

Kutu 2.3

Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde önemli bir rol oynamaktadır (Blinder ve diğerleri, 2008). Uzun vadeli enflasyon beklentilerinin istikrarı, etkin ve güvenilir para politikasının en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Enflasyon beklentileri, ekonomik birimlerin iktisadi tercihlerini belirlemede önemli rol oynayarak reel ekonomik aktiviteyi ve enflasyon dinamiklerini etkilemektedir. Beklenti kanalının işleyişi ekonomik birimler tarafından merkez bankasının enflasyonla mücadelede ne kadar kararlı görüldüğü ile yakından ilişkilidir. Örneğin merkez bankası güvenilirse ve ekonomik birimler merkez bankasının enflasyonla mücadeleye olan bağlılığına inanıyorsa para politikasında sıkılaşılmaya gidilmesi enflasyon beklentilerinin düşmesine yol açacaktır. Dolayısıyla, enflasyonda yaşanan atalet kırılarak para politikasının enflasyonla mücadelede başarılı olma şansı artacaktır. Bu nedenle enflasyon beklentilerinin oluşumunu anlamak ve beklenti oluşumunda merkez bankasının rolünü ortaya koymak önem arz etmektedir.

IMF tarafından yayımlanan son Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda enflasyon beklentileri detaylı bir şekilde tartışılmış, enflasyon gerçekleştirmelerinde beklentilerin artan rolü ortaya konmuştur. Ayrıca, ekonomik birimlerin beklentilerini geçmişe (*backward looking*) ya da ileriye dönük (*forward looking*) oluşturmasının para politikasının etkinliği açısından belirleyici olduğuna dair bulgulara da yer verilmiştir (IMF, 2023).

Bu çalışmada, başta para politikası duruşu olmak üzere, enflasyon beklentilerini etkileyen faktörleri daha iyi anlayabilmek için yedi içsel değişkenden oluşan vektör özgecikmeli regresyon (VAR) modeli tahmin edilmiştir. 2006 yılı ilk çeyreği ile 2023 yılı üçüncü çeyreği arasındaki dönem için gerçekleştirilen model tahmininde Bayesci yöntem kullanılmıştır.¹ İçsel değişkenler, sırasıyla, Brent ham petrol fiyatı, ithalat birim değer endeksi, sepet kur, çıktı açığı, manşet enflasyon, 12-ay sonrası enflasyon beklentisi ve politika faizidir. Bu değişkenlerden Brent petrol, ithalat birim değer endeksi, sepet kur ve mevsimsellikten arındırılmış manşet fiyat endeksi serileri çeyreklik logaritmik fark şeklinde modele dahil edilirken, elde edilen manşet enflasyon serisi yıllıklandırılmıştır. Enflasyon beklentisi ve politika faizi ise yıllık bazdadır. Enflasyon beklentileri için TCMB tarafından yürütülen Piyasa Katılımcıları Anketi verileri (12-ay sonrası) kullanılmıştır. Çıktı açığı serisi TCMB bünyesinde takip edilen farklı modellerden elde edilen göstergedir. Modelde dışsal değişken olarak ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi, asgari ücret, Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi, kredi takas iflas primi ve vergi ile yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyona etkisini ölçen değişken kullanılmıştır. Asgari ücret ve ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi çeyreklik logaritmik fark olarak modelde kullanılmıştır. Tahminlerde öncül olarak normal-ters Wishart dağılım kullanılırken, hiperparametrelerin olasılık fonksiyonunu azamileştirmesi için değerlerin modelce seçilmesine izin verilmiştir. Modelde içsel değişken sayısının fazlalığı dikkate alınarak iki gecikmeye yer verilmiştir.

Birikimli etki tepki fonksiyonları, önceki yapılan çalışmalarla (Gülşen ve Kara, 2021; Koç ve diğerleri, 2021) uyumlu olarak, başta enflasyon gerçekleştirmeleri olmak üzere, enflasyon ve sepet kurdaki artışların enflasyon beklentilerini yukarıya çeken temel değişkenler olduğunu göstermektedir (Grafik 1). Beklentilerin küresel ham petrol fiyat şoklarına tepkisinin ise daha sınırlı olduğu bulunmuştur.² Diğer yandan, analiz sonuçları³ beklentilerin çıpalanmasında para politikası duruşunun önemini ortaya koymaktadır; sıkılaştırıcı yönde para politikası şokları beklentileri düşürücü yönde etkide bulunmaktadır. Nitekim model politika faizi olmadan altı içsel değişkenle tahmin edildiğinde, Brent ham petrol fiyat şoklarına verilen tepkinin değişmediği, enflasyonda daha belirgin olmak üzere,

¹ Yöntemle ilgili detaylı bilgi için Ögünç (2019) çalışması incelenebilir.

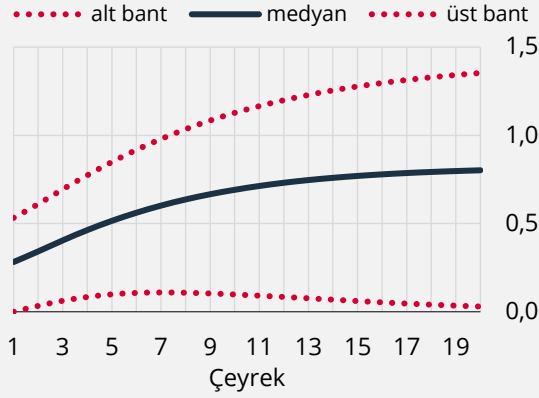
² Kur ve ham petrol fiyatlarının çeyreklik değişim olarak, yıllıklandırılmadan modele eklendiğine dikkat edilmelidir.

³ Çıktı açığına verilen tepki beklenen işareti almaktayken, sıfır değerini içerecek şekilde geniş bir kredibilite bandı elde edilmektedir.

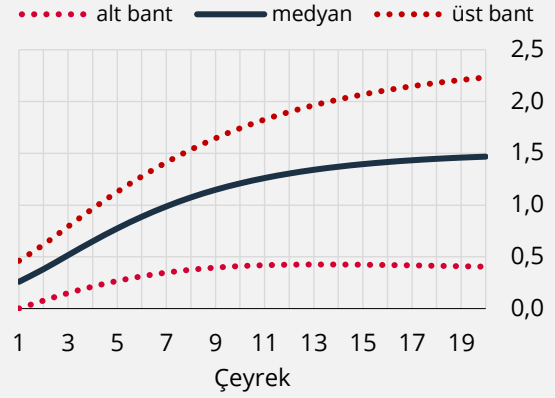
enflasyon ve kur şoklarına verilen tepkinin arttığı gözlenmektedir.⁴ Bulgular topluca değerlendirildiğinde, beklentilerin çıpalandırılmasında para politikasının önem arz ettiği, sıkılaştırıcı adımların doğrudan etkilerinin yanı sıra beklenti kanalı üzerinden de enflasyon üzerinde etkiye bulunduğu teyit edilmektedir. Bulguya uyumlu olarak, TCMB'nin haziran ayından bu yana uyguladığı parasal sıkılaştırmanın enflasyon beklentilerini kontrol altına almada etkili olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 1: Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonları* (On Puanlık Şoka Verilen Tepkiler)

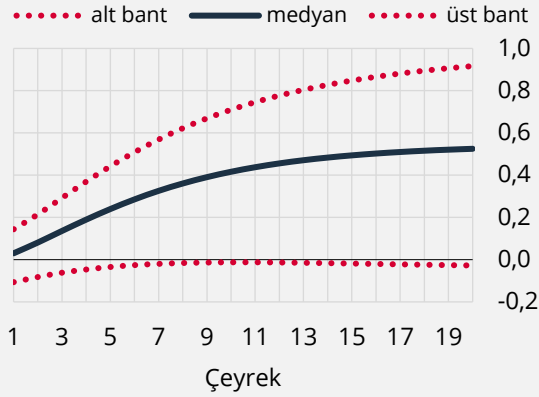
Beklentinin Enflasyon Gerçekleşmelerine Tepkisi



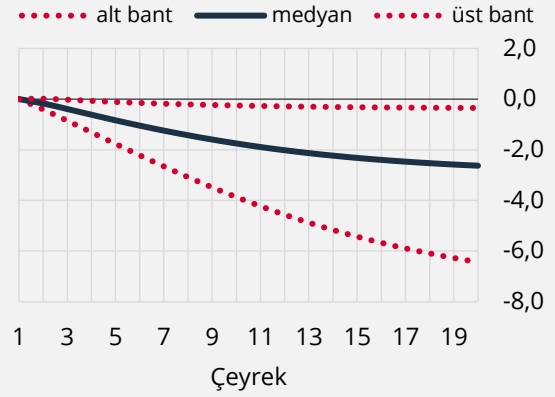
Beklentinin Sepet Kura Tepkisi



Beklentinin Brent Ham Petrole Tepkisi



Beklentinin Politika Faizine Tepkisi



* Birikimli etki tepki fonksiyonları yüzde 68 kredibilite bandı ile birlikte sunulmuştur.

Parasal sıkılaştırmanın yanı sıra TCMB enflasyon raporlarında yayınladığı enflasyon tahmin güncellemeleri ve para politikası metinlerinde tahmin patikasına atıfta bulunarak beklentilerin çıpalandırılması sürecinde etkili olmayı amaçlamaktadır. Enflasyon beklentilerini oluştururken ekonomik birimlerin geçmişe dönük bir davranış sergileyebilmesi para politikası kararlarının etkinliğini azaltarak dezenflasyon sürecinde enflasyon ve büyüme ödünleşimini artırmaktadır. Ekonomik birimlerin beklenti oluşumunda ileriye dönük bir davranış göstermesi para politikasının etkinliğini artıracak ve enflasyonda hedeflenen patikaya daha hızlı ve daha az maliyetle ulaşılmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, ekonomik birimlerin enflasyon gerçekleştirmelerinden ziyade TCMB'nin enflasyon tahminlerini referans olarak almalarının sağlanması, hedeflenen dezenflasyon patikasına daha çabuk

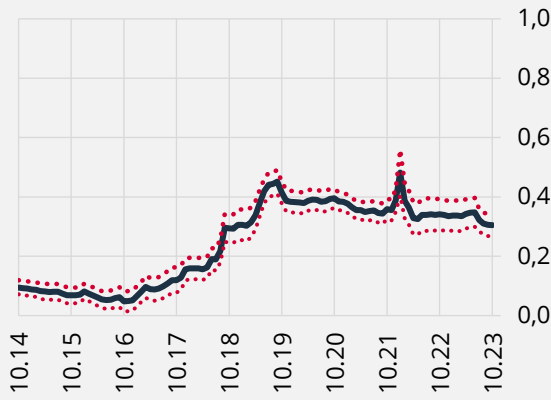
⁴ Politika faizini içeren modelde 20. dönem sonunda 10 puanlık enflasyon şokuna beklentilerin tepkisi 0,8 puan olarak ölçülürken, politika faizinin olmadığı modelde birikimli tepki 1,9 puana yükselmektedir. Kur şokunun beklentiler üzerindeki birikimli etkisi politika faizinin olmadığı modelde 1,5 puandan 1,8 puana artış sergilemektedir. Brent ham petrole verilen tepki ise para politikasının olmadığı modelde 0,5 puandan 0,6 puana yükselmekte, kredibilite bandının da belirgin bir değişiklik sergilemediği gözlenmektedir. Para politikasının olmadığı modelde, çıktı açığına verilen tepki de yükselmekte ve kredibilite bandı pozitif bölgeye kaymaktadır.

ulaşılmasına katkı sağlayacaktır. Enflasyon beklenti oluşumunda enflasyon gerçekleştirmeleri ve TCMB enflasyon tahminlerinde verilen ağırlığın zaman içindeki değişimini göstermek için Piyasa Katılımcıları Anketi mikro verileri kullanılarak aşağıdaki denklem 60 aylık kayan pencerelerle tahmin edilmiştir:

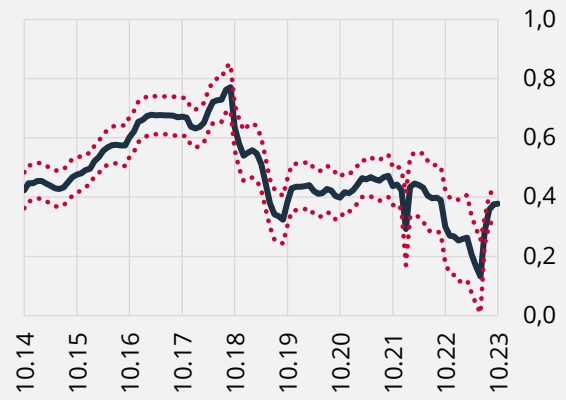
$$\pi_{i,t}^{Beklenti} = \alpha\pi_{t-1} + \beta\pi_t^{TCMB\ Tahmin} + \mu_i + e_{i,t}$$

$\pi_{i,t}^{Beklenti}$ katılımcı bazında 12 ay sonrası enflasyon beklentilerini, π_{t-1} bir önceki ay yıllık enflasyon gerçekleşmesini, $\pi_t^{TCMB\ Tahmin}$ katılımcıların gördüğü son enflasyon raporundaki 12 ay sonrasına ilişkin TCMB enflasyon tahminlerini, μ_i katılımcı sabit etkisini ve $e_{i,t}$ model tarafında açıklanamayan kısmı göstermektedir. Sırasıyla enflasyon gerçekleştirmeleri ve TCMB tahminlerinin ağırlığını gösteren α ve β katsayılarının zaman içindeki değişimi Grafik 2 ve 3'te paylaşılmaktadır.

Grafik 2: Enflasyon Beklentilerinde Enflasyon Gerçekleştirmelerinin Ağırlığı (60 Aylık Kayan Pencereler)



Grafik 3: Enflasyon Beklentilerinde TCMB Enflasyon Tahminlerinin Ağırlığı (60 Aylık Kayan Pencereler)



Tahmin sonuçlarına göre enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyetinin son yıllarda yüksek seyretmekte olduğu saptanmaktadır. Diğer yandan, TCMB enflasyon tahminlerine verilen ağırlığın 2018 yılı son çeyreğinden başlayarak Enflasyon Raporu 2023-III'e dek düşüş eğilimi sergilediği gözlenmektedir. Enflasyon Raporu 2023-III'te tahmin yaklaşımında yapılan değişiklikler, enflasyon tahminlerinin anket katılımcıları için referans olma değeri artarken, enflasyon gerçekleştirmelerine verilen ağırlığın sınırlı bir miktar gerilediği görülmektedir. Bu çerçevede, inandırıcılığı ve bilgi değeri yüksek enflasyon tahminlerinin ve bu tahminlere ulaşmak için uygulanacak para politikası stratejisinin şeffaf bir şekilde ortaya konulması, dezenflasyon sürecinde enflasyon beklentilerinin çıpalanmasında kritik rol oynayacaktır.

Kaynakça

Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan, and D. Jansen, 2008, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature* 46 (4): 910–945.

Gülsen, E., & Kara, H., 2021, Policy Performance and the Behavior of Inflation Expectations. *International Journal of Central Banking*, 17(70).

IMF, 2023. *World Economic Outlook, Managing Expectations: Inflation and Monetary Policy* (Chapter 2).

Koç, Ü., Ögünç, F. ve M.U. Özmen, 2021, "Türkiye'de Enflasyon Sürecinde Beklentilerin Rolü: Dinamikler Son Dönemde Değişti mi?", *TCMB Çalışma Tebliği*, 21/02.

Ögünç, F., 2019, Kısa Dönem Enflasyon Tahminine Bayesçi VAR Yaklaşımı, *TCMB Çalışma Tebliği* 19/25.