

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

Finansal Koşullar

2017 yılının ilk çeyreğinde, ABD'nin seçim sonrası politikalarına yönelik belirsizliklerin azalması ve küresel büyümeye ilişkin beklentilerin olumlu seyriyle birlikte gelişmekte olan ülkelerde yoğun portföy girişleri gözlenmiştir. Türkiye, para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının da etkisiyle bu portföy akımlarından payını almış ve Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrışarak geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi etmiştir. Bunun yanı sıra, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu kredi garantileri ve kamu maliyesi teşvikleri sayesinde, kredi koşullarında toparlanma devam etmektedir. Nitekim 2017 yılının ilk çeyreğinde, tüketici kredilerinde ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerdeki canlı seyrin etkisiyle toplam kredi büyümesi geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir.

TCMB, enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici duruşunu korumaktadır. 2017 yılı Ocak ayı başında döviz piyasasında ekonomik temellerle uyumlu olmayan aşırı hareketliliğin enflasyon görünümüne yansımalarını sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Buna ek olarak, marjinal fonlama oranı Ocak ayı PPK toplantısında 75 baz puan, GLP borç verme faiz oranı ise Ocak, Mart ve Nisan PPK toplantılarında toplamda 225 baz puan artırılarak parasal sıkılaştırma daha da güçlendirilmiştir.

Enflasyon

2017 yılının ilk çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 11,29 ile Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Türk lirasındaki değer kaybı ile ithalat fiyatlarındaki artışların gecikmeli etkileri gibi maliyet yönlü baskıların yanı sıra talep koşullarındaki kısmi iyileşme ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş endeks genelinde fiyatlardaki artış eğiliminin güçlenmesine neden olmuştur. Bu dönemde baz etkileri ve arz yönlü faktörlere bağlı olarak gıda enflasyonunda da belirgin bir artış gözlenmiştir.

Talep Koşulları

TÜİK tarafından açıklanan GSYİH verilerine göre, 2016 yılının ilk üç çeyreğine ilişkin büyüme rakamları yukarı yönlü güncellenirken, dördüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin ana eğiliminde Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu olarak ılımlı bir toparlanma gözlenmiştir. Tedbir ve teşviklerin desteğiyle canlanan özel tüketim harcamaları ve güçlü seyreden mal ihracatı dördüncü çeyrekteki toparlanmada önemli bir rol oynamıştır. Yakın dönemde açıklanan göstergeler, iktisadi faaliyetteki ılımlı seyrin 2017 yılı ilk çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında

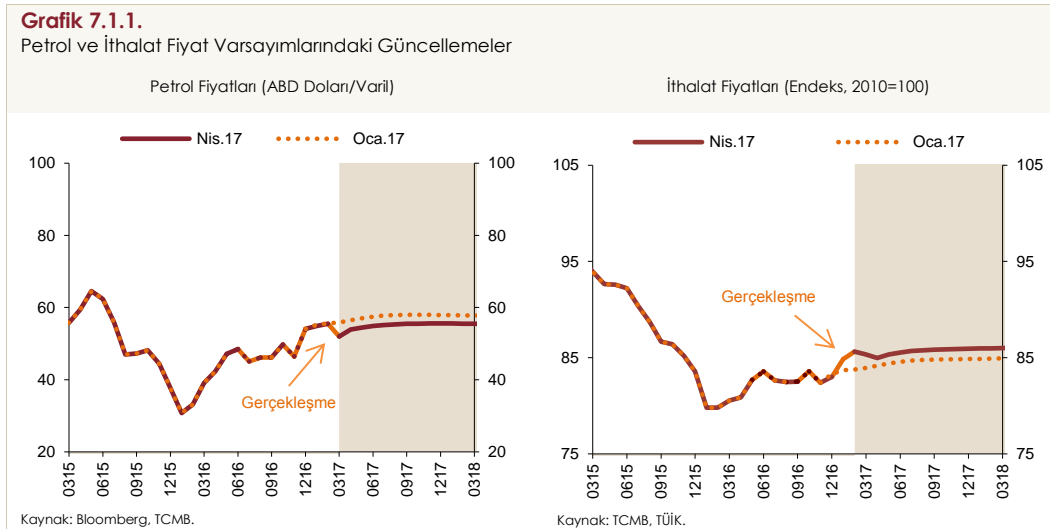
2016 yılı son iki çeyreği ile 2017 yılı ilk çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri Ocak Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.2.3).

Dış talep göstergesi olarak kullandığımız ticaret ortaklarımızın büyüme tahminlerine göre güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre yataya yakın seyretmiştir (Tablo 7.1.1).

Petrol, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yakın dönem gelişmeleri çerçevesinde önümüzdeki döneme ilişkin ham petrol fiyatları varsayımı Ocak Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Yıllık ortalamalar itibarıyla ham petrol fiyatları varsayımı 2017 yılı için önceki Rapor dönemi varsayımı olan 57 ABD dolarından 55 ABD dolarına düşürülmüştür. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında ise 2017 yılı için belirgin bir yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.1).

2017 yılı ilk çeyreğinde gıda enflasyonu yüzde 12,53 ile Ocak Enflasyon Raporu öngörülerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki bu yükselişte, olumsuz hava koşullarının gıda arzını sınırlaması, Türk lirasındaki değer kaybı ve meyve-sebze ihracatında son dönemde yaşanan toparlanma etkili olmuştur. Öte yandan, Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi (Gıda Komitesi) kapsamında alınacak tedbirlerin önümüzdeki dönemde bu yükselişi kısmen sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı 2017 yıl sonu için yüzde 9 ve 2018 yıl sonu için ise yüzde 7 olarak korunmuştur.



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

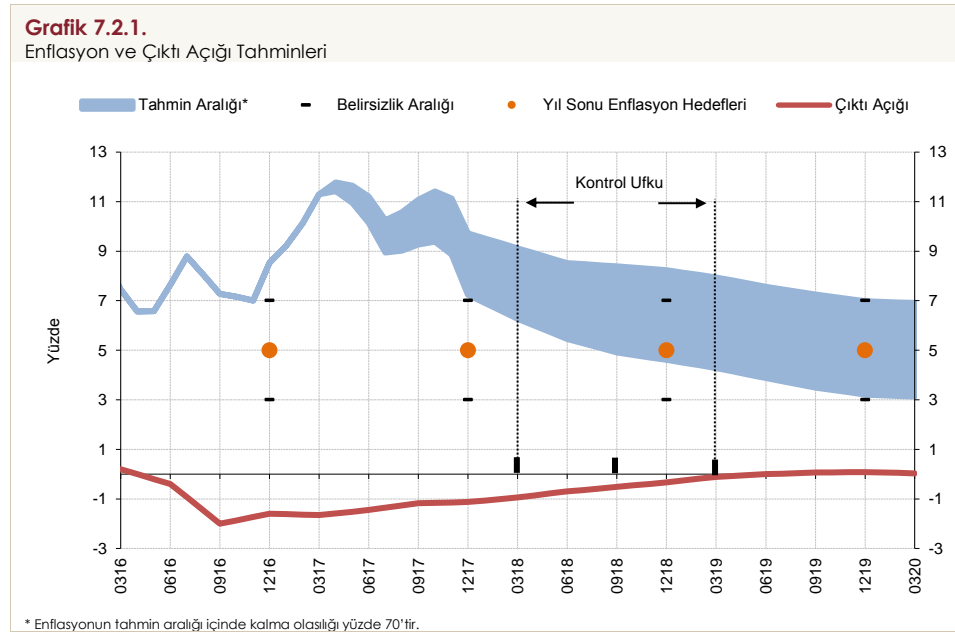
Orta vadeli tahminler üretilirken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergilerde öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. Bu doğrultuda, 2016 yılındaki vergi artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak ortadan kalkmasının enflasyondaki düşüşe destek vereceği öngörülmektedir. Tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefini aşmayacağı ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm varsayılmıştır.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ocak 2017	Nisan 2017
Çıktı Açığı	2016 Ç4	-2,0	-1,6
	2017 Ç1	-2,2	-1,7
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	2017	9,0	9,0
	2018	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	3,0	4,4
	2018	0,7	0,5
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2017	57	55
	2018	58	55
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2017	1,9	1,8
	2018	1,9	2,0

7.2. Orta Vadeli Görünüm

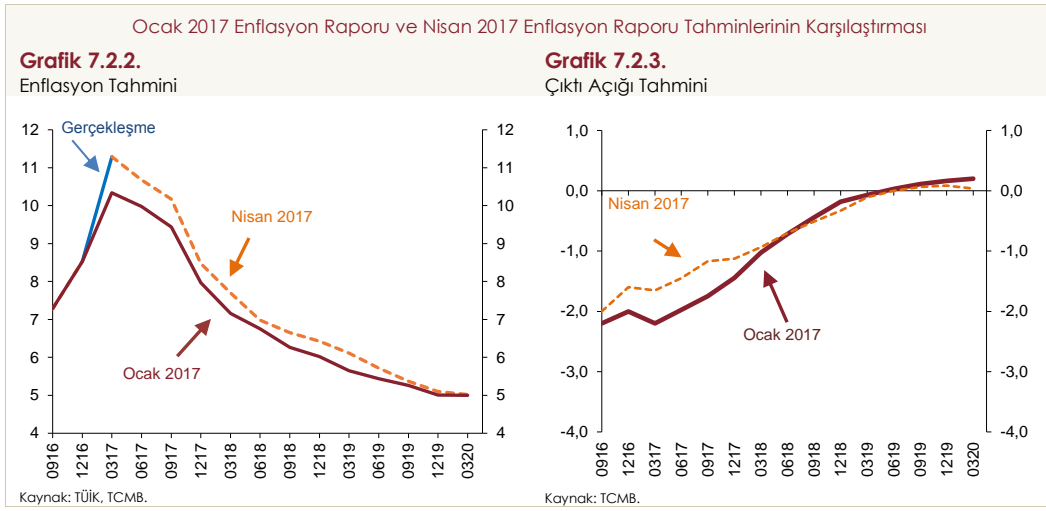
Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5 hedefine kademeli olarak yakınsayacağı; 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleşeceği; 2018 yıl sonunda ise yüzde 6,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde 7,3 ile yüzde 9,7 aralığında (orta noktası yüzde 8,5), 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).



2017 ve 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri 2017 Ocak Enflasyon Raporu'na göre sırasıyla 0,5 puan ve 0,4 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme 2017 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor tahminine göre 0,1 puan yukarı çekmiştir. Öte yandan, iktisadi faaliyet görünümündeki görece iyileşmeye bağlı olarak yukarı yönlü güncellenen çıktı açığı 2017 yıl sonu tahminine 0,2 puan artırıcı yönde etki yapmıştır. Son olarak, 2017 ilk

çeyrek enflasyonunun Ocak Enflasyon Raporu'nda verilen tahmine göre yüksek gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğilimindeki yükseliş yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı çekmiştir. Bu çerçevede, Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 8,0 olarak açıklanan 2017 yıl sonu tüketici enflasyon tahmini yüzde 8,5'e yükseltilmiştir.

Diğer taraftan, 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini de yüzde 6'dan yüzde 6,4'e güncellenmiştir. Ocak Enflasyon Raporu'na göre yapılan 0,4 puanlık bu güncellemede, 2017 yıl sonu enflasyon tahmininin yükseltilmesi ve enflasyon ana eğilimindeki artış etkili olmuştur. Enflasyonun 2017 yıl sonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleştikten sonra 2018 yıl sonunda yüzde 6,4'e gerileyeceği öngörüsü, enflasyona odaklı para politikası duruşunun yanı sıra, 2018 yılında birikimli döviz kuru etkilerinin ortadan kalkacağı ve iktisadi faaliyetin ılımlı seyredeceği bir görünüme dayanmaktadır.

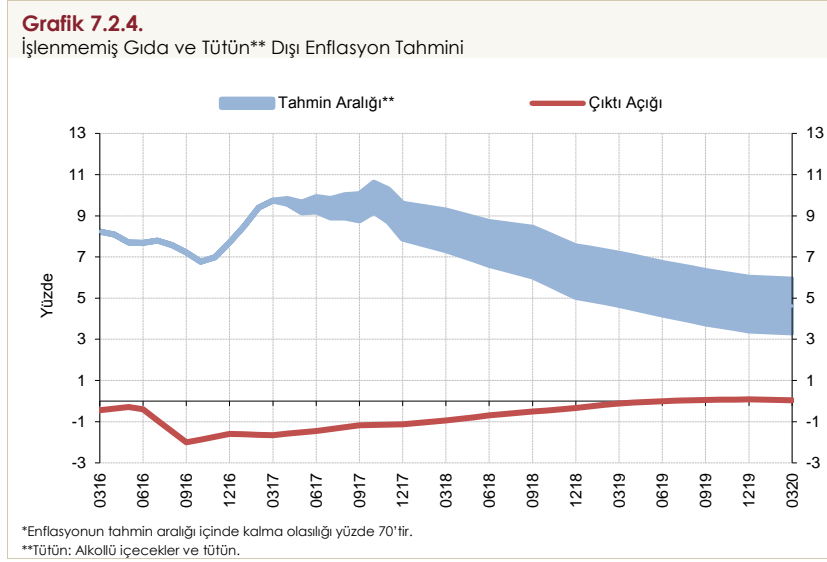


2017 yılı boyunca yıllık enflasyonun seyrinde işlenmemiş gıda, tütün ürünleri, giyim fiyatları ve geçici vergi indiriminden kaynaklanan baz etkilerinin belirleyici olacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1). Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli yansımalarıyla kısa vadede enflasyondaki dalgalanmanın devam edebileceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren para politikasındaki sıkı duruşun katkısıyla enflasyonun düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir. Enerji ve alkol-tütün ürünleri fiyatlarında geçtiğimiz yıl gözlenen artışların yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak ortadan kalkması da bu düşüşte etkili olacaktır. TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyonda geçici dalgalanmalardan ziyade ana eğilime odaklanmaya devam edecektir.

2016 yılı son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri ve yakın dönemli göstergeler iktisadi faaliyetin Ocak Enflasyon Raporu öngörülerine göre bir miktar daha güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Alınan tedbir ve teşviklerin yurt içi talep üzerindeki destekleyici etkisi, belirsizlik algısında ve finansal koşulların sıklığındaki iyileşmeye bağlı olarak iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinden itibaren hız kazanacağı öngörülmüştür. Bu çerçevede 2017 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Bununla birlikte, 2017 yılında para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle çıktı açığının enflasyona düşüş yönünde katkı vermeye devam edeceği değerlendirilmektedir.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede,

işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Tüketici enflasyonundaki dalgalı seyre karşın, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyonun, Ekim ayında mobilya ve beyaz eşyadaki geçici vergi indirimlerinin geri alınmasının etkileri haricinde, nispeten yatay seyredeceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 4,6 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

İktisadi birimlerin sözleşme ve plânlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları, geçici fiyat dalgalanmalarından ziyade enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların yıl sonu ile 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyretmesi ve özellikle 24 ay sonrası beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkması, para politikasındaki sıkı duruşun korunmasını gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2017 Yıl Sonu	8,5	9,3	5,0
12 Ay Sonrası	7,5	8,3	5,0
24 Ay Sonrası	6,0	7,9	5,0

*Nisan ayı Beklenti Anketi verileri.
Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

ABD'nin seçim sonrasında uygulayacağı ekonomi politikalarına ilişkin beklentilerin finansal piyasalar üzerindeki etkileri 2017 yılının başından itibaren azalmaya başlamıştır. Bir önceki Rapor dönemi ile kıyaslandığında, iktisadi faaliyete dair göstergeler küresel büyümenin 2017 yılında özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak bir miktar güçleneceğine işaret etmektedir. Ancak, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizlikler ve ABD'nin seçim sonrası ekonomi politikalarını nasıl şekillendireceğinin henüz netlik kazanmamış olması nedeniyle, küresel büyüme için aşağı yönlü riskler halen mevcuttur. Fed politikasına dair belirsizliklerin azalması ve piyasalardaki iyimser beklentilerin de etkisiyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerinde Kasım ayından sonra yaşanan hızlı artış eğilimi durmuş, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarına portföy girişleri gözlenmiştir. Son dönemde küresel finansal koşullar bir miktar iyileşmekle birlikte, Fed'in para politikasında girdiği sıkılaştırma döngüsünün hızı, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının yönü ve hacmi üzerinde belirleyici olacaktır.

Küresel finansal koşullardaki görece iyileşmeye karşın, döviz kuru piyasasındaki hareketliliğin kısmen devam etmesi ve para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının etkisiyle yurt içinde finansal koşullar 2017 yılının ilk çeyreğinde sınırlı miktarda sıkılaştırmıştır. Diğer taraftan, son dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrışarak geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi ederken, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, kamu maliyesi teşvikleri ve kamu kredi garantileri sayesinde, kredi koşulları toparlanmaya devam etmektedir. Tüketici kredileri ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerde 2017 yılının ilk çeyreğinde kaydedilen canlanmanın toplam talep ve iktisadi faaliyete ne ölçüde yansıtacağı yakından takip edilmektedir.

Yakın dönemde iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin zayıfladığı gözlenmektedir. 2017 yılında büyüme görünümünün birçok olumsuz şokun bir arada yaşandığı 2016 yılına kıyasla daha olumlu olacağı tahmin edilmektedir. Turizm gelirlerinin görece olarak istikrara kavuşması, güven kanalının güçlenmesi, birikimli değer kaybının net ihracata olumlu etkisi ve Rusya ile ticari ilişkilerin normalleşme sürecine girmesi büyümeye olumlu katkı yapacaktır. Ayrıca, tüketim ve yatırım harcamalarını artırmaya yönelik alınan önlemler ve uygulanan teşvik paketleri, belirsizlik algısındaki zayıflama ve finansal koşulların sıkılığındaki iyileşme de büyümeyi destekleyecektir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetin yılın ikinci çeyreğinden itibaren güç kazanması beklenmektedir. Öte yandan, turizm gelirlerindeki toparlanmanın hızı, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin belirsizlikler, sermaye akımlarının seyri ve jeopolitik gelişmeler, yakın dönemde olduğu gibi 2017 yılında da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

Tüketici enflasyonu 2016 yılının Kasım ayından itibaren hızlı şekilde yükselerek Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki yukarı yönlü seyrinde Türk lirasındaki değer kaybı ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın etkisi belirgin şekilde hissedilmiştir. Türk lirasındaki hızlı değer kaybının etkileri başta enerji ve dayanıklı mallar olmak üzere endeks geneline yayılmıştır. Önceki Rapor'da öngörüldüğü üzere, işlenmemiş gıda, tütün ürünleri, giyim fiyatları ve geçici vergi indiriminden kaynaklanan baz etkileri nedeniyle 2017 yılında tüketici enflasyonu dalgalı bir seyir izleyecektir. Özellikle işlenmemiş gıdadan gelen baz etkisi ve döviz kurunun gecikmeli etkileriyle enflasyonun Nisan-Mayıs aylarında en yüksek seviyesine ulaşacağı, sonrasında ise enerji, alkol-tütün ürünleri ve gıda fiyatlarında 2016 yılındaki artışların yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin

kademeli olarak azalmasıyla birlikte tüketici enflasyonunun düşeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun enflasyondaki düşüş eğilimine destek vereceği değerlendirilmektedir.

Orta vadeli enflasyon tahminlerinde esas alınan görünümde toplam talep koşulları Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte, enflasyon üzerinde düşürücü yönde etkili olmaya devam etmektedir. Geçtiğimiz yıla dair milli gelir verilerinde yapılan yukarı yönlü revizyon ve kredilerdeki ivmelenme iktisadi faaliyetteki toparlanmanın tahmin edilenden daha güçlü olabileceğine işaret etmekle beraber, işsizlik oranlarındaki yüksek seyir, enflasyon üzerindeki talep kaynaklı risklerin dengeli olduğuna işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, uygulanmakta olan üretim ve istihdam teşvikleri ile kredi piyasasını canlandırıcı önlemlerin toplam talep koşulları üzerindeki etkisi yakından takip edilecektir.

Tahminler üzerinde bir diğer belirleyici unsur olan gıda enflasyonu üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. Gıda ürünleri ihracatındaki toparlanma ve döviz kuru yansımalarına bağlı olarak gıda enflasyonunun öngörülenden daha yüksek gerçekleşmesi olasılık dâhilindedir. Gıda enflasyonu varsayımları oluşturulurken, Gıda Komitesi'nin almakta olduğu tedbirlerin gıda fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri büyük ölçüde dengeleyeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Yakın dönemde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlamaya davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. Bu nedenle, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir. TCMB, para politikasını oluştururken orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate almakta ve dolayısıyla enflasyonda yıl içinde gözlenmesi beklenen baz etkileri kaynaklı dalgalanmalardan ziyade enflasyonun ana eğilimindeki gelişmelere odaklanmaktadır. Enflasyon beklentileri, fiyatlamaya davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

Maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeler enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip edilmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken, mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Son yıllarda mali disiplinin sürdürülmesi Türkiye ekonomisinin olumsuz dış şoklara karşı duyarlılığını azaltan temel unsurlardan biri olmuştur. Mali disiplinin sağlamış olduğu alan kullanılarak yakın dönemde dengeleyici maliye politikası uygulanabilmiştir. Döngü karşıtı maliye politikası uygulama kapasitesini güçlendirecek yapısal tedbirler, maliye ve para politikası eşgüdümüne katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı destekleyecektir.

Makro veriler ve banka, firma, hane halkı verileri kullanılarak yapılan ampirik çalışmalar kredi kanalının, iş çevrimleri ve finansal çevrimler üzerindeki öneminin giderek artmakta olduğunu ortaya koymuştur (Boivin vd. 2010, Jimenez vd. 2012, Kashyap ve Stein 1993). Bu kutuda para politikası aktarım mekanizmasının¹ daha iyi anlaşılması ve finansal istikrarın tesis ve takibi açısından önem taşıyan kredi kanalı betimlenecek ve yapısal bir model aracılığıyla incelenecektir.

Kredi kanalının ayrı bir aktarım kanalı olarak var olma nedenleri, gerek mikroekonomik teoride (Walsh 2010), gerekse mikroekonomik temelli makroekonomik modellerde (Gertler ve Gilchrist (1993), Bernanke ve Gertler (1995), Bernanke vd. (1999), Kiyotaki ve Moore (1997)) ayrıntılı olarak anlatılmaktadır. Bu kutuda ayrıntılı teorik açıklamalara girilmeden, öncelikle kredi kanalı betimsel olarak anlatılacak, daha sonra ise TCMB bünyesinde araştırma konusu olan yapısal bir model yardımıyla kredi kanalı dediğimiz bütünü oluşturan iktisadi mekanizmaların nasıl etkileştiği irdelenecektir.

Kredi kanalı çerçevesinde para politikası ile finansal ve reel sektörün etkileşimine dair akademik yazında yer alan iktisadi mekanizmalar şu şekilde özetlenebilir:

1) Banka Kredileri Kanalı: Genişleyici para politikası sonucunda açığa çıkan ek likidite banka mevduatlarını artırmakta bu da zorunlu karşılıklar, sermaye yeterlilik oranı gibi düzenlemeler de göz önünde bulundurularak bankalarca krediye dönüştürülüp piyasaya ekstra finansman sağlanmaktadır.

2) Bilanço Kanalı: Bankalar kredi verirken kredi alan tarafın geri ödememe riskine ilişkin tam bilgiye sahip olmadığından², kredi talep edenin bilançosunu ya da ödeme gücünü dikkate almakta ve krediye karşılık teminat talep etmektedir. Bu çerçevede, bankaların kredi verirken uyguladıkları faiz, borç alanın bilançosuna ve gösterdiği teminat değerine bağlı olmaktadır. Bilanço ve teminat değerleri ise varlık fiyatları ile ilişkili olduğu için, mevcut ve gelecek para politikası kararlarından da etkilenmektedir. Bilanço kanalı finansal hızlandırıcı mekanizması olarak adlandırılan ve varlık fiyatlarının değişimini pekiştiren bir döngü mekanizmasıyla çalışır, bu nedenle kanalın etkisi hızlı ve güçlü olmaktadır. Bu hızlandırıcı mekanizmada varlık fiyatlarında gözlemlenen bir düşüş borç alanın bilanço yapısını etkileyecek ve teminat değerini düşürecektir. Buna karşılık olarak bankalar kredi ödemelerinde sorun olabileceği güdüsüyle kredi faizini arttırarak ve kredi miktarını azaltarak tepki verirler. Bu ek finansman zorluğu ise borç alanın bilanço yapısını bir miktar daha bozacak ve sahip olduğu varlıkların değerini daha da azaltacaktır. Finansal hızlandırıcı dediğimiz varlık fiyatlarındaki bu negatif döngü ise kendini kredi geri ödemelerinde güçlükler ve iflaslar olarak gösterecek, bu sefer de banka bilançoları bozulacak ve banka sermayesi kanalı çalışmaya başlayacaktır.

3) Banka Sermayesi Kanalı: Bilanço kanalında açıklanan varlık fiyatlarındaki düşüş mekanizmasına ek olarak banka sermayesi kanalı da banka sermayesinde değişime bağlı olarak ek bir hızlandırıcı etki yaratmaktadır. Düzenleyici kurumlar banka sermayesi ile ilgili minimum sermaye yeterlilik oranı gibi bazı düzenlemeler yapmaktadırlar. Minimum sermaye yeterlilik oranı, banka sermayesinin risk ağırlıklı toplam varlıklara oranının

belli bir düzeyin üstünde olmasını şart koşar. Aksi takdirde mali ve mali olmayan cezalar ile bir takım yaptırımlar söz konusu olmaktadır. Bankaların sermaye artırımları özellikle finansal sıkıntılı olan dönemlerde maliyetli ve zaman isteyen süreçler olduğundan, bankalar ihtiyati olarak minimum sermaye yeterlilik oranı altına düşmeyecek şekilde ek sermaye tutmaktadırlar. Bu ek sermaye miktarına rağmen finansal zorluk dönemlerinde kredi geri dönüşlerinde öyle kayıplar olabilmektedir ki bankaların sermaye yeterlilik oranları, ceza alacakları bölgeye ya da bu bölgenin yakınlıklarına düşebilmektedir. Böyle bir durumda bankalar kredi faizlerini arttırarak ve kredi miktarını keserek tepki vermektedirler. Kredi faizlerinin artması ve kredi miktarının azalması ise hem varlık fiyatlarında ek bir düşüşe, dolayısıyla kredi geri ödemelerinde ek bir azalma ile birlikte tekrarlanan negatif bir döngüye, hem de borç alan bilançolarında bir bozulmaya, dolayısıyla bilanço kanalının etkisinin daha da güçlenmesine, neden olmaktadır. Yani bilanço kanalı ve banka sermayesi kanalı birbiriyle etkileşip birbirlerini güçlendirerek varlık fiyatlarında ve kredi miktarlarında güçlü düşüşler ile kredi faizlerinde güçlü yükselişlere neden olmaktadır.

4) Kredi Tayinlaması: Kredi faizi arttıkça bankalar açısından borçluların geri ödeme kabiliyetine ilişkin belirsizlikler de artacaktır. Bunun birinci nedeni, yüksek faizden kredi almaya razı olan borçlu adaylarının geri ödememe riski daha yüksek adaylar olarak addedilmesidir. Bir diğer nedeni ise, yüksek faizden kredi alan borçluların yüklü ödemelerden kaçınmak için iflas edip borcu ödememe eğiliminin daha yüksek olduğunun değerlendirilmesidir. Dolayısıyla bazı riskli sayılabilecek borçlular çok daha yüksek faiz ödemeye razı olsalar bile bankalar bu riskli borçlulara borç vermekten kaçınırlar. Bu duruma Stiglitz ve Weiss (1981) ile Jaffee ve Russell (1976)'de anlatıldığı gibi kredi tayinlaması denmektedir. Kredi tayinlamasına ilişkin ampirik bulgular (McCallum 1991, Galbraith, 1996), kredi tayinlamasının bankalar tarafından para politikasının sıkı olduğu durumlarda daha fazla ve daha güçlü kullanıldığına dikkat çekmektedir.

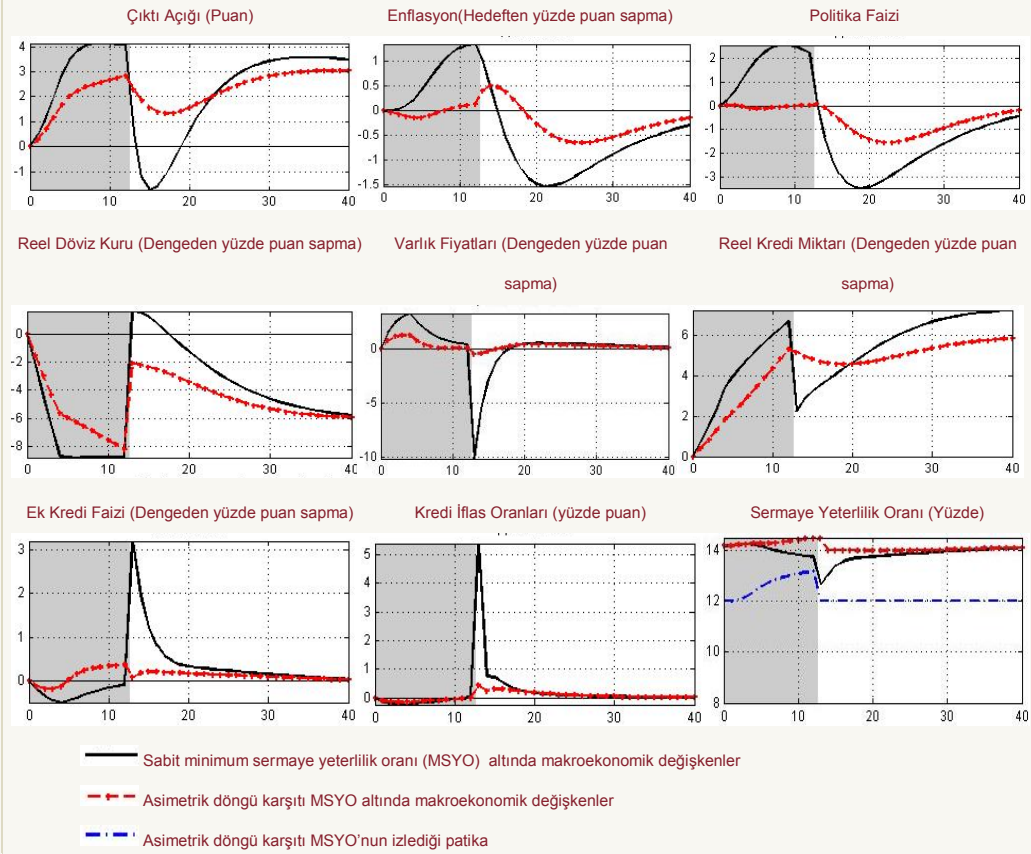
T.C.M.B bünyesinde yukarıda bahsedilen kanalların makroekonomik değişkenler ve para politikasının diğer geleneksel aktarım mekanizmaları ile nasıl etkileştiğini anlamak ve çeşitli politika analizleri yapmak amacıyla Benes vd. (2014) çalışmasından uyarlanmış bir dinamik rassal genel denge modeli (DSGE modeli) kullanılmaktadır. Modelde yer alan bilanço kanalının basitleştirilmiş biçimde nasıl çalıştığını anlamak için aşağıda belirtilen eşitsizliğe bakmak faydalı olacaktır. Diyelim ki bir firma, miktarı (K_t), fiyatı ($P_{k,t}$) olan bir varlığı teminat göstererek, belli bir miktar borcu (L_t), belirli bir miktar faiz oranından ($R_{L,t}$) almak istiyor olsun. Banka bu kredi kontratını imzalamadan önce teminatın yeterli olup olmadığını anlamak için şu basit hesaba yapacaktır: Ödeme zamanı geldiğinde firma iflas ederse teminatın brüt getirisi ($R_{K,t+1}$) de dahil olmak üzere risk³ (u_t) ile ayarlanmış toplam değerinin ($u_t R_{K,t+1} P_{k,t} K_t$) belli bir miktarını⁴ (α) ödenmeyen borca karşılık olarak alabilecekse, ödeme zamanı geldiğinde ancak aşağıdaki koşul gerçekleşecekse bu krediyi verilmeye değer bulacaktır. Aksi takdirde firmanın iflasını açıklayıp krediyi ödemeyeceğini değerlendirerek krediyi hiç vermeyecektir.

$$R_{L,t} L_t \leq \alpha u_t R_{K,t+1} P_{k,t} K_t$$

Bu eşitsizlikte⁵ görüldüğü gibi banka için kredi verme kararı, kredinin miktarına ve faiz oranına bağlı olduğu gibi, teminat olarak gösterilen varlığın net değerine ($P_{k,t} K_t$), bu net değer üzerindeki belirsizliği yansıtan bir risk faktörüne (u_t) ve mevcut hukuki/düzenleyici yapıdan kaynaklanan dışsal bir orana (α) dayanmaktadır. Herhangi bir finansal zorluk döneminde varlık fiyatlarında başlangıçta meydana gelen düşüşler net teminat

değerine yansiyacak, dolayısıyla bankaların borç verirken daha yüksek kredi faizi istemelerine ve borç verme miktarlarında kesintiye gitmelerine neden olacaktır. Bu durum firma için ekstra bir finansman zorluğu getirecek ve firma varlığının net değerinde daha fazla düşüğe neden olacaktır. Finansal hızlandırıcı mekanizması dediğimiz bu negatif döngü tekrar tekrar çalışacak ve varlık fiyatları ile kredi düşüşlerin yanı sıra kredi faizlerinde ve iflas oranlarında artışlara neden olacaktır. Banka sermayesi kanalının da devreye girmesiyle bu sarmal daha da güçlenebilecektir. Finansal zorluk dönemlerinde kredilerin geri ödemesinde aksaklıklar ve iflaslar artacak, bu durum bankaların sermaye yeterlilik oranında düşmeye neden olabilecektir. Banka, azalan sermaye miktarının minimum sermaye yeterlilik oranının altına düşmemesi için yeni dönemde vereceği yeni kredilerin miktarını düşürüp kredi faizini artırarak tepki verecektir. Bu şekilde bilanço kanalı ve banka sermaye kanalının birbiriyle etkileşimi kredi miktar ve faiz oranlarında hızlı ve güçlü hareketler yaratabilecektir.

Şekil 1. Modelde Kredi Kanalının İşleyişi (Senaryo Analizi)



Söz konusu mekanizmaların içerildiği modelde kredi kanalının nasıl çalıştığını ve makroihtiyati politikaların kredi kanalı vasıtasıyla ekonomiyi nasıl etkileyebileceğini gösterebilmek adına bir senaryo analizi yapılmıştır (Şekil 1). Bu hipotetik senaryoda sistemik risk dediğimiz ekonomi genelini etkileyen risklerin biriktiği ve daha sonra bu durumun farkına varılmasıyla beraber kredi kanalının hızlı ve güçlü bir biçimde çalıştığı bir uç senaryo oluşturulmuştur. Buna göre, durağan dengeden başlayan bir ekonomide verimlilik artışları ile kredi piyasasındaki riskler üç sene boyunca (Şekil 1'de taralı bölgeyi ifade eden 12 çeyreklik dönem) iktisadi birimler tarafından doğru değerlendirilememekte, dolayısıyla üç senelik bu dönem boyunca ekonomide sistemik risk birikmektedir. İlk üç sene boyunca ekonomideki tüm birimler (banka, firma, hane halkı) tarafından, üretimdeki verimlilik artışlarının gerçekte olduğundan daha yüksek olduğu ve ileride de yüksek olacağı değerlendirilmiştir; kredi piyasasındaki riskler ise gerçekte olduğundan çok daha düşük addedilmiştir. Üç seneden sonra ise gerçek durum ortaya çıktığı ve ekonomideki herkes tarafından öğrenildiği varsayılmıştır.

Bu iktisadi senaryo altında öncelikle minimum sermaye yeterlilik oranının (MSYO) yüzde 12 olarak sabit bırakıldığı durum (siyah kesiksiz çizgi) değerlendirilecektir. Verimlilik artışı beklentisi ve düşük risk algısına bağlı olarak ilk üç sene iktisadi faaliyet ve krediler hızlı bir biçimde büyümüştür. Bu sürecin sonunda ekonomideki tüm birimler gerçek verimlilik hızının aslında düşündükleri gibi olmadığını, kredi piyasasındaki risklerin ise düşündüklerinden fazla olduğunu fark ettiklerinde, kredi kanalının (özellikle bilanço ve banka sermaye kanalları) güçlü bir biçimde etkisini gösterdiği görülmektedir. Bu iki kanalın yukarıda anlatıldığı şekilde güçlü bir etkileşime girmesiyle varlık fiyatları yüzde 10 oranında ve kredi büyümesi yüzde 4 oranında düşerken, krediler için istenen ek faiz ise 300 baz puan artmıştır. Burada özellikle irdelenmesi gereken, bahsedilen finansal hızlandırıcı mekanizmalarının ne kadar hızlı ve etkili bir biçimde çalışabildiğidir: en büyük etki daha şokun geldiği ilk çeyrekte kendisini göstermiştir. Kredi faizlerindeki artış ve kredilerdeki gerileme ile birlikte ekonomi güçlü bir biçimde daralmıştır (şokun geldiği birinci senede çıktı açığında 6 puanlık bir azalma). Şimdi de aynı senaryo altında daha aktif bir makroihtiyati politika ve sonuçları analiz edilecektir. Asimetrik ve döngü karşıtı olarak adlandıracağımız bu politikada, ekonominin hızlı büyüdüğü dönemlerde artan, daraldığı dönemlerde ise yüzde 12'de sabit kalan bir MSYO belirlenmiştir (Şekil 1'in sağ alt köşesindeki mavi kesik noktalı sermaye yeterlilik oranı). Bu politika ekonominin iyi gittiği dönemlerde bankaların sermaye yapılarını daha güçlendirmelerini sağlamak ve işlerin aksine döndüğü dönemlerde ise bu güçlü sermaye yapıları sayesinde banka sermayesi kanalından gelebilecek negatif etkileri sınırlamak amacını taşımaktadır. Bu politika altında (kırmızı kesikli çizgi) ilk üç sene boyunca MSYO'daki artıştan dolayı banka sermayesi kanalı vasıtasıyla bankaların kredi verme miktarları sabit MSYO'da olduğuna göre (siyah çizgi) daha az miktarda artmıştır. Bunun nedeni artan MSYO dolayısıyla bankaların banka sermaye yeterlilik oranlarını ceza alacakları alanın uzağında tutmak için yüksek miktarda kredi vermek yerine sermaye miktarlarını arttırmalarıdır. Bankalarca sağlanan bu daha düşük finansman kendini daha küçük bir ekonomik büyüme olarak göstermiştir. Buna karşın, üç senenin sonunda beklentiler güncellendiğinde ise negatif etkiler daha sınırlı kalmıştır. Bankalar, düzenlemeden kaynaklı olarak ekonomi iyi giderken biriktirdikleri ek sermaye sayesinde, taralı bölge dışına sermaye yapıları daha güçlü bir biçimde çıkmaktadırlar. Dolayısıyla gelen negatif şoka kredilerde güçlü düşüş ve kredi faizlerinde büyük bir tırmanış olmadan daha yumuşak tepki verebilmişlerdir. Ekonomideki yavaşlama ise sabit MSYO'dakine göre daha az olmuştur. Asimetrik döngü

karşılı MSYO politikasını değerlendirmek için neden olduğu ödünleşmenin anlaşılması önemlidir: Asimetrik döngü karşılı MSYO uygulaması beklentiler iyi giderken (taralı bölgede) sabit MSYO uygulamasına göre daha yavaş bir ekonomik büyümeye neden olmakta ancak finansal sıkıntının olduğu anda gelen şokun daha hafif atlatılmasını sağlamaktadır.

Bu senaryoda MSYO'nun, makroihtiyati politika aracı olarak nasıl kullanılabilceği gösterilmiştir. Türkiye ve diğer ülkelerde MSYO'nun yanı sıra kredi teminat oranı, borç-gelir oranı limiti, borç vade yapısı, açık pozisyon limitleri, yabancı para cinsinden borç alma/verme limiti, kredi üzerinden vergi alma gibi başka makroihtiyati politika araçları da kullanılmaktadır (Akıncı ve Olmstead-Rumsey 2015 ve Fendoğlu 2017). Üstte bahsi geçen model aracılığıyla bu politika araçlarından bazılarının makroekonomik ve finansal değişkenlere olan etkileri de analiz edilebilmektedir.

Notlar:

1. Para politikasının geleneksel aktarım mekanizmaları faiz, döviz kuru ve beklenti kanalına bu kutuda yer verilmeyecektir. Bu kanallar için Walsh (2010)'a bakılabilir.
2. Bilanço kanalı ahlaki zafiyet, ters seçim ve izleme-değerlendirme maliyetleri gibi borç alan ve borç veren arasındaki asimetrik bilgi problemleri ve finansal sürümlerin varlığı altında borç alan firma/hane halkı bilançoları ile banka bilançosunun etkileşiminden kaynaklanır. Fırmanın net değeri, hane halkının net kaldıraç oranı, borca karşılık teminat gösterilen varlığın değeri gibi borç alan bilançosunda yer alan kalemler borç miktarına göre ne kadar düşerse bilgi asimetrisinden kaynaklanan problemler de o kadar büyük olacaktır. Örneğin, fırmanın net değeri küçüldükçe artan bilgi asimetrisi problemleri nedeniyle bankaların talep ettiği ek kredi faizi (akademik yazında dış finansman primi veya kredi faiz farkı da denilmektedir) de o kadar büyüyecektir.
3. Riskin dağıtılabılır (çok sayıda kredi alan borçlular arasında net iflas oranının öngörülebilir olması) ya da dağıtılamaz (net iflas oranının öngörülebilir olmaması mesela küresel sistemik bir risk) olması kredi kanalı için önem arz etmektedir. Dağıtılabılır bir risk öngörülebilir olduğu için doğru fiyatlanması durumunda finansal sistem için bir problem arz etmezken yanlış fiyatlanan bir risk ya da dağıtılamaz bir risk finansal sistem üzerinde kırılganlık oluşturabilir. Burada anlatılan modelde hem dağıtılabılır hem de dağıtılamaz bir risk varsayımı vardır.
4. Bu oran hukuki/düzenleyici sistemin yaptırım gücü olarak varsayılmakta ve makro-ekonomik modellerde sabit alınmaktadır. Aslında dinamik bir oyun kuramı modelinde bu oranın borç alan ve veren arasında itibar ve taahhüt (commitment)/icra (enforcement) kabiliyeti ile değişen bir oran olması, dolayısıyla kontrat teorisinden gelen içsel bir değişken olması gereklidir. Sabit ve dışsal bir oran varsayımı çözümü basitleştirmekte, o yüzden de sıkça kullanılmaktadır.
5. Burada ilginç olan diğer bir konu da bu eşitsizliğin banka açısından gelecekteki her dönem için geçerli olacağından dinamik bir etki yaratmasıdır. Banka açısından bu eşitsizliğin sadece o an geçerli olması değil sonraki dönemler tutmama ihtimali olması da banka karar sürecini etkileyecektir. Dolayısıyla mesela bundan birkaç sene sonra varlık fiyatlarında bir düşme ihtimali bekleniyorsa, banka bunu şu anki kredi kararlarına da yansıtacak, bu karar da o anki varlık fiyatlarında düşme olarak kendini gösterecektir. Çoğu zaman bankaların hepsi birbirinden bağımsız ama kolektif olarak aynı beklentiyle krediyi kestiklerinden varlık fiyatları azalacaktır; bankalar ise kendi kararlarının, bu varlık fiyat azalması etkisini içselleştirmezler. Yani karar verdiklerinde varlık fiyatlarının düşeceğini düşünmeden karar verirler. Bu durumda oluşan dışsallık kredi marketinde piyasa aksaklığı yaratır. Düzenleyici kurumlar bu piyasa aksaklığını belli düzenlemelerle ortadan kaldırmaktadırlar. Bu noktada bahsedilen dinamik etki, dışsallık ve oluşan piyasa aksaklığının ekonomik mekanizma dizaynı ile düzeltilmesi konusunda ayrıntılı bir anlatım için Bianchi ve Mendoza (2017) makalesine bakılabilir.

Kaynakça

- Akıncı, O., ve Olmstead-Rumsey, J., (2015). How effective are macroprudential policies? an empirical investigation. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No. 1136 .
- Benes, J., Kumhof, M. Laxton, D. (2014). Financial Crises in DSGE Models: A Prototype Model. IMF Working Paper, No 14/57.
- Bernanke, B. S. ve Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives, 9-4, 27-48.
- Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist 1999. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. In Handbook of Macroeconomics, Vol. 1C, 1341–1393.

- Bianchi, J. ve Mendoza, E.G., (2017). Optimal Time-Consistent Macroprudential Policy. yayım aşamasında, *Journal of Political Economy*.
- Boivin, J., Kiley, M. T. ve Mishkin, F. S. (2010). How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?" NBER Working Papers, No 15879.
- Fendoğlu, S. (2017). Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies. *Journal of Banking and Finance* (79) 110–128.
- Galbraith, J. W. (1996). Credit Rationing and Threshold Effects in The Relation Between Money and Output. *Journal of Applied Econometrics*, 11, 419–29.
- Gertler, M. ve Gilchrist, S. (1993). The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence. *Scandinavian Journal of Economics*, 95-1, 43-66.
- Jaffee, D. ve Russell, T. (1976). Imperfect Information and Credit Rationing. *Quarterly Journal of Economics* 90: 651-66.
- Jiménez, G., Ongena, S., Peydró J. ve Saurina J., (2012). Credit Supply and Monetary Policy:Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications. *The American Economic Review*,102(5), 2301-2326.
- Kashyap, A. K. ve Stein, J. C. (1993). Monetary Policy and Bank Lending. NBER Working Papers, No 4317.
- Kiyotaki, N., and J. Moore. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy* 105(2): 211–248.
- McCallum, J. (1991). Credit Rationing and the Monetary Transmission Mechanism. *The American Economic Review*, 81- 4, 946-951.
- Stiglitz, J. E. ve Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71, 393-410.
- Walsh, C. E. (2010). *Monetary Theory and Policy*, Third ed., Hong Kong: MIT Press.

