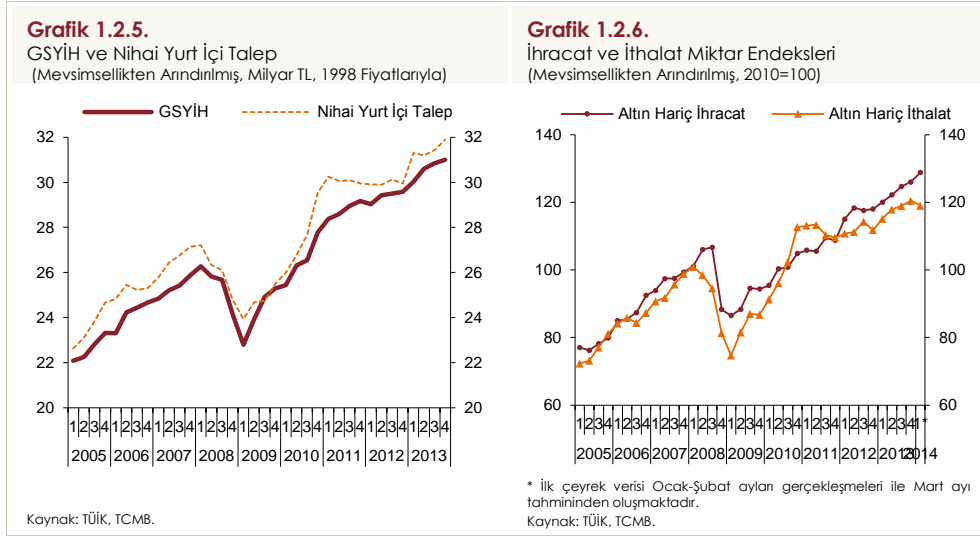
Yılın ilk çeyreğinde enflasyonda kaydedilen yükseliş büyük ölçüde maliyet artışlarının etkilerini yansıtmaktadır. Hizmet grubunda; ücretler, talep koşulları, geriye dönük fiyatlama davranışının yanında, gıda fiyatları ve döviz kuru gibi girdilerde gözlenen hareket de enflasyondaki yükselişte etkili olmuştur. Temel mallarda ise, vergi artışları ve döviz kuru geçişkenliği enflasyondaki yükselişin temel sürükleyicisi olmuştur. Ancak, hem temel mallarda maliyet etkilerinin ima ettiği düzeylerin üzerinde gerçekleşen artışlar, hem de hizmet enflasyonunun 2009 yılının ilk çeyreğinden bu yana en yüksek seviyesine ulaşmış olması, ilk çeyrekte enflasyonun seyrinde maliyet baskılarının ötesinde bir artış olduğuna işaret etmektedir.

Enflasyon göstergelerinin 2014 yılına ilişkin görünümü iktisadi faaliyet ve döviz kurunun seyri ile gıda fiyatlarındaki görünüme göre şekillenecektir. Halihazırda etkisi hissedilen vergi ayarlamaları ve döviz kuru gelişmeleri dâhilinde bir süre daha yüksek seyredecek olan yıllık enflasyon, son dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenmenin kalıcı olması, iç talebin ılımlı seyri ve gıda fiyatlarına ilişkin arz yönlü risklerin azalması durumunda önümüzdeki dönemde yavaşlayacaktır. Ayrıca, sıkı para politikası duruşuna bağlı olarak enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınacağı öngörülmektedir. Nitekim, Nisan ayı itibarıyla enflasyon beklentilerindeki bozulmanın durakladığı gözlenmiştir (Grafik 1.2.4).



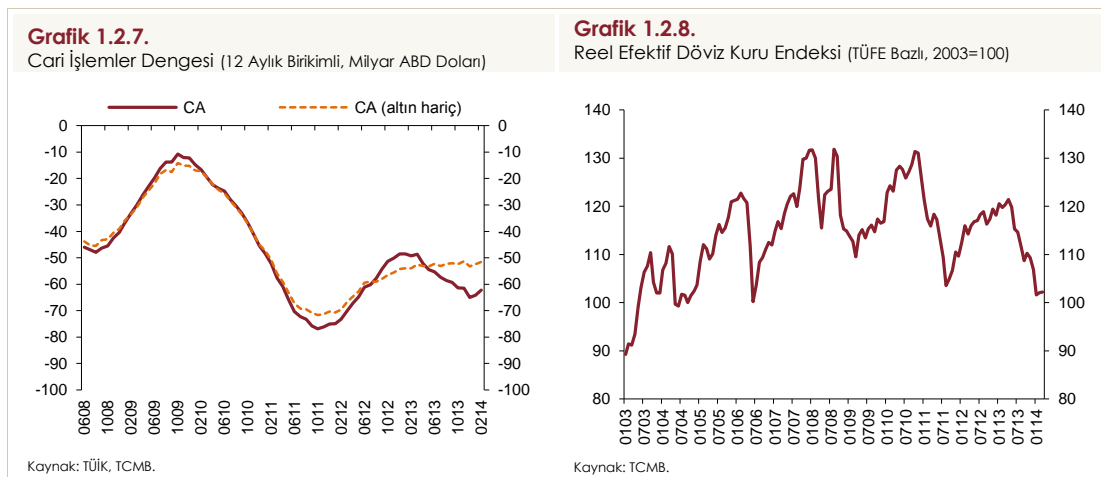
Arz ve Talep

2013 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Nihai yurt içi talep yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine göre daha güçlü bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Nihai yurt içi talebin bileşenleri, kamu kesimi talebinin özel kesim talebine göre daha yüksek oranda arttığını göstermektedir. Bu dönemde ihracatın ithalattan dönemlik olarak daha hızlı artması ise, talep bileşenlerindeki dengelenmeyi olumlu yönde etkilemiştir.



2014 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyette ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretim endeksi dönemlik bazdaki istikrarlı artış eğilimini korumaktadır. Harcama tarafına ilişkin veriler özel kesim talebinde zayıflığa işaret etmektedir. Nitekim finansal koşullar ve yurt içi belirsizlikler sonucunda dayanıklı mal tüketimi ile makine-teçhizat yatırımlarında bir gerileme gözlenmektedir. Olumlu seyreden inşaat yatırımları ve dayanıksız mal tüketimi ise bu gerilemeyi kısmen telafi etmektedir.

Mal ve hizmet ihracatının Türk lirasındaki değer kaybı ve küresel ekonomideki toparlanmanın desteğiyle arttığı, mal ve hizmet ithalatının ise kur ve yurt içi talep kaynaklı olarak gerilediği gözlenmiştir. Bu doğrultuda, altın hariç mal ticaretinde dengelenme sürecinin devam ettiği ve cari işlemler dengesinin bir miktar iyileştiği görülmektedir (Grafik 1.2.6 ve Grafik 1.2.7). Reel döviz kuru ise Mayıs 2013 sonrası dönemde değer kaybetmiştir (Grafik 1.2.8). Reel kur gelişmelerinin cari dangedeki iyileşmeyi destekleyici bir unsur olmaya devam etmesi beklenmektedir.

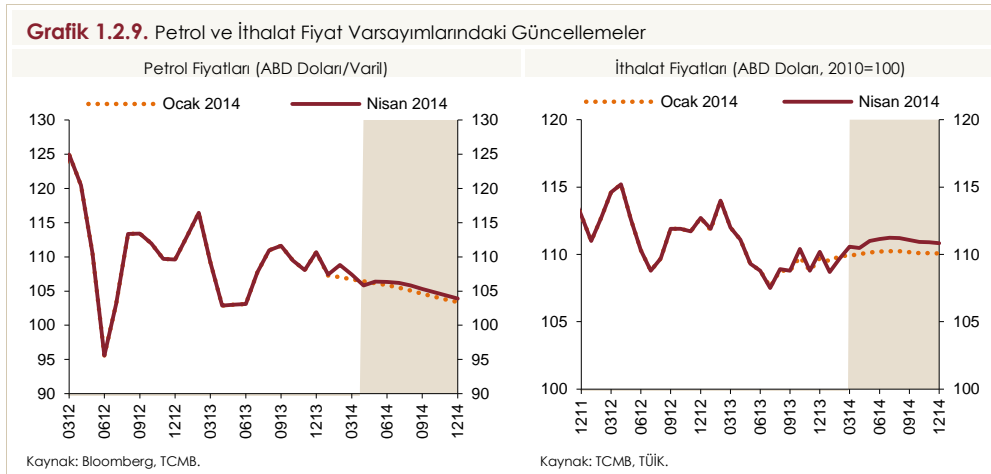


İkinci çeyreğe ilişkin ilk göstergeler ilk çeyreğe kıyasla bir iyileşme olabileceği sinyalleri içermektedir. Belirsizlik algısındaki azalma ile Türk lirasının değer kazanması ve tüketici güvenindeki iyileşme sonucunda yurt içi özel kesim talebinin ikinci çeyrek ile birlikte toparlanmaya başlaması, ancak

belirsizliklerin tamamen ortadan kalkmaması ve finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesi nedeniyle de yılın ilk yarısında zayıf seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Öte yandan net ihracat ve kamu kesimi talebinin, yurt içi özel kesim talebindeki bu seyri telafi edebileceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısında ise belirsizliklerin azalması ile birlikte özel kesim talebinin daha olumlu bir görünüm kazanması beklenmektedir. Bununla birlikte, yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğu not edilmelidir. Bu çerçevede, yurt içi talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde destek vermesi ve cari açığa son dönemde gözlenen iyileşmeye katkıda bulunması beklenmektedir.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın ilk çeyreğinde petrol ve ithalat fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük oranda uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.9). Bununla beraber, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı ve ithalat fiyat artışı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Bu güncellenmenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,1 puan yukarı yönlü olmuştur. Yakın dönemde gıda fiyatlarında yükselişler gözlenmiştir. Bu yükselişler taze meyve-sebze grubu dışında kalan tüm alt gruplar geneline yayılmıştır. Buna ek olarak ilk çeyrekte olumsuz hava koşullarının meyve-sebze üretimi üzerinde önemli bir risk unsuru oluşturduğu görülmektedir. Bu gelişmeler dikkate alınarak Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 8 düzeyine çekilen 2014 yıl sonu gıda fiyat artış oranı varsayımı bu rapor döneminde yüzde 9'a çıkarılmıştır. Bu güncellenmenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü olmuştur.



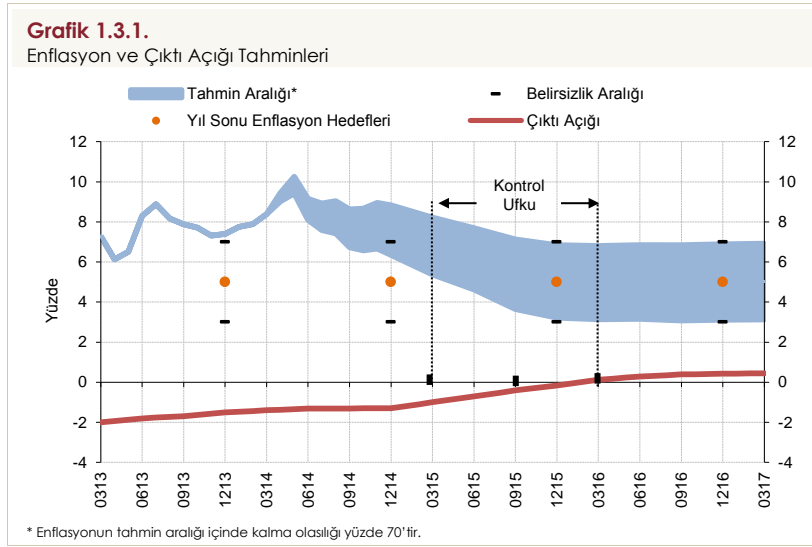
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yılsonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2014-2016 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, temkinli mali duruşun devam edeceği ve faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulacağı varsayılmıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve risk primi göstergelerinde gözlenen iyileşmenin devam edeceği varsayılmıştır. Ayrıca, alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının sonuna doğru yüzde 15 düzeyine yakınsayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 6,4 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 7,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,2 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Yıllık enflasyonun gıda fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasında yaşanan değer kaybının gecikmeli etkilerine bağlı olarak bir süre daha yüksek seyredeceği ve yıl sonunda yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Döviz kurundan kaynaklanan maliyet baskılarının azalması, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkması ve özel kesim talep koşullarındaki zayıflığın etkisiyle enflasyonun yılın ikinci yarısından itibaren düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 7,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Ocak Enflasyon Raporu'na göre 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellenmenin 0,3 puanı Türk lirasının öngörülenden fazla değer kaybetmesinden, 0,1 puanı ise 2014 yılı ithalat ve petrol fiyatları varsayımındaki sınırlı yükselişten kaynaklanmıştır. Gıda fiyat artışlarına dair varsayımın yukarı yönlü güncellenmesi de yıl sonu tahmininde 0,3 puanlık bir artışa neden olmuştur. Bir önceki Rapor dönemine göre fiyatlama davranışında gözlenen bozulmanın da enflasyonun ana eğilimini etkilemek suretiyle yıl sonu enflasyona yaklaşık 0,3 puan yükseltici yönde etki yapması beklenmektedir.

Açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızları yavaşlamaya devam etmektedir. Kredi büyümesinde gözlenen yavaşlama daha çok tüketici kredileri ve kredi kartlarından kaynaklanmakta, ticari krediler ise geçmiş yıllardaki büyüme oranlarına yakın bir seyir izlemektedir. Kredi büyüme kompozisyonundaki bu olumlu eğilimin finansal istikrara, dengelenme sürecine ve enflasyondaki düşüşe katkı yapacağı değerlendirilmektedir. 2014 yılı ilk çeyreğine dair açıklanan veriler de bu gelişmelerle uyumlu olarak yurt içi özel kesim nihai talebinde ivme kaybına işaret etmektedir. Net ihracatın ise Avrupa ülkeleri başta olmak üzere dış talepteki toparlanma ve reel kur gelişmelerinin sonucunda büyümeye olumlu katkı yapması beklenmektedir. TCMB, talep bileşenlerinin mevcut görünümü altında 2014 yılında toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağını ve cari işlemler açığında belirgin bir iyileşme gözleneceğini tahmin etmektedir.

TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarını yakından takip etmektedir. Önümüzdeki dönemde tüketici kredilerindeki yavaşlamanın ve özel kesim talebindeki zayıf seyrin maliyet şoklarının enflasyon üzerindeki etkisini sınırlaması beklenmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz seyri nedeniyle enflasyonun bir müddet daha hedefin belirgin olarak üzerinde seyredeceği değerlendirilmektedir. Enflasyondaki yüksek seyir göz önüne alındığında, fiyatlama davranışlarında ve enflasyon eğiliminde gözlenen olumsuz etkilerin giderilmesi önem taşımaktadır. Ocak ayında yapılan güçlü ve önden yüklemeli parasal sıkılaştırma, enflasyona dair yukarı yönlü risklerin orta vadeli enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamaktadır. Bununla birlikte, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin belirli bir gecikmeyle gözlenebileceği değerlendirildiğinde, baz etkilerinin de katkısıyla kısa vadede enflasyondaki yükselişin devam edebileceği tahmin edilmektedir. TCMB, bu süreçte enflasyon beklentilerini ve fiyatlama davranışlarını yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürecektir.

Enflasyon görünümü üzerinde olumsuz etkilerin güçlü olduğu ve belirsizliklerin yoğun olduğu dönemlerde TCMB likidite politikasında ilave sıkılaştırmalara giderek bu etkileri sınırlayabilmektedir. Bu ilave sıkılaştırmalar sırasında getiri eğrisinin eğimi tersine çevrilebilmektedir. Son dönemde azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki kısmi iyileşme, gerektiğinde likidite politikası yoluyla ilave bir sıkılaştırmaya duyulabilecek ihtiyacı azaltmıştır. Para politikasındaki mevcut sıkı duruşun, özel kesim talebindeki ivme kaybı ve tüketici kredilerindeki kayda değer yavaşlama ile birlikte, enflasyonun orta vadede hedefle uyumlu bir görünüme ulaşmasında yeterli olduğu değerlendirilmektedir. Enflasyon eğiliminde ek bozulmalar ve belirsizliklerde ciddi artışlar olması gibi durumların yaşanması halinde, TCMB likidite politikasında ek sıkılaştırmaya gidebilecektir.

Fed'in varlık alımına dair belirsizliklerin yakın dönemde büyük ölçüde azalmış olması ve küresel büyümedeki toparlanma ile birlikte küresel finansal piyasalarda risk algılamalarında düzelmeler yaşanmıştır. Fed'in politika faizinde artırıma gitmesine dair zamanlamaya ve hıza ilişkin beklentiler ise finansal piyasalarda fiyatlamalar için önem arz etmektedir. Öte yandan, gerek faiz kanalının aktarım mekanizmasının varlık alımlarına göre daha iyi bilinmesi, gerekse bu süreçte para politikasının yüksek frekanslı veriye bağlılığının azalması nedeniyle; faiz artırımının finansal piyasalardaki belirsizlik etkisinin varlık alımından çıkış politikasının etkisine kıyasla daha sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları tekrar hızlanabilecektir. Ayrıca, Avrupa

Merkez Bankası tarafından nicel genişleme uygulanması da sermaye akımlarını destekleyen diğer bir unsur olabilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde TCMB döviz rezervlerini arttırıcı yönde adımlar atabilecektir.

Öte yandan, belirsizliklerde ve risk priminde uzun süreli artışlar yaşanması durumunda ekonomide güven ve bilanço kanalı üzerinden ilave bir yavaşlama gözlenme olasılığı ortaya çıkabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde, TCMB elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak dengeleyici bir politika izleyecektir. Likidite politikasında sıkılaştırıcı adımlar atılmasını gerektiren bir senaryoda bankacılık maliyetleri üzerindeki yan etkileri sınırlamak amacıyla makroihtiyati araçlar dengeleyici yönde kullanılabilir. Benzer şekilde, bankacılık sektörünün yurt dışı finansman koşullarının sıkılaştığı bir senaryoda da makroihtiyati politikalar destekleyici yönde kullanılabilir. Zorunlu karşılıkların Türk lirası olarak tutulan kısmına faiz ödenmesi konusu da bu çerçevede değerlendirilebilir.

TCMB, maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken maliye politikası ile ilgili olarak Orta Vadeli Program'da belirlenen çerçeve esas alınmaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülme 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.

Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi makroekonomik istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesini sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

