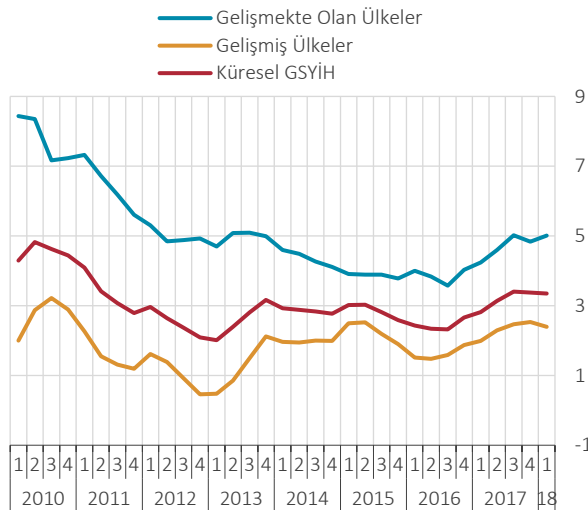


# 1. Genel Değerlendirme

Küresel büyüme yılın ilk yarısında istikrar kazanmış ve gücünü korumaya devam etmiştir (Grafik 1.1). ABD ekonomisinde büyüme daha istikrarlı bir görünüm arz ederken, Euro Bölgesi, Japonya ve İngiltere’de ekonomik büyüme yılın ilk çeyreğinde yavaşlamış, bu ülkeler için yıl sonu tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, değer kaybeden para birimleri, yükselen petrol fiyatları ve dış ticarete küresel ölçekte artan korumacılık söylemleri nedeniyle büyüme görünümü ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Yükselen emtia fiyatları ve enerji fiyatlarına karşın, tüketici ve çekirdek enflasyon oranları küresel ölçekte ılımlı seyretmektedir. Olumlu büyüme performansı ve destekleyici maliye politikasına bağlı olarak Amerikan Merkez Bankası’nın (Fed) para politikasındaki normalleşme sürecini hızlandırma ihtimali bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin ölçüde yükselerek, ABD tahvil getirilerinin artmasına neden olmuştur. ABD dolarındaki yükseliş son dönemde küresel finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının bozulmasıyla birlikte, portföy akımlarında yılın ikinci çeyreğinde zayıflama gözlenirken (Grafik 1.2), döviz kurlarında da değer kaybı ve oynaklık artışı kaydedilmiştir.

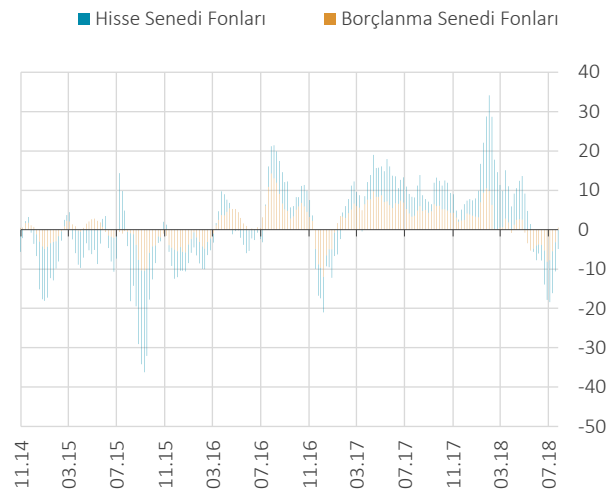
**Grafik 1.1: Küresel Büyüme Oranları\*** (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

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



Kaynak: EPFR.

2018 yılının ikinci çeyreğinde küresel finansal piyasalarda artan oynaklıklar ve gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki yükselişe ilave olarak, yurt içi belirsizlikler ve cari açık ile enflasyonda görülen yükselişin etkisiyle Türkiye’nin ülke risk primi ile döviz kurlarına dair göstergeler diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz şekilde ayrılmıştır. Sıkılaştıran finansal koşullara paralel olarak ikinci çeyrekte bankaların işletmelere uyguladığı kredi standartları da sıkılaştırmış; yavaşlayan faaliyetin de etkisiyle işletmelerin kredi talebi azalmıştır. Böylelikle, kredilerin büyüme hızı ikinci çeyrekte de gerilemeye devam etmiştir.

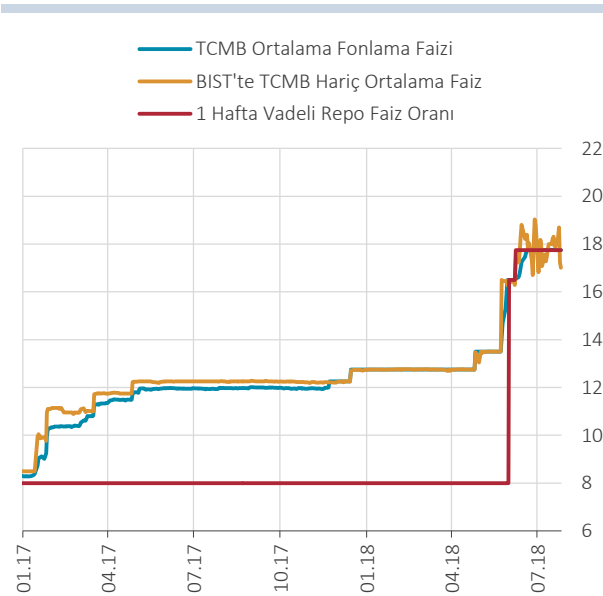
Tüketici enflasyonu ikinci çeyrekte hızlı bir artış kaydederek yüzde 15,4 seviyesine ulaşmıştır. Enflasyondaki yükseliş alt gruplar geneline yaygın olmakla birlikte, özellikle gıda, temel mal ve enerji kalemlerindeki artış dikkat çekmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin de belirgin şekilde kötüleştiği ve ekonomik birimlerin fiyat artırma eğiliminin oldukça güçlendiği gözlenmiştir. Toplam talep koşullarının enflasyon üzerindeki etkisi ikinci çeyrek itibarıyla kademeli olarak zayıflamaya başlamakla birlikte, maliyet yönlü baskılar ve bozulan fiyatlandırma davranışları enflasyon görünümünü olumsuz etkilemektedir. İktisadi faaliyet yılın ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu’nda öngörülenden bir miktar daha güçlü seyretmiş, büyümenin sürükleyicisi ağırlıklı olarak özel tüketim harcamaları olmuştur. İktisadi faaliyetin yurt içi

talepteki yavaşlamaya bağlı olarak ikinci çeyrek itibarıyla dengelenme eğiliminde olduğu, diğer taraftan, turizmdeki güçlü toparlanmanın desteğiyle net ihracatın büyümeye desteğinin sürdüğü değerlendirilmektedir.

## 1.1 Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Piyasalar

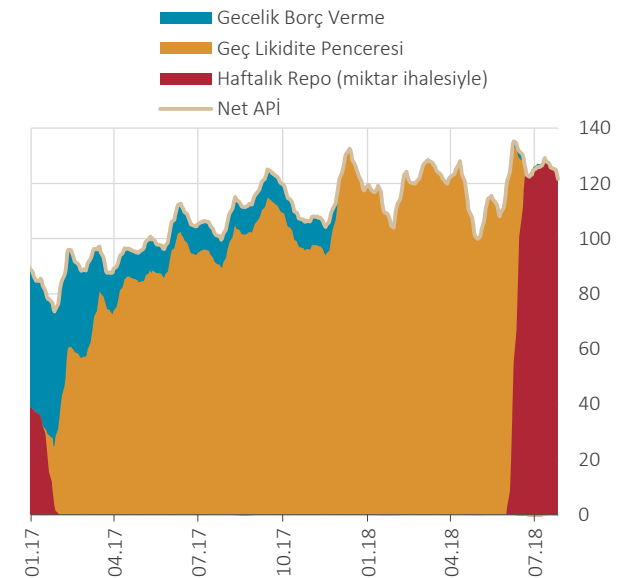
TCMB, Nisan ayı PPK toplantısındaki 75 baz puanlık sıkılaştırmadan sonra iki faiz artırımını ilave 425 baz puanlık parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Önceki Rapor döneminden sonra TCMB ilk olarak, 23 Mayıs 2018 tarihindeki ara toplantıda, piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve enflasyon beklentilerinde süregelen yükselişin genel fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayarak Geç Likidite Penceresi (GLP) borç verme faiz oranını 300 baz puan artırmıştır (Grafik 1.1.1). Ayrıca, para politikasının öngörülebilirliğini artırmak ve aktarım mekanizmasını güçlendirmek amacıyla, 28 Mayıs 2018 tarihinde açıklanan kararla, para politikasının operasyonel çerçevesinin sadeleştirme süreci 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere tamamlanmıştır. Böylelikle, bir hafta vadeli repo ihale faizi TCMB'nin politika faizi olarak tanımlanarak TCMB fonlaması asli olarak bu kanaldan yapılmaya başlanmıştır (Grafik 1.1.2) ve gecelik vadedeki piyasa faizlerinin, TCMB gecelik borçlanma ve borç verme oranları arasındaki simetrik koridorda, politika faizinin etrafında olduğu bir çerçeve faaliyete geçirilmiştir. Haziran ayı PPK toplantısında enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam ettiği vurgusuyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilerek politika faizi yüzde 16,50'den yüzde 17,75'e yükseltmiştir (Grafik 1.1.1). Temmuz ayındaki PPK toplantısında ise iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenme gereği dikkate alınarak politika faizi değiştirilmemiş, bununla birlikte enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmesinden ötürü sıkı para politikasının uzun bir müddet korunmasının gerekebileceği değerlendirilmesinde bulunulmuştur.

Grafik 1.1.1: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

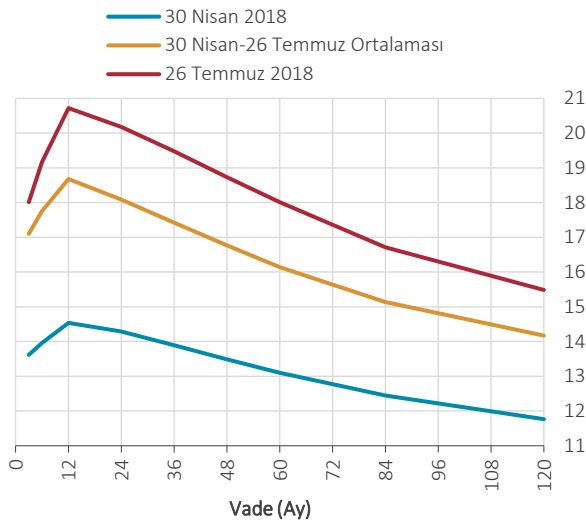
Grafik 1.1.2: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

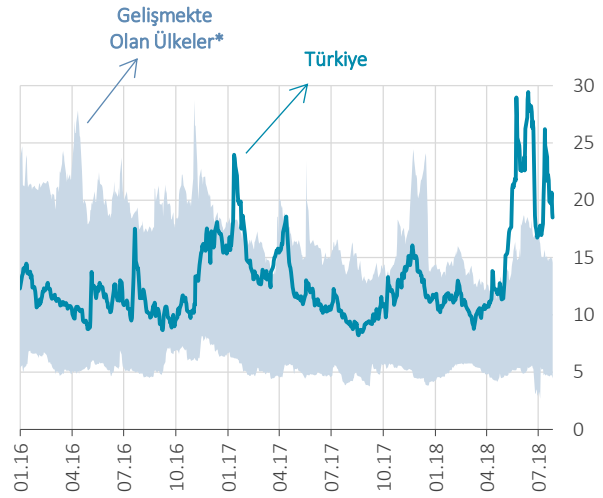
Mayıs ve Haziran aylarındaki parasal sıkılaştırma ve Türkiye'nin risk priminde gözlenen artış, kur takası faizlerinin tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre yükselmesine neden olmuştur (Grafik 1.1.3). Ayrıca, getiri eğrisi daha negatif eğim alarak gerek önceki Rapor dönemine göre gerekse emsal ülkelere kıyasla daha sıkı parasal koşullar ima eden bir görünüm sergilemiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik bozulan risk algısına ilave olarak, jeopolitik gelişmeler, yurt içindeki makroekonomik görünüme dair endişeler sonucunda, Türk lirasının ima edilen oynaklığı Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla belirgin şekilde yükselmiştir (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, %)

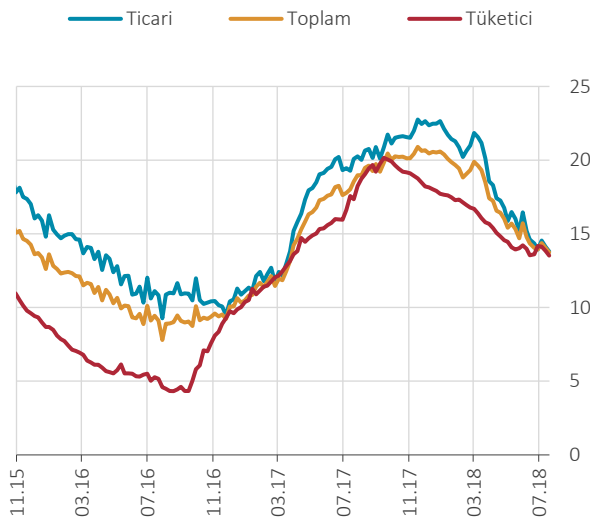


Kaynak: Bloomberg.

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

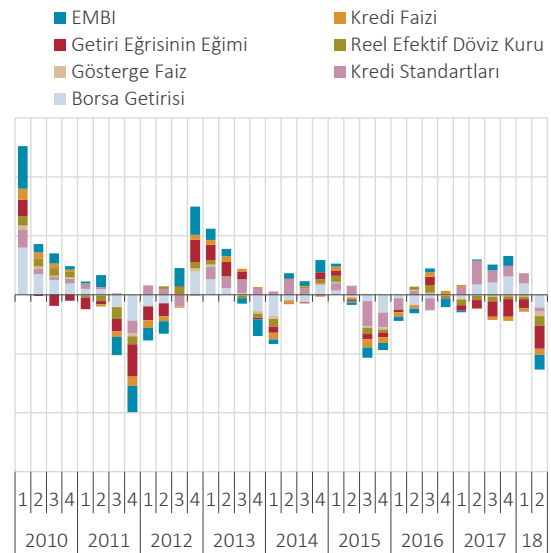
Ticari kredi büyümesi, kredi koşullarındaki sıkılaşma ve kredi talebindeki düşüşün etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde yavaşlarken, tüketici kredileri büyümesi, konut kredilerindeki kampanyalara bağlı olarak bir miktar hızlanmıştır (Grafik 1.1.5). Yılın ikinci çeyreğinde belirgin şekilde bir sıkılaşmaya işaret eden finansal koşullar endeksinde, başta getiri eğrisinin eğimi ve risk primindeki gelişmeler olmak üzere tüm bileşenler sıkılaştırıcı yönde etkide bulunmuştur (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 Endeksinde Katkılar\*



Kaynak: TCMB.

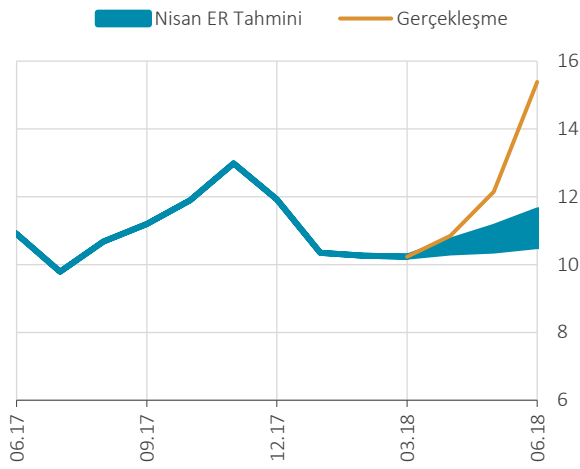
\* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

## 1.2 Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2018 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 5,2 puan artarak yüzde 15,4 ile Nisan Enflasyon Raporu öngörüsünün önemli ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Benzer bir görünüm işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu tahmininde de gözlenmiştir (Grafik 1.2.2). Yakın dönemde maliyet yönlü gelişmeler ve gıda fiyatlarındaki oynaklık enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiği dikkat çekmektedir. Türk lirasındaki değer kaybının yanı sıra, petrol ve emtia fiyatlarındaki artış da bu gelişmede etkili olmuştur. Talep koşullarının enflasyonu yükseltici etkisi bir miktar zayıflamakla birlikte yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiştir.

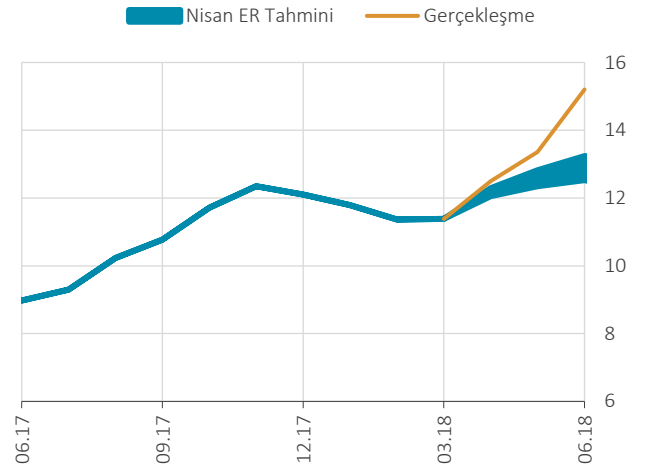
**Grafik 1.2.1: Nisan 2018 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler\* (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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



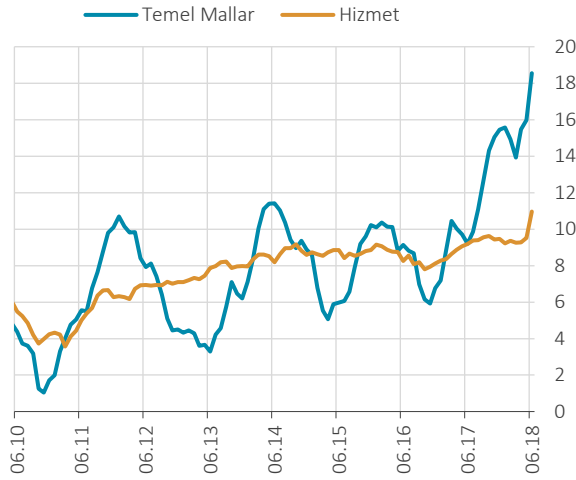
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yılın ikinci çeyreğinde, yıllık enflasyondaki yükselişe en belirgin katkı temel mal grubundan gelmiştir. Döviz kurunun birikimli etkileri ve güçlü seyreden toplam talep koşulları bu görünümde etkili olmuştur. Ayrıca, gıda, hizmet ve enerji gruplarının katkısındaki artış da dikkat çekmiştir. Gıda grubunun yıllık enflasyonunda gözlenen tahminlerin ötesindeki sert yükseliş temelde döviz kuru gelişmeleri ve bazı tarım ürünlerindeki olumsuz arz koşulları nedeniyle yükselen işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır. Hizmet grubu yıllık enflasyonundaki artışta ise Türk lirasındaki zayıf seyrin yanı sıra geçmiş enflasyona endeksleme davranışı, gıda enflasyonundaki bozulma, turizm sektöründeki canlı görünüm ve reel birim iş gücü maliyetleri etkili olmuştur (Grafik 1.2.3). Enerji enflasyonu, döviz kuru etkilerine ek olarak uluslararası petrol fiyatlarındaki artışın da etkisi ile hızlanırken akaryakıt fiyatlarındaki eşel mobil uygulaması daha olumsuz bir görünümü sınırlamıştır.

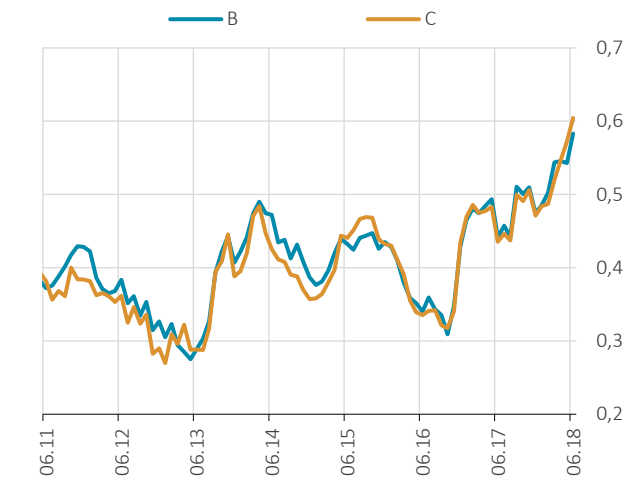
Üretici enflasyonunun ikinci çeyrek sonunda yüzde 23,7'ye ulaşmasıyla, tüketici fiyatları üzerinde maliyet baskısı önemli ölçüde güçlenmiştir. Bu dönemde talep koşullarının enflasyon üzerindeki etkisinin önceki çeyreğe kıyasla azalmakla birlikte enflasyonu yükseltici etkide bulunmaya devam ettiği değerlendirilmektedir. Ayrıca, turizm sektöründeki canlı görünümün devam etmesi, bu sektörle bağlantısı güçlü kalemlerde enflasyon baskılarını artırmaktadır. Bu dönemde, çekirdek enflasyon göstergelerinde ve enflasyon beklentilerinde de belirgin bir bozulma kaydedilmiştir. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin ulaşmış olduğu yüksek seviyeler fiyatlamada davranışının bozulmasına ve ekonomide talep ve maliyet yönlü baskıların ötesinde bir fiyat artırma eğiliminin güçlenmesine neden olmaktadır. Nitekim, yayılım endekslerine göre ekonomik birimlerin fiyat artırma eğilimi oldukça güçlenmiştir (Grafik 1.2.4). Özetle, eğilim ve fiyatlamada davranışına ilişkin takip edilen göstergeler, enflasyonun ana eğiliminde kayda değer bir bozulmaya işaret etmektedir.

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



Kaynak: TÜİK.

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



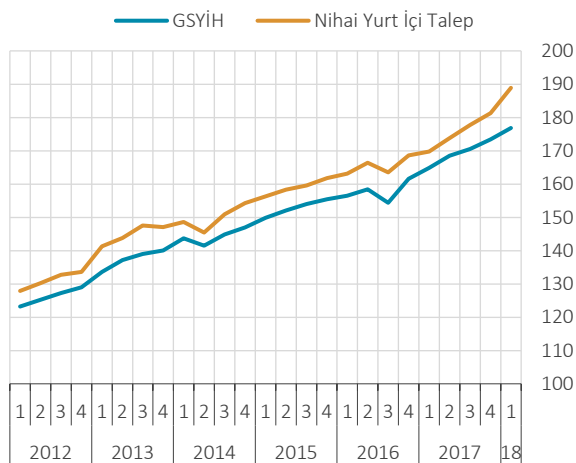
Kaynak: TCMB, TÜİK.

## Arz ve Talep

İktisadi faaliyet 2018 yılının ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenden bir miktar daha kuvvetli şekilde güçlü seyrini korumuştur (Grafik 1.2.5). Bu dönemde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) dönemlik olarak yüzde 2,0, yıllık olarak ise yüzde 7,4 oranında artış kaydetmiştir.

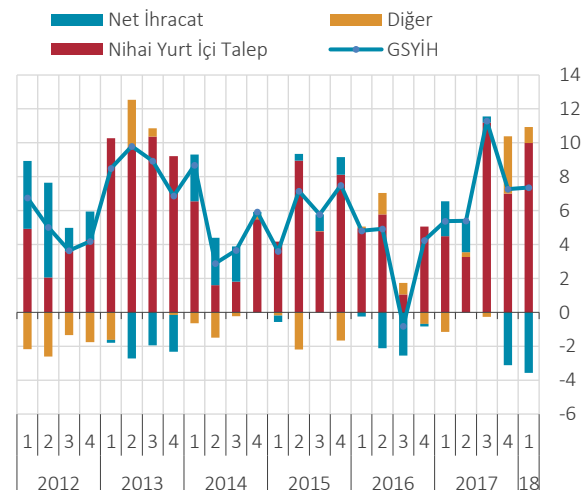
İlk çeyrekte dönemlik ve yıllık büyümenin kaynağı yurt içi talep olmuştur (Grafik 1.2.6). İş gücü piyasasındaki iyileşmenin etkisi ile özel tüketim güçlü bir artış kaydetmiş, kamu tüketiminin büyümeye desteği ise daha sınırlı olmuştur. Bu dönemde yatırımların yıllık büyümeye katkısı makine-teçhizat yatırımları ve inşaat yatırımları kaynaklı olmuş; yatırımların dönemlik büyümeye katkısı ise yalnızca inşaat yatırımlarındaki artıştan kaynaklanmış, makine-teçhizat yatırımlarındaki gerileme derinleşmiştir. Net ihracatın yıllık büyümeye katkısı düşürücü yönde olurken, ithalattaki belirgin azalış nedeniyle net ihracatın dönemlik büyümeye etkisi artırıcı yönde gerçekleşmiştir.

**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)



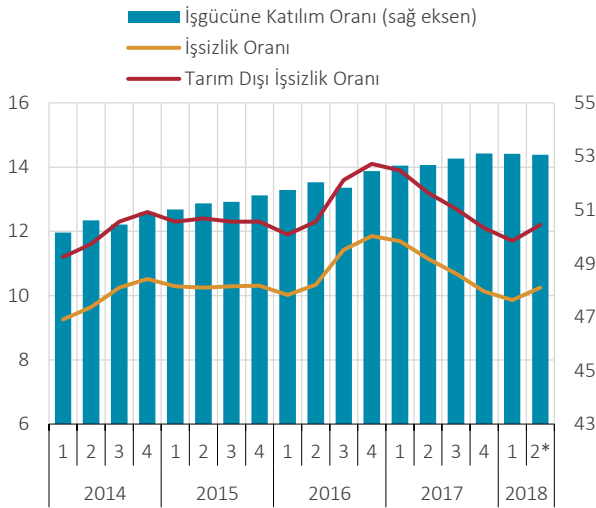
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

İkinci çeyreğe dair açıklanan veriler, iktisadi faaliyetin yavaşlayarak dengelenme sürecine girdiğine işaret etmektedir. Özellikle inşaat sektörü ve dış ticarete konu olmayan hizmetler sektörlerinde faaliyette görülebilecek yavaşlamanın iş gücü piyasasına olumsuz yansımalarının olması beklenirken, göstergeler, işsizlik oranlarında artışa işaret etmektedir (Grafik 1.2.7). Bu dönemde, Türk lirasındaki değer kaybının, finansal oynaklık, belirsizlik algılamaları ve finansman maliyetlerindeki artışın ve enflasyondaki yukarı yönlü seyrin yurt içi talebi hem tüketim hem yatırım harcamaları kanalıyla yavaşlatacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, kamu kesiminin harcamalar ve diğer mali tedbirler aracılığıyla iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun ikinci çeyrekte yurt içi talepteki yavaşlamayı kısmen sınırlaması beklenmektedir. Diğer taraftan, turizmdeki toparlanmanın güçlü şekilde devam ettiği ve iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak ithalat talebinde gözlenen yavaşlama neticesinde net ihracatın büyümeye olumlu katkısının sürdüğü gözlenmektedir. Başta petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen yükseliş cari işlemler dengesini olumsuz etkilemeye devam ederken yurt içi talepte görülen yavaşlama, altın ve enerji hariç cari işlemler dengesindeki kötüleşmeyi sınırlamaktadır (Grafik 1.2.8).

2018 yılının ikinci yarısında iktisadi faaliyetin dengelenmeye devam edeceği öngörülmektedir. Reel kurdaki birikimli değer kayıpları, turizmdeki güçlü toparlanma ve küresel büyümedeki olumlu seyrin etkisiyle mal ve hizmet ihracatının büyümeye desteğinin sürmesi ve cari işlemler dengesini olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir. Ancak, iktisadi faaliyette öngörülen yavaşlamanın iş gücü piyasasını olumsuz etkileyeceği ve işsizlik oranlarının bir miktar yükseleceği tahmin edilmektedir.

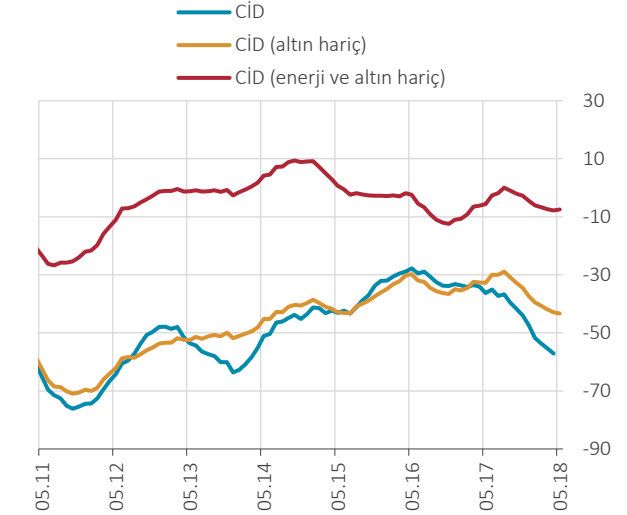
**Grafik 1.2.7: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**



Kaynak: TÜİK.

\* Nisan dönemi.

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



Kaynak: TCMB.

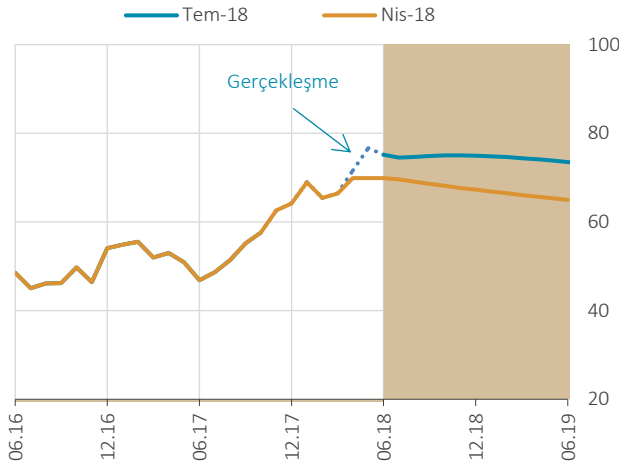
## Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Uluslararası piyasalarda işlem gören emtia fiyatları temelde enerji ve endüstriyel metal fiyatları öncülüğünde yılın ikinci çeyreğinde de artış eğilimini sürdürmüştür. Ham petrol fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinde kaydedilen yükselişe bağlı olarak, orta vadeli tahminlerde kullanılan ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için Nisan Enflasyon Raporundaki ortalama 68 ABD dolarından 73 ABD dolarına, 2019 yılı için ise 65 ABD dolarından yine 73 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.9). ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına dair varsayım da son dönem gelişmelerine bağlı olarak 2018 ve 2019 yılı için yukarı yönlü güncellenmiştir. (Grafik 1.2.10).

İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı ikinci çeyreği sonunda önceki çeyreğe göre 16,9 puan yükselerek yüzde 23,2'ye ulaşmış ve Nisan Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde bazı sebze ve meyve ürünlerinde fiyatların yeni ürün arzı ile

birlikte düzeltme yapmasıyla işlenmemiş gıda enflasyonunun tarihsel ortalama değerlerine yakınsayarak yıl sonunda yüzde 12'ye gerileyeceği varsayılmıştır. Buna bağlı olarak, gıda enflasyonu tahmini 2018 yıl sonu için yüzde 7'den yüzde 13'e, 2019 yıl sonu için yüzde 7'den yüzde 10'a güncellenmiştir.

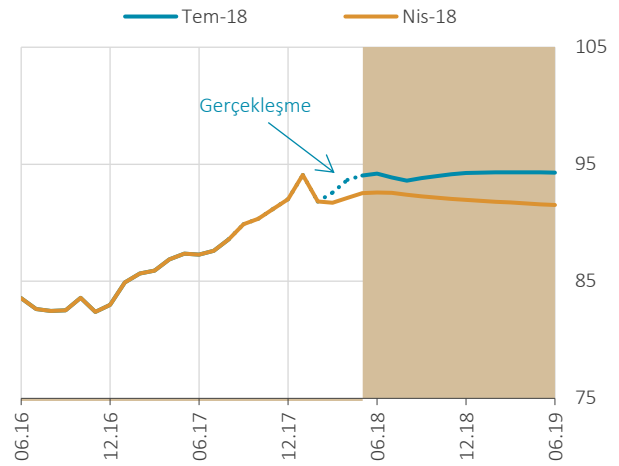
**Grafik 1.2.9: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler (ABD Doları/Varil)**



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

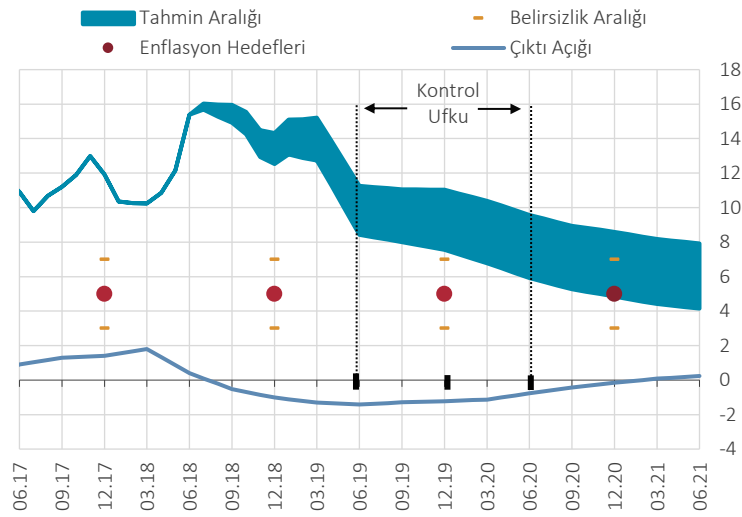
Maliye politikası ikinci çeyrekte de iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunu devam ettirirken, yönetilen yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarına dair bazı düzenlemeler enflasyondaki yükselişi sınırlamıştır. Tahminler oluşturulurken, akaryakıt fiyatlarında istikrarı sağlamaya yönelik düzenlemenin yıl sonuna kadar devam edeceği öngörülmüştür. Öte yandan, akaryakıt dışındaki enerji kalemlerinde yılın üçüncü çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülere kıyasla daha yüksek oranlı fiyat ayarlamaları yapılacağı varsayılmıştır.

Orta vadeli tahminler üretilirken, maliye politikasının orta vadeli bir bakış açısıyla enflasyonu düşürmeye odaklı olarak ve para politikası ile eşgüdüm hâlinde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, kamunun iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun yerini nötr bir duruşa bırakacağı, ayrıca kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde büyük ölçüde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirleneceği varsayılmıştır. 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 politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 13,4 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 9,3'e, 2020 yıl sonunda yüzde 6,7'ye geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 12,5 ile yüzde 14,3 aralığında (orta noktası yüzde 13,4), 2019 yılı sonunda yüzde 7,6 ile yüzde 11,0 aralığında (orta noktası yüzde 9,3), 2020 yılı sonunda ise yüzde 4,8 ile yüzde 8,6 aralığında (orta noktası yüzde 6,7) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1). Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

Grafik 1.3.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

2018 yıl sonuna dair tüketici enflasyonu tahmini Nisan Enflasyon Raporu'na göre 5 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 13,4'e yükseltilmiştir. Söz konusu güncellenmenin 2,3 puanı petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımının yukarı çekilmesinden kaynaklanmıştır. Bu güncellemede, akaryakıt dışı enerji fiyatları üzerindeki petrol ve kur kaynaklı maliyet unsurlarının etkileri de dâhil edilmiştir. Yüzde 7'den yüzde 13'e güncellenen gıda fiyatları ise, yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini güncellemesine 1,4 puan katkıda bulunmaktadır. Yılın ikinci çeyreğindeki yüksek oranlı tahmin sapması ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın enflasyon tahminine 1,3 puan katkıda bulunacağı değerlendirilmiştir. ÖTV artışı sonucu alkollü içecek fiyatlarındaki artış da güncellenmenin 0,1 puanlık kısmını oluşturmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenen çıktı açığının 2018 yıl sonu tahminini 0,1 puan aşağı çekeceği öngörülmüştür.

Diğer taraftan, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 6,5'ten yüzde 9,3'e yükseltilmiştir. Nisan Enflasyon Raporuna göre 2,8 puanlık yukarı yönlü güncellemeye petrol ve Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarının yukarı yönlü güncellenmesi 1,5 puan katkıda bulunurken, gıda enflasyonu varsayımının yüzde 7'den yüzde 10'a çıkarılması 0,7 puan katkıda bulunmuştur. Gerçekleşme etkisi ve ana eğilimdeki bozulma tahmini 1 puan yukarı çekmiş; çıktı açığının aşağı yönlü güncellenmesi ise 0,4 puan düşürücü katkıda bulunmuştur.

Yukarıda anlatılan tahmin çerçevesine göre, yıllık tüketici enflasyonun üçüncü çeyrekte sınırlı bir artış gösterdikten sonra son çeyrekte gerileyerek yıl sonunu yüzde 13,4 değerinde tamamlayacağı tahmin edilmektedir. Ülke risk priminde küresel ve yurt içi gelişmeler kaynaklı ilave bir artış olmadığı varsayımı altında, sıkı para politikası duruşunun ve enflasyon odaklı politika eşgüdümünün kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin daha ılımlı bir patikaya yakınsaması 2019 yılında enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecektir.

Enflasyonda ulaşılan yüksek seviye ve artan küresel riskler dikkate alındığında, mevcut durumda enflasyonla mücadelede ödünleşimlerin azaltılması ve ekonomimizin dayanıklılığının desteklenmesi bakımından maliye politikasının ve makroihtiyati politikaların dengelenme sürecine vereceği katkı kritik önem taşımaktadır (Kutu 7.1). Makro politika bileşiminin enflasyonu düşürme öncelikli olarak eşgüdüm içinde belirlendiği bir görünüm altında, Türkiye'ye dair risk algılamalarında son dönemde gözlenen olumsuz ayrışmanın büyük ölçüde geri alınarak Türk lirası üzerindeki değer kaybı yönündeki baskıların azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu doğrultuda reel kurda ılımlı bir değerlendirme eğilimi varsayılmıştır. Ayrıca, tahminler oluşturulurken söz konusu politika eşgüdümünün enflasyon beklentilerinde uzun süredir devam eden bozulmanın önüne geçeceği ve özellikle orta dönem enflasyon beklentilerinin kademeli olarak enflasyon hedefine yakınsamasına katkıda bulunacağı öngörülmüştür.



Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün, son dönemde artan finansal piyasa oynaklığı ve belirsizlik algısının yurt içi talep üzerindeki yavaşlatıcı etkisini hafifleteceği ve finansal koşullardaki sıkılaşmayı sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Bu nedenle, ikinci ve üçüncü çeyrek için Nisan Enflasyon Raporu'na göre belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenen çıktı açığının, dördüncü çeyrekte daha ılımlı bir şekilde gerileyeceği öngörülmüştür. İç talepteki ivme kaybının etkisiyle iktisadi faaliyet düzeyinin yılın ikinci yarısı itibarıyla enflasyondaki düşüşe katkı vermeye başlayacağı beklenmektedir. 2019 yılında ise çıktı açığı Nisan Enflasyon Raporuna göre daha aşağıdan gitmekle birlikte, iktisadi faaliyetin kademeli olarak toparlandığı ve ana eğilimine yakınsadığı bir görünüm ima etmektedir.

## 1.4 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

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

Orta vadeli enflasyon görünümüne dair riskler ağırlıklı olarak yukarı yönlüdür. Ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan riskler şunlardır:<sup>1</sup>

- Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler;
- Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda bozulma;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması;
- Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların sürmesi;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşmanın belirginleşmesi;
- Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması;
- Ham petrol ithalat fiyatlarının yükselmesi;
- Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi.

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. Söz konusu eşgüdümün iki temel bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, vergi ayarlamaları ve gelirler politikasının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirlenmesidir. İkinci bileşen ise, maliye politikasının döngü karşıtı bir yaklaşımla ekonomide dengelenmeyi sağlayacak şekilde uygulanmasıdır. Destekleyici maliye politikası tedbirlerinin yurt içi talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki genişletici etkisinin devam etmesi fiyatlar üzerinde talep baskısının sürmesine yol açabilecektir. Böyle bir durum, küresel finansal koşulların sıkılaştığı bir dönemde, enflasyon ve cari işlemler açığının bulunduğu yüksek seviyeler de dikkate alındığında, ülke risk priminin yükselmesine ve döviz kuru üzerindeki baskının artmasına yol açarak enflasyonu düşürmek için daha sıkı bir para politikası duruşu gerektirebilecektir.

Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne dair bir diğer önemli risk fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın devam etmesidir. Enflasyonun ve ülke risk priminin yüksek seviyelerde seyrettiği bir konjonktürde, makroekonomik dengelenme sürecinin hızlı ve etkin bir şekilde hayata geçmemesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda fiyatlama davranışında ortaya çıkacak ilave bozulma enflasyonu düşürmek için öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşunun daha uzun süre sürdürülmesini gerektirebilecektir.

<sup>1</sup> 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.

Diğer taraftan, küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Küresel likidite koşullarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda sağlıksız fiyat oluşumları ve aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılmaya devam edilebileceği gibi, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşıma gidilebilecektir.

Önceki bölümde sunulan tahmin çerçevesinde iktisadi faaliyetin ılımlı şekilde yavaşladığı bir görünümün esas alınmasına karşın, finansal piyasalardaki oynaklığın yüksek seyretmesi ve Türk lirasında ilave değer kayıpları yaşanması durumunda firmaların nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenebilecek ve finansal koşullarda ilave bir sıkılaşıma meydana gelebilecektir. Benzer şekilde, konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızının belirgin şekilde yavaşlaması, firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerini düşürerek daha sıkı kredi koşullarına maruz kalmalarına yol açabilecektir. Söz konusu risklerin gerçekleşmesi iktisadi faaliyette öngörülenden daha belirgin bir yavaşlamaya neden olabilecektir. Böyle bir durumda, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşıma döngüsüne girmesini önlemek amacıyla uygulanacak politika bileşimi büyük önem kazanmaktadır. Özellikle bilanço etkilerini sınırlayacak finansal sektör politikaları ile enflasyonu gözeten para politikası arasında sağlanacak güçlü bir koordinasyon politikaların etkinliğini artıracaktır.

Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması da ağırlıklı olarak dış talep kanalı üzerinden Türkiye’de enflasyonu düşürücü rol oynayabilecektir. Öte yandan, söz konusu ticaret politikalarının küresel enflasyonda yükselişe yol açması durumunda taraf ülkelerde para politikaları sıkılaştırılabilecek ve küresel risk iştahı gerileyebilecektir. Böyle bir durumda Türk lirasında görülmesi muhtemel bir değer kaybı, enflasyon üzerindeki yansımaları ölçüsünde bir para politikası tepkisi gerektirecektir.

Enflasyon üzerinde olumsuz etkide bulunabilecek gıda ve ham petrol fiyatlarına dair arz yönlü riskler de mevcuttur. TCMB’nin para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.