

## 7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü, önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

### 7.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**Enflasyon:** Tüketici enflasyonu, 2019 yılının ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin altında gerçekleşerek yüzde 15,7'ye gerilemiştir. Çekirdek enflasyon ise yüzde 16,3 ile Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar altında kalmıştır (Tablo 7.1.1). Bu dönemde, iç talep gelişmeleri ve parasal sıkılaştırmanın etkileri enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin altında kalmasında işlenmemiş gıda enflasyonundaki hızlı yavaşlama ile petrol fiyatlarındaki gerileme ve şebeke suyu gibi yönetilen/yönlendirilen enerji kalemlerindeki fiyat düşüşlerinin öncülüğünde enerji enflasyonundaki yavaşlama rol oynamıştır.

**İktisadi Faaliyet:** İktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu öngörülerini ile uyumlu olarak 2019 yılı ilk çeyreğinde kısmi bir toparlanma kaydetmiştir. Net ihracatın güçlü katkısıyla 2019 yılı ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde toparlanmaya devam ettiği görülmektedir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri yılın ikinci çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, net ihracatın büyümeye katkısının süreceği, enflasyon görünümünün iyileşmesi ve ülke risk primindeki gerilemeyle birlikte finansal koşullardaki sıkılığın kademeli olarak azalacağı ve maliye politikasının ekonomideki dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirleneceği bir görünüm esas almıştır.

**Tablo 7.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi\***

	2019-I	2019-II
Çıktı Açığı	-4,0 (-4,2)	-4,5 (-4,7)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	19,7 (19,7)	15,7 (18,6)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	17,7 (17,7)	16,3 (17,2)

\* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

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

**Finansal Koşullar:** 2019 yılı ilk çeyreğinde gelişmiş ülke para politikalarının normalleşme sürecinin tamamlanmasının daha uzun süreceğine dair beklentiler güçlenmişti. Yılın ikinci çeyreğinde ise gelişmiş ülke para politikasına dair söz konusu beklentilerin yerini gevşeme beklentilerine bırakmasıyla küresel risk iştahında iyileşme gözlenmiştir. Bu gelişme sonucu gelişmekte olan ülkelerin risk primleri gerilerken, Türkiye'nin ülke risk primi Haziran ayı ortalarına kadar belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle yüksek seyretmiş, sonrasında ise belirgin şekilde gerileyerek gelişmekte olan ülkelere olumlu yönde ayrılmıştır. Küresel risk iştahındaki kısmi iyileşmeye rağmen, iktisadi görünüm ve jeopolitik faktörlere bağlı belirsizliklerin arz ve talep kaynaklı etkileriyle kredi büyümesi yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamıştır (Grafik 5.2.5). Söz konusu dönemde ticari kredi ile mevduat faiz oranları arasındaki fark yatay seyretmiştir (Grafik 5.2.3).

**Para Politikası:** TCMB, 2019 yılı Nisan ve Haziran aylarındaki Para Politikası Kurulu toplantılarında enflasyon görünümüne ilişkin devam eden riskler doğrultusunda bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 24 seviyesinde sabit tutarak sıkı duruşunu korumuştur. Ayrıca, Mayıs ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak geçici olarak haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve kısa bir süre için fonlama gecelik borç verme oranı olan yüzde 25,5'ten sağlanmış. Haziran ayında ise finansal piyasaların derinleşmesine ve para politikasının etkinliğinin artırılmasına sağladığı katkılar dikkate alınarak Piyasa Yapıcı bankalara politika faiz oranının 100 baz puan altında gecelik vadeli repo imkânı tanınmıştır. Temmuz ayı PPK toplantısında ise, enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirilmesiyle parasal duruşun sıkılığının azaltılmasına karar verilmiş ve bir hafta vadeli repo ihale faizi yüzde 19,75'e indirilmiştir.

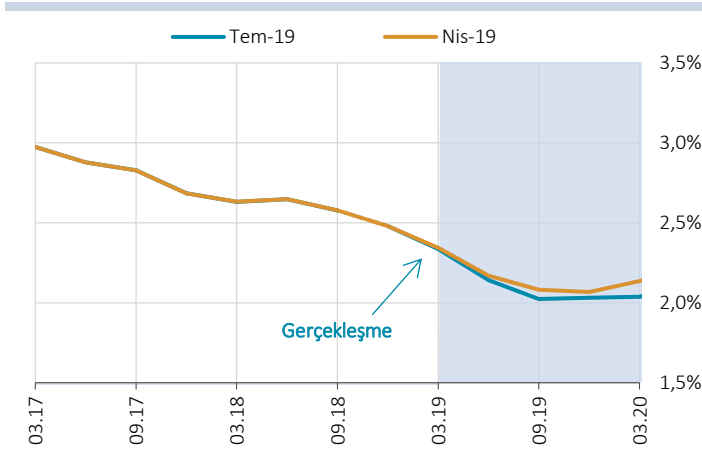
Sıkı para politikasıyla birlikte enflasyon beklentilerinin gerilemesi, ülke risk primindeki düşüş ve olumlu makroekonomik gelişmelere bağlı olarak kur takası faizleri, tüm vadelerde bir önceki döneme göre gerilemiştir.

## Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

### Küresel Büyüme

2019 yılının ilk çeyreği gerçekleşmeleri Euro bölgesi büyümesinde görülen yavaşlamanın belirginleştiğini ve gelişmekte olan ülkelerin büyümesinde süregelen yavaşlamanın devam ettiğini göstermektedir. 2019 yılının ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler ise, dünya ticaretinde uzun süredir devam eden belirsizliklerin yeniden tırmanması ve jeopolitik risklerin etkisiyle küresel ekonomide süregelen yavaşlamanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak devam ettiğine işaret etmektedir. Takip eden dönemde, söz konusu faktörlerin yanı sıra gelişmiş ülke para politikası beklentilerinin seyri de küresel büyüme görünümü üzerinde etkili olacaktır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı Nisan Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla sınırlı bir miktar aşağıya çekilmiştir (Grafik 7.1.1).

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



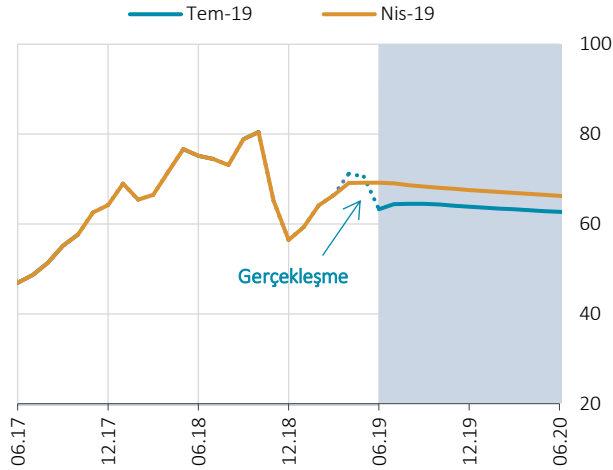
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

### İthalat Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Arz yönlü olumsuz gelişmelerin devam etmesine karşın küresel ticaret ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama nedeniyle ham petrol fiyat varsayımları aşağı yönlü güncellenmiştir. Nisan Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için ortalama 67,2 ABD dolarından 65 ABD dolarına, 2020 yılı için ortalama 66,2 ABD dolarından 62,6 ABD dolarına indirilmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımı ile uyumlu olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

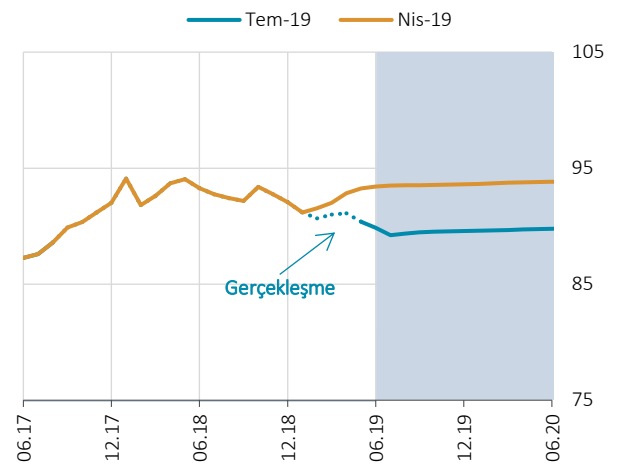
**Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\***  
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TÜİK, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

## Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliğin yüksek seyri ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi, gelişmiş ülke para politikası görünümünde gevşemeye yol açmış, önümüzdeki dönemde bu ülkelerde daha gevşek bir para politikası uygulanacağına dair beklentileri güçlendirmiştir. Fed, Haziran toplantısında politika faizinde değişikliğe gitmese de ileride yapılması olası faiz indirimlerine dair daha güçlü bir sinyal vermiştir. Aynı şekilde ECB faizleri sabit tutsa da olası faiz artışı öngörüsünü öteleyerek daha gevşek bir para politikasına işaret etmiştir. Nitekim, Fed ve ECB'nin yanı sıra İngiltere ve Japonya için de 2019 yıl sonu opsiyonlarının ima ettiği politika faizleri Nisan Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla daha düşük bir seviyede oluşmuştur (Tablo 2.3.1). Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

## Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının etki alanının görece daha dışında olduğu düşünülerek dışsal olarak alınan bir değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu, özellikle sebze fiyatlarında ürün arzının artışına bağlı olarak Nisan Enflasyon dönemine göre belirgin ölçüde gerilemiştir. Öte yandan, işlenmiş gıda fiyatları hem döviz kuru etkileri hem de et ve süt gibi girdi niteliği taşıyan ürünlerdeki fiyat artışlarına bağlı olarak görece yüksek bir seyir izlemiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında birbirini dengeleyen gelişmeler ışığında Nisan Enflasyon Raporu'nda 2019 yılı sonunda yüzde 16 olacağı varsayılan gıda enflasyonu tahmini yüzde 15'e çekilmiş, 2020 ve 2021 yılları için gıda enflasyonu tahminleri değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.2).

## Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası, Nisan Enflasyon Raporu dönemi öngörülerini ile uyumlu olarak 2019 yılının ilk yarısında mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra artan kamu harcamaları kanalıyla iktisadi faaliyeti desteklemiştir. Yılın geri kalanında, kamunun iktisadi faaliyete yılın ilk yarısına kıyasla daha ılımlı bir destek verdiği bir çerçeve varsayılmıştır.

Fiyatları yönetilen ve yönlendirilen kalemlerden alkollü içecekler ve tütün ürünlerinde yılın ikinci çeyreğinde yapılan ÖTV artışları 2019 yıl sonu enflasyon tahminini yukarı yönlü etkilemektedir. Öte yandan, ikinci çeyrekte, şebeke suyu fiyatlarındaki indirimler ve petrol fiyatlarındaki gerilemenin de etkisiyle Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinden olumlu seyreden enerji fiyatlarının yıl sonu artış patikasında Nisan Enflasyon Raporu'na göre önemli bir değişiklik yapılmamıştır.

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, maliye politikasının ekonomideki dengeleme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengeleme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonu risk primi ve belirsizlik algılamalarındaki iyileşmenin devam etmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

**Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

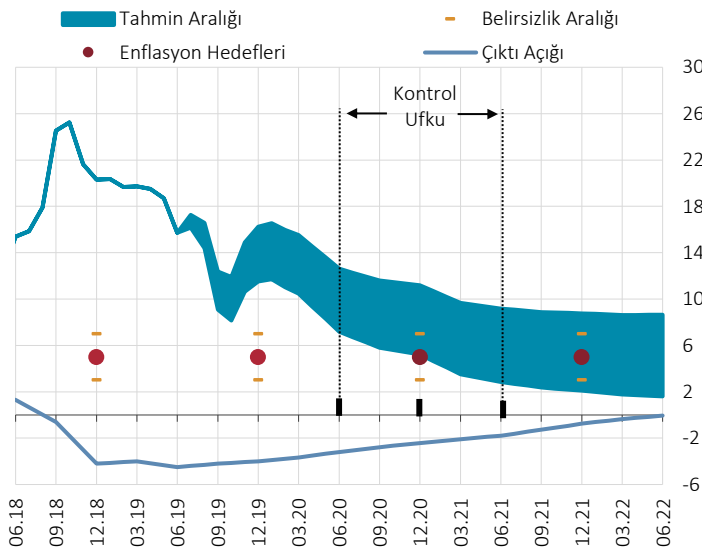
	2019	2020
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,03 (2,07)	2,14 (2,37)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	65,0 (67,2)	62,6 (66,2)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-3,06 (0,0)	-0,47 (0,8)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	15,0 (16,0)	11,0 (11,0)

\* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir

## 7.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2019 yıl sonunda yüzde 13,9 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yıl sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,5 ile yüzde 16,3 aralığında (orta noktası yüzde 13,9), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,2 ile yüzde 11,2 aralığında (orta noktası yüzde 8,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

**Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\***



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Nisan Enflasyon Raporunu takip eden dönemde enflasyon belirgin bir düşüş göstererek tahmin aralığının altında gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüşün yanı sıra parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme ve ithalat fiyatları ile gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu etkilemektedir. Diğer taraftan, çıktı açığındaki ılımlı toparlanma eğilimi ile alkollü içecekler ve tütün grubundaki vergi ayarlamaları bir önceki Rapor dönemine göre yıl sonu enflasyon tahminlerini yükseltici etki yapmaktadır. Bu doğrultuda, Nisan ayında yüzde 14,6 olarak açıklanan 2019 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 13,9'a indirilmiştir. Diğer taraftan, düşürücü ve yükseltici katkıların birbirini dengelemesiyle 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri korunmuştur. Tahminlere katkı veren unsurlar Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

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

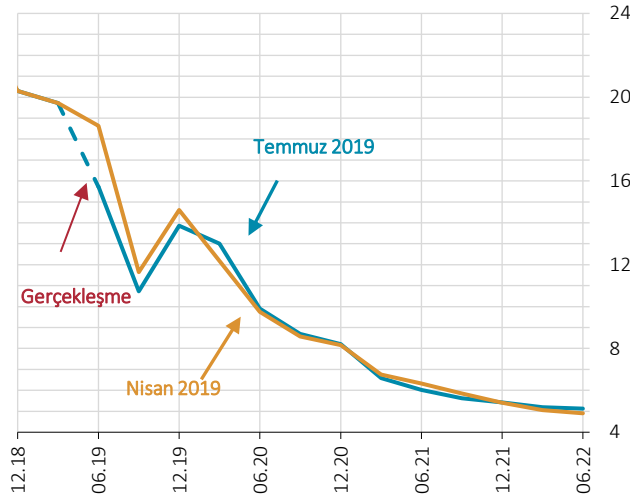
	2019	2020
2019-II (Nisan 2019) Tahmini	14,6	8,2
2019-III (Temmuz 2019) Tahmini	13,9	8,2
<b>2019-II Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	-0,7	0,0
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları</b>		
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dahil)	-0,3	-0,2
Enflasyonun Ana Eğilimi/Başlangıç Noktasındaki Güncelleme	-0,6	-0,1
Çıktı Açığı	+0,2	+0,3
Gıda	-0,2	-
Vergi ile yönetilen yönlendirilen fiyatlar	+0,2	-

Kaynak: TCMB.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini 0,7 puan aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). Yılın ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunun Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre 2,9 puan aşağıda gerçekleşmesi ve önümüzdeki dönemde enflasyon ana eğiliminde beklenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde düşürücü etkisi 0,6 puan olarak öngörülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki aşağı yönlü güncellenmenin enflasyon tahminine düşüş yönünde 0,3 puan katkı vereceği tahmin edilmiştir. Bunun yanı sıra, 2019 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımındaki düşüş ise enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı çekmiştir. Öte yandan, alkol ve tütün ürünlerine uygulanan ÖTV artışı 2019 yılı enflasyon tahminine 0,2 puan yukarı yönlü katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor öngörülerinden bir miktar daha yukarıda seyretmesi beklenen çıktı açığı tüketici enflasyonu tahminini 0,2 puan yükseltici yönde etkilemektedir (Grafik 7.2.3).

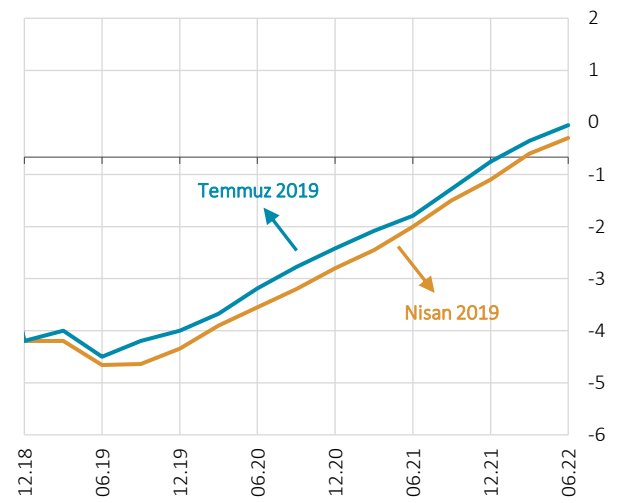
2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 8,2 olarak sabit tutulmuştur. Petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki güncellenmenin 2020 yılı enflasyonunu 0,2 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir. Buna ek olarak, ana eğilimdeki iyileşme enflasyonu 0,1 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Ancak, bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının 2020 yıl sonu tahminini 0,3 puan yukarı çekeceği öngörülmüştür.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

Yukarıda paylaşılan tahminler, küresel finansal koşulların ılımlı seyredeceği ve son dönemde ülke risk priminde görülen kademeli iyileşmenin önümüzdeki dönemde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Parasal sıkılık düzeyinin enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve hedeflenen patika ile uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır<sup>1</sup>. Buna ilave olarak, yılın geri kalanında maliye politikasının para politikasıyla eşgüdüm arz edecek şekilde fiyat istikrarı ve makroekonomik dengelenmeye odaklı belirleneceği varsayılmıştır.

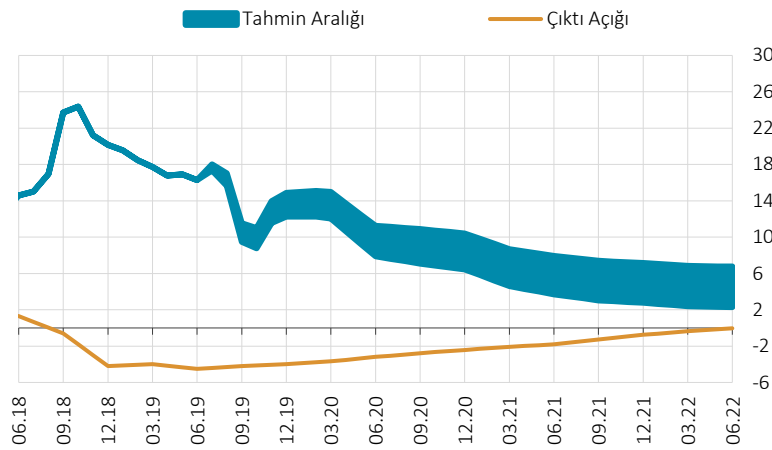
Küresel finansal koşullara ilişkin görünümün Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmesinin yanı sıra, ikinci çeyrek enflasyon gerçekleşmesinin beklentilerin altında kalması ve cari açıda gözlenen düzelme ile birlikte ülke risk priminin iyileşmesi finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmıştır. Bu gelişmelerin bankaların dış finansman imkânları ve likidite koşulları üzerindeki olumlu etkilerinin yanı sıra parasal sıkılık derecesinin azaltılmasına bağlı olarak kredi talebinde beklenen artışın da etkisiyle kredi büyümesinde kademeli toparlanma beklenmektedir. Küresel büyüme görünümündeki zayıflamaya rağmen rekabet gücündeki gelişmelerin etkisiyle mal ve hizmet ihracatı artış eğiliminin süreceği öngörülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, çıktı açığı tahminlerinde bir miktar yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Bu çerçevede, talep koşullarının, önceki Rapor dönemine göre enflasyona düşürücü yönde verdiği katkının sınırlı ölçüde azalmakla birlikte devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.3).

Enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığının, ülke risk priminin gerilemesi, uzun vadeli faizlerin aşağı gelmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşıdığı değerlendirilmektedir. Dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş politika koordinasyonunun desteğiyle geçmişe dönük endeksleme davranışının kırılması ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin tahmin ve hedeflerle uyumlu noktalara gerilemesi enflasyonla mücadelenin başarısı açısından kritik önem taşımaktadır.

İşlenmemiş gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, çekirdek enflasyon göstergelerine ilişkin tahminler de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. B endeksi yıllık enflasyonunun düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 5 hedefine yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

<sup>1</sup> Merkez bankası enflasyon tahminleri ve parasal duruşa ilişkin detaylı bir değerlendirme Kutu 7.1'de sunulmaktadır.

Grafik 7.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini\*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

Fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi enflasyondaki düşüş sürecinin sürekliliği için kritik önem taşımaktadır. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Orta vadeli beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının üzerinde kalması, tüm makroekonomik politikaların para politikası ile eşgüdüm halinde enflasyonu düşürmeye odaklı bir şekilde belirlenmesinin önemine işaret etmektedir. Para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi ve kamu kontrolündeki fiyatların ve vergilerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2019 Yıl Sonu	13,9	15,0	5,0
12 Ay Sonrası	9,5	13,9	5,0
24 Ay Sonrası	5,9	11,0	5,0

Kaynak: TCMB.

\* Temmuz ayı Beklenti Anketi verileri.

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

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Ana senaryoya göre oluşturulan öngörüler ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan başlıca aşağı ve yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:

- Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar;
- Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler;
- Kredi piyasasındaki toparlanmanın gecikmesi;
- Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesi;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine dair belirsizlik;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki oynaklıklar.

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

Yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ülke risk primi, yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelerden olumsuz yönde ayrılmış olmasına karşın, belirsizliklerin azalması, sıkı parasal duruş ve makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeye bağlı olarak Haziran ayı ortalarından itibaren hızla gerilemiştir. Ancak, ülke risk primi ve kur oynaklığının yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi ve süregelen küresel belirsizlikler ile jeopolitik riskler orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Para politikasının sıklık derecesinin enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde belirlenmesi, ülke risk primi ve kur oynaklığında gözlenen iyileşmenin devam etmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşımaktadır. Merkez Bankası başta enflasyon ve iktisadi faaliyet olmak üzere tüm makroekonomik göstergeleri dikkate alarak elindeki bütün araçları fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda kullanmaya devam edecektir. Para politikası etkinliğinin desteklenmesi ve olası enflasyon-büyüme ödünleşiminin asgariye indirilmesi açısından makro finansal politikaların finansal oynaklık ve risk primini düşürmeye odaklı bir şekilde belirlenmesi ve maliye politikasının öngörülebilirliğinin güçlendirilmeye devam edilmesi kritik önem arz etmektedir.

İç talep koşullarının enflasyon üzerindeki sınırlayıcı etkisine karşın, enflasyon beklentilerinin bulunduğu seviyeler önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin çıpalanması, içinde bulunduğumuz dönemde para politikasının etkinliği açısından kritik önem taşımaktadır.

Enflasyon görünümünün kısa vadeli seyri üzerinde etkili olabilecek başka bir unsur gıda fiyatlarının seyridir. Birikmiş maliyet baskıları işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmakta, dönemsel etkilerle yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, olumlu hava koşullarıyla artan sebze arzıyla birlikte işlenmemiş gıda grubu enflasyonunda gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak söz konusu grup enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir. Bu gelişmeler ışığında, gıda fiyatlarının seyrinin enflasyonun kısa vadeli görünümü üzerinde oluşturabileceği risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir.

Enflasyondaki düşüşün Rapor’da öngörülen patika ile uyumlu bir şekilde gerçekleşebilmesi için, para ve maliye politikası eşgüdümü çerçevesinde makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak enflasyon katılımının azaltılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması büyük önem arz etmektedir. Bu Rapor’da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikası aktarım mekanizmasını destekleyen bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, yılın geri kalanında bütçe açığının kontrol altında tutulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde, enflasyon tahmin ve hedefleriyle büyük ölçüde uyumlu olarak belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması durumunda risk primi ve enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşme gecikebilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün de olumsuz etkilenmesi halinde para politikası duruşunun güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

2019 yılı ikinci çeyreğinde, bankaların yurt içi fonlama koşulları sıkılaştırmış, bankalar Türk lirası fonlama maliyetlerindeki artışı kredi faizlerine yansıtmıştır. Bu gelişmelere ve genel ekonomik görünüme ilişkin beklentilere bağlı olarak bu dönemde kredi büyüme hızları gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde, para politikası sıklık derecesinin azaltılması ve destekleyici kredi paketlerinin uygulamaya konulması, kredi koşullarında ve kredi talebinde normalleşmeye destek olacak unsurlar olarak görülmektedir. Öte yandan, iktisadi faaliyete yönelik aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi durumunda kredi piyasasındaki toparlanmanın gerek arz gerekse talep kaynaklı olarak gecikebileceği değerlendirilmektedir. Kredi koşullarındaki normalleşmenin hızı, kapsamı ve sürdürülebilirliği iktisadi faaliyet görünümü açısından önemli olacaktır.



Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra, küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik devam eden belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin devam etmesi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel ekonomi politikaları üzerindeki belirsizliğin yüksek seyretmesine ve küresel finansal piyasalardaki kırılganlıkların sürmesine neden olmaktadır. Söz konusu unsurlar, küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde yukarı yönlü önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılganlıklar söz konusu ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik önlemler alınabilecektir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri izlenecek ve gerektiğinde para politikası tepkisi verilebilecektir.

Ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrine ilişkin aşağı yönlü risklerin belirginleştiği, diğer emtia fiyatlarına ilişkin risklerin ise dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Temmuz ayında OPEC'in üretimi kısma kararını uzattığını açıklaması, jeopolitik sorunların küresel ölçekte devam etmesi ve ABD kaya petrolü üretiminde yavaşlamanın devam etmesine karşın; küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü risklerin ağırlık kazandığı görülmektedir. Çin'in büyümeyi destekleyici ek program açıklaması ve endüstriyel metal piyasalarında devam eden arz kısıtlarına binaen endüstriyel metal fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinin sonlarına doğru yukarı yönlü bir eğilim izlenmiş olmasına karşın, küresel iktisadi faaliyetin seyrine dair endişelere bağlı olarak söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönü riskler de gücünü korumaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, gelişmiş ülkeler para politikalarındaki gevşeme ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri belirgin kılmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, para politikası tepkisi, enerji fiyatları ve üretici fiyatları kaynaklı risklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışı üzerindeki olası etkilerini kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Ülke risk priminde gözlenebilecek oynaklıklar	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risk priminde ve kur oynaklığında oluşabilecek yukarı yönlü hareketlerde enflasyon ve döviz kurlarına dair olumsuz beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir.</li> </ul> <p><b>Finansal Koşullar ve Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risk priminde ve kur oynaklığında oluşabilecek yukarı yönlü hareketler ve finansal koşullarda oluşabilecek ilave sıkılık iktisadi faaliyette öngörülen ılımlı toparlanma eğilimini sekteye uğratabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risk primi göstergeleri</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> <li>İma edilen kur oynaklıkları</li> <li>Ülke risk primini etkileyebilecek yurt içi makroekonomik göstergeler</li> <li>Finansal koşullar</li> <li>Kredi piyasası göstergeleri</li> <li>Çeşitli çıktı açığı göstergeleri</li> <li>Talep ve faaliyete ilişkin öncü göstergeler</li> <li>Finansal ve reel kesim bilançoları</li> <li>Sermaye akımları</li> </ul>
Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Özellikle orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri ve enflasyon beklenti dağılımının ima ettiği enflasyon belirsizliğinin yüksek olması fiyatlama davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir.</li> <li>Önceki Rapor dönemine kıyasla azalmakla birlikte bazı sektörlerde birikmiş maliyetlerin fiyatlara yansıtılma oranı ve hızına dair belirsizlikler enflasyon patikası üzerinde belirleyici olacaktır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Yayımlı endeksleri</li> <li>Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri</li> <li>Çeşitli çıktı açığı göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
Geçmişe endeksleme davranışına dair belirsizlikler	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklentiler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ücret ve fiyatlamalarda geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü oluşu, enflasyonun iş çevrimlerine duyarlılığını sınırlayabilecek ve enflasyondaki düşüşün daha yavaş gerçekleşmesine neden olabilecektir.</li> <li>İşgücü maliyet baskılarının verimlilik artışlarıyla telafi edilemediği durumda, tüketici fiyatlarına daha fazla yansımaları söz konusu olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reel birim işgücü maliyetleri</li> <li>Reel kazanç endeksleri</li> <li>Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri</li> <li>Özel sektör ücret belirlenme süreci</li> <li>Tüketim harcamaları</li> </ul>

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

Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<p><b>Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bütçe açığındaki artışın belirginleşmesi ülke risk primini yükseltebilecektir.</li> </ul> <p><b>Talep ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Maliye politikasının yurt içi talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki doğrudan ve dolaylı destekleyici etkilerinin mevcut Rapor'da öngörülenden daha güçlü olması, talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisini zayıflatabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Yeni Ekonomi Programı ve 2019 yılı bütçesi çerçevesinde alınması öngörülen maliye politikası tebirleri</li> <li>Maliye politikası tedbirlerine duyarlı harcama kalemlerindeki gelişmeler</li> <li>Faaliyeti destekleyici maliye politikası benzeri uygulamalar</li> <li>Kamu ve özel banka ayırımında kredi büyümesi gelişmeleri</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Çıktı açığı tahminleri</li> </ul>
Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler	<p><b>Gıda Fiyatları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>İşlenmemiş gıda grubunda hava koşullarına bağlı olarak artan sebze arzıyla birlikte gözlenen düzeltmenin önümüzdeki dönem seyrine bağlı olarak işlenmemiş gıda enflasyonuna ilişkin öngörüler aşağı yönlü güncellenebilecektir.</li> <li>Birikmiş maliyet baskıları özellikle işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır.</li> <li>Dönemsel etkilerle gıda ve yemek hizmetleri fiyatları üzerinde ilave baskı oluşabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alt kalemler ve maddeler bazında gıda fiyatlarındaki gelişmeler</li> <li>Tarımsal üretime dair arz yönlü gelişmeler</li> <li>İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması</li> <li>Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri</li> </ul>
Kredi piyasasındaki durgunluğun sürmesi	<p><b>Bilanço Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Firma bilançolarına ilişkin riskler ve nakit akışına ilişkin belirsizlikler, bankaların kredi verme iştahını sınırlamaktadır.</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ve ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle kredi koşullarının sıkılaşması söz konusu olabilecektir.</li> </ul> <p><b>Kredi Talebi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Parasal sıklığın azaltılmasıyla kredi talebinde beklenen kısmi toparlanmanın gecikmesi kredi piyasasındaki durgunluğun sürmesine neden olabilecektir.</li> </ul> <p><b>Banka Kredi Verme Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Banka kârlılık ve SYR'lerinde aşağı yönlü bir hareket kredi arzı üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Firmaların kredi kullanımı</li> <li>Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler</li> <li>Sektörler ve kredi türleri cinsinden yakın izlemedeki krediler ile TGA'lar, karşılıksız çekler ve protestolu senetler</li> <li>Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi)</li> <li>Kredi talebine ilişkin göstergeler</li> <li>Finansal ve reel kesim bilançoları, nakit akımları</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel)</li> <li>Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri</li> </ul>

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

	<b>Beklenti ve risk primi kanalı</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Firma bilançoları ve banka aktif kalitesi arasındaki etkileşim risk primi ve sermaye akımları üzerinden enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyebilecektir.</li> </ul>	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler</li> <li>Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler</li> </ul>
Küresel büyüme görünümü ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına yönelik belirsizlikler	<b>Dış Talep ve Küresel Finansal Koşullar:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler, gerek sermaye akımları gerekse dış ticaret kanalıyla yurt içi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul> <b>Küresel Risk İştahı:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin belirginleşmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde yukarı yönlü önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.</li> <li>Öte yandan, gelişmiş ülkelerdeki gevşemenin beklenenden daha sınırlı olması gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü riskleri artırabilecektir.</li> <li>ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel risk iştahını sınırlayabilecektir.</li> </ul>	↓  ↓  ↑  ↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Küresel ekonomi ve ticaret politikaları</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı</li> </ul>
Ham petrol ve ithalat fiyatlarındaki oynaklıklar	<b>İthalat Fiyatları:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Arz yönlü yükseltici unsurlara karşın, küresel ticaretin seyrine dair yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskler ağırlık kazanmıştır.</li> <li>Endüstriyel metal fiyatlarında yılın ikinci çeyreğinin sonlarına doğru yukarı yönlü bir eğilim izlenmiş olmasına karşın, küresel iktisadi faaliyetin seyrine dair endişelere bağlı olarak söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönü riskler de gücünü korumaktadır.</li> </ul>	↓  ↔	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol ve diğer emtia fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>Küresel ticaret politikaları</li> <li>OPEC kararları</li> <li>Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler</li> <li>İthalat gelişmeleri ve cari işlemler dengesi</li> </ul>

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

## Kutu 7.1

### Merkez Bankası Enflasyon Tahminleri ve Parasal Duruş

TCMB, 2006 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde enflasyon tahminlerini ve bu tahminlerin altında yatan temel varsayımları, yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu kutuda enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankası tarafından üretilen enflasyon tahminlerinin rolü ve parasal duruş ile ilişkisi TCMB deneyimleri çerçevesinde incelenmektedir.

#### Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Enflasyon Tahminlerinin Rolü

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özellikleri; sayısal enflasyon hedefleri ilan edilmesi, para politikası uygulamalarında enflasyon tahminlerinin dikkate alınması ve şeffaflık ile hesap verilebilirliğin yüksek olması olarak sıralanmaktadır (Svensson, 2010). Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, para politikası stratejisini belirlerken enflasyon hedefine öncelik vermekle birlikte iktisadi faaliyetteki dalgalanmaları da dikkate almakta, bu nedenle enflasyon hedeflemesi “esnek” bir para politikası çerçevesi sunmaktadır.

Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığından, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları para politikasını oluştururken enflasyon tahminlerini dikkate almaktadır. Bir başka deyişle, enflasyon hedeflemesi rejiminde tahminler önemli bir rol oynamakta ve politika kararları alınırken tahminlerin hedeflerle uyumuna dikkat edilmektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu zaman “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak adlandırılmaktadır (Svensson, 1997). Enflasyon tahmini hedeflemesi; enflasyon tahminlerini (gelecek dönem enflasyonunu) hedeflerle uyumlu düzeyde tutacak şekilde politika faiz patikasının belirlenmesi anlamına gelmektedir. Bu çerçevede, enflasyon tahminlerinin nasıl oluşturulduğunun ve tahminlerin arka planında yer alan para politikası duruşunun nasıl belirlendiğinin kamuoyu tarafından anlaşılması önem arz etmektedir.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak üzere kullandığı araçların mevcut enflasyon üzerindeki kontrolü, önceki dönemlerde alınan fiyatlama kararları, kontratlar, öngörülemeyen şoklar gibi etkilerden dolayı sınırlıdır. Ayrıca para politikası araçları, parasal aktarım mekanizması çerçevesinde enflasyonu belirli bir gecikme ile etkileyebilmektedir. Bunun yanı sıra, tahminlerin hedeflere hangi vadede yakınsayacağı (politika ufku) iktisadi konjonktüre, enflasyon ve çıktının denge değerlerinden ne kadar uzak olduğuna ve ekonomiye gelen şokların büyüklüğüne ve niteliğine bağlı olarak değişebilen bir politika tercihi olduğundan, politika duruşu oluşturulurken ve yorumlanırken “orta vadeli” tahminler dikkate alınmaktadır.

Enflasyon tahminlerinin doğru yorumlanabilmesi için dikkate alınması gereken bir diğer husus politika kararları ve enflasyon tahminleri arasındaki çift yönlü dinamik ilişkidir: Para politikası duruşu, enflasyon üzerinde etkili olan tüm unsurları dikkate alarak enflasyonu belli bir vadede hedefe getirecek ve orada tutacak şekilde oluşturulurken, enflasyon da para politikası kararlarından etkilenmektedir. Bu durum, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının içsel olarak belirlenmesini gerektirmektedir. Diğer bir ifadeyle, makroekonomik değişkenlerin birbirleriyle ve para politikası ile olan dinamik ve çok yönlü etkileşimi, tahminler oluşturulurken genel denge yaklaşımının benimsenmesini gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede, merkez bankasının açıkladığı orta vadeli tahmin patikasının arka planında, para politikası araçlarının ve bu araçların izlemesi öngörülen patikanın genel denge etkilerini göz önüne alan içsel bir para politikası tepkisi yer almaktadır. Dolayısıyla enflasyonun hedeften farklılaştığı dönemlerde merkez bankasının enflasyon tahminleri, hedefe doğru giderken enflasyonda ve para politikasında izlenecek yola dair öngörü içermektedir. Bu açıdan bakıldığında açıklanan enflasyon patikası bir nevi ara hedef olarak da nitelendirilebilmektedir (Svensson, 2010).

## TCMB Deneyimi

TCMB, 2006 yılından bu yana uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, içsel para politikası tepkisi altında oluşturulan enflasyon tahminlerini çeyreklik frekansta yayımlanan Enflasyon Raporları aracılığı ile paylaşmaktadır. Enflasyon raporlarında enflasyon ve çıktı açığına ilişkin tahminler grafiksel ve rakamsal olarak paylaşılmakta, bu tahminlere baz oluşturan faiz patikası ise niteliksel olarak açıklanmaktadır. Ayrıca, para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri, söz konusu risklerin gerçekleşmesi halinde TCMB'nin ortaya koyabileceği olası politika tepkileri anlatılmakta ve gelişmelere koşullu olarak gelecekte uygulanabilecek faiz patikasına ilişkin sinyaller verilmektedir.

Merkez bankası tahminleri oluşturulurken, ekonomiye gelen türlü şoklar ve dışsal faktörler, ekonomi politikaları ve makroekonomik büyüklüklerin birbirleriyle olan dinamik etkileşimleri Tahmin ve Politika Analizi Sistemi kullanılarak ayrıntılı bir biçimde incelenmektedir. Ekonomiyi gelecekte etkileyecek şoklar ve dışsal faktörler eksiksiz şekilde tahmin edilememekle birlikte, veriler ve uzman görüşleri ışığında bu unsurlara ilişkin varsayımlar oluşturulmaktadır. İki tahmin dönemi arasındaki veri akışına göre tahminlere esas oluşturan varsayımlar, makroekonomik görünüme ilişkin analizler ve uzman görüşleri güncellenmektedir. Söz konusu güncellemeler ve uygulanması öngörülen ekonomi politikalarının enflasyon görünümüne etkileri doğrultusunda tahmin dönemi boyunca geçerli olacak para politikası duruşu belirlenmekte ve enflasyon tahmin patikası buna göre oluşturulmaktadır. Para politikası duruşundaki ve/veya tahmin patikasındaki güncellemeler iki tahmin dönemi arasında gelen şokların cinsine, büyüklüğüne ve kalıcılığına bağlı olmaktadır. Bu konuyu somutlaştırmak adına aşağıda iki farklı örnek verilmektedir.

Örneğin, para politikası kontrol alanının içinde olmayan işlenmemiş gıda fiyatlarına geçici nitelikte pozitif bir arz şoku (hava koşulları veya verimlilik artışı nedeniyle beklenmedik şekilde ürün arzının artması v.b.) gelmesi durumunda, işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenecek düşüşler kısa vadede tüketici enflasyonunun önceki dönemde açıklanan tahminlerin altında kalmasına neden olabilmektedir. Tahminler güncellenirken, dalgalanmanın geçici olacağı ve para politikası kararlarının işlenmemiş gıda fiyat artışı üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı değerlendirilmesiyle, para politikası duruşunun söz konusu şokun tüketici enflasyonu üzerindeki birincil etkilerine değil, enflasyon beklentilerinde ya da fiyatlama davranışında gözlenebilecek olası ikincil etkilerine tepki vereceği bir çerçeve esas alınmaktadır. Bu doğrultuda, birincil etkiler nedeniyle kısa vadede tahmin patikası aşağı yönlü revize edilirken, enflasyon eğiliminde kalıcı etki yaratabilecek ve para politikası etki alanında olan ikincil etkilere karşı önceki tahmin döneminde öngörülene göre daha gevşek bir parasal duruşa gidilerek orta vadeli tahminler önceki seviyelerinde korunabilmektedir. Benzer bir uygulama, uluslararası ham petrol fiyatlarındaki değişimler, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları ile döviz kurunda küresel gelişmeler kaynaklı geçici dalgalanmalar için de söz konusu olabilmektedir.

Diğer taraftan, ülke risk primini yükseltici bir şok, enflasyon ve büyüme arasında ödünleşim yaratacağından, para politikasının nasıl tepki vereceği, şokun büyüklüğüne ve kalıcılığına, enflasyonun hedeften uzaklığına, çıktı açığının mevcut seviyelerine, finansal sektör ve reel sektöre olası etkilerine göre belirlenmekte ve para politikası tepkisi bu faktörlere göre önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Geçici olmayan bir risk primi artışı söz konusu olduğunda, döviz kuru geçişkenliği ve bekleyişler kanalıyla enflasyon yükselirken finansal koşullarda oluşabilecek ilave sıkılık dolayısıyla iktisadi faaliyette belirgin bir yavaşlama meydana gelebilmektedir. Böyle bir durumda, enflasyon görünümü üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü tüm etkiler dikkate alınarak enflasyonu hedeflenen patika ile uyumlu seviyelerde tutacak şekilde parasal duruşun uyarlanması veya tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesi söz konusu olabilmektedir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin resmi hedeflerin önemli ölçüde üzerinde kaldığı durumlarda, kontrol ufku içinde enflasyon hedefine ulaşmanın yüksek maliyetleri nedeniyle hedefe ulaşma süresi (politika ufku) uzayabilmektedir. Bu çerçevede, enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve dezenflasyon sürecinde enflasyon ve büyüme ödünleşiminin azaltılması açısından merkez bankası tarafından yayımlanan tahminlerin ara hedef işlevi görmesi önemli görülmektedir. Tahmin patikasındaki ve/veya para politikası duruşundaki güncellemelerin ve güncelleme nedenlerinin şeffaf bir iletişim stratejisiyle ortaya koyulması, para politikası öngörülebilirliğinin artırılması, enflasyon beklentilerinin oluşumunda tahminlerin rolünün güçlendirilmesi ve beklentilerin çıpalanması daha az maliyetle enflasyon hedefine ulaşılması açısından kritik önem taşımaktadır.

### Kaynakça

Svensson, L. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, vol. 41, pp. 1111-1146.

Svensson, L. (2010) "Inflation Targeting," in Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Volume 3B, chapter 22, Elsevier 2010.

