

## 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

Tüketici enflasyonu, 2018 yılının son çeyreğinde düşüş göstererek Ekim Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin bir biçimde altında gerçekleşmiştir (Tablo 7.1.1). Bu dönemde Türk lirasındaki değerlenme ve uluslararası petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının öngörülere göre daha ılımlı gitmesinin yanı sıra geçici vergi indirimleri tüketici enflasyonu tahminlerindeki saptamada etkili olmuştur.<sup>1</sup> Enflasyondaki düşüşün alt gruplar geneline yayıldığı, geçici vergi indirimlerinin etkisi arındırıldığında dahi enflasyon ana eğiliminde yavaşlama olduğu gözlenmiştir. Bu gelişimde, geçen Rapor dönemine göre finansal piyasalardaki oynaklığın azalmasının fiyatlama davranışları üzerindeki olumlu yansımalarının yanı sıra talep koşullarındaki zayıflamanın da etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Aralık ayında açıklanan güncel milli gelir ve istihdam verileri iktisadi faaliyetin, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu öngörüsü ile uyumlu bir biçimde yavaşladığına işaret etmektedir. Çıktı açığı tahminleri yılın dördüncü çeyreği için aşağı yönlü güncellenirken, yılın ilk üç çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, net ihracatın büyümeye katkısının süreceği, finansal koşullardaki sıkılığın kademeli olarak azalacağı ve yıl genelinde maliye politikasının ekonomideki dengelenme süreciyle uyumlu bir şekilde belirleneceği bir görünüm esas almıştır. Bu görünüm altında iktisadi faaliyetin kademeli toparlanma eğilimine gireceği öngörülmektedir. Yılın ilk çeyreğinde reel ücretlerdeki artışın ve dayanıklı mallardaki vergi indirimlerinin süresinin uzatılmasının tüketici talebine bir miktar destek verebileceği değerlendirilmektedir (Grafik 7.2.3).

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

	2018- III	2018-IV
Çıktı Açığı	-0,4 (-0,7)	-4,2 (-3,6)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	24,5 (24,5)	20,3 (23,5)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	23,7 (23,7)	20,2 (22,8)

\* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

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

Ekim Enflasyon Raporu sonrası dönemde devam eden küresel oynaklıklara rağmen, Türkiye'ye ilişkin finansal piyasa göstergelerinde, enflasyon eğilimindeki düşüşün de katkısıyla bir miktar iyileşme gözlenmiştir. Bu dönemde, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları toparlanırken, Türkiye'de de ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarına portföy girişleri başlamıştır. TCMB'nin sıkı para politikası duruşunun da katkısı ile Türk lirası 2018 yılının Kasım ve Aralık aylarında diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmıştır. 2018 yılının son çeyreğinde finansal koşullardaki sıkılığın derecesi

<sup>1</sup> Yıl genelinde 2018 yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan güncellemelerin ve Ekim Enflasyon Raporu'nda verilen yıl sonu tahminlerdeki sapmanın nedenleri Kutu 7.1'de detaylı olarak anlatılmaktadır.

azalmakla birlikte, arz ve talep yönlü etkilere bağlı olarak kredi büyümesi düşük seviyelerde kalmıştır. Kredi-mevduat faiz farkı önceki döneme göre azalmakla beraber, tarihsel ortalamalarının üzerinde seyretmektedir.

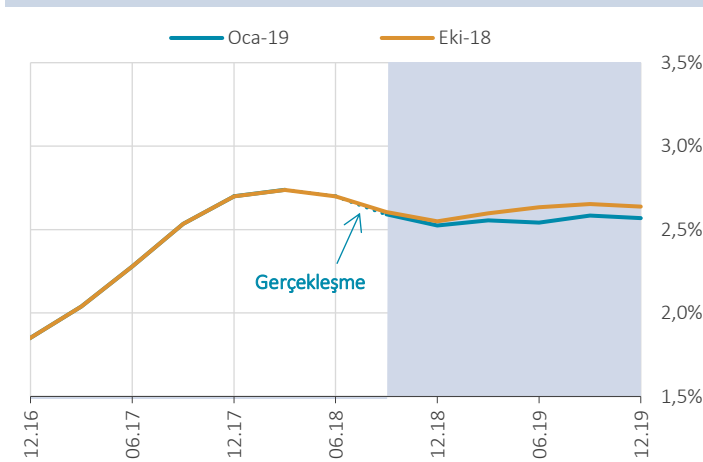
TCMB, Eylül ayındaki güçlü parasal sıkılaştırmanın ardından Ekim, Aralık ve Ocak ayı PPK toplantılarında politika faizini sabit tutarak sıkı duruşunu korumuştur. Para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle Türkiye'nin risk primi gerilerken, kısa vadeli DİBS faizleri, uzun vadeli getirilerin üzerinde seyretmeyi sürdürmüş, getiri eğrisi tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre önemli ölçüde aşağı gelmiştir.

## Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

### Küresel Büyüme

Ekim Enflasyon Raporu sonrası dönemde küresel büyüme hızı özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğiliminin belirginleşmesi ile ivme kaybetmeye devam etmiştir. Küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliklerin de etkisiyle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler için 2019 yılı büyüme görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı da önümüzdeki dönem için bir miktar aşağıya çekilmiştir (Grafik 7.1.1). Önümüzdeki döneme ilişkin dış talep görünümünde, jeopolitik gelişmeler ve korumacılık söylemleri ile ilişkili olarak aşağı yönlü riskler daha belirgindir.

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



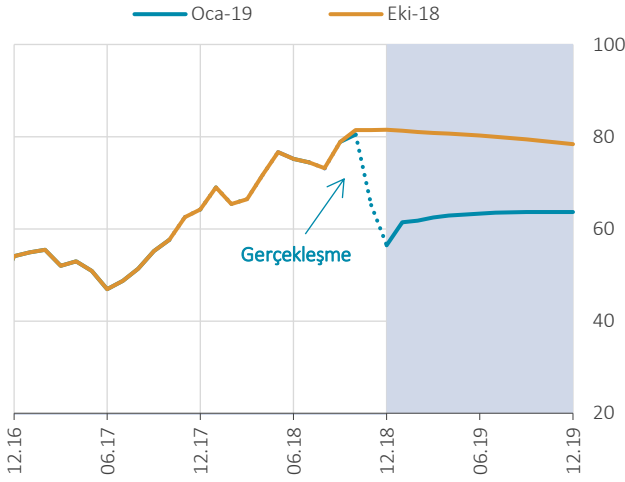
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

### İthalat Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına ilişkin gerçekleşmeler, Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının altında kalmıştır. Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki düşüş ve ham petrol fiyatlarını belirleyen unsurların seyrine ilişkin görüşler çerçevesinde, Ekim Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2019 yılı için 80 ABD dolarından 63 ABD dolarına düşürülmüştür (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). Ancak, OPEC'in üretimi kısma kararına uyumun üye ülkeler arasında farklılaşması, Çin ve ABD arasında dış ticarete ilişkin süregelen müzakereler ve Fed politika normalleşmesinde yavaşlama gibi gelişmeler petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliği artırmaktadır. 2019 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yıllık ortalama artış oranı varsayımı da petrol fiyatları varsayımına göre daha sınırlı olmakla birlikte aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.3).

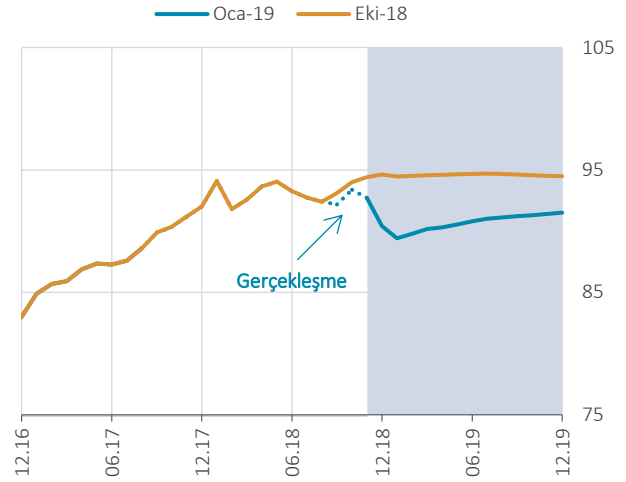
**Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\***  
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

## Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Ekim Enflasyon Raporu'ndan bu yana gelişmiş ülkelerin para politikalarında normalleşme devam etmiştir. Beklentilerle uyumlu olarak, Fed 2018 yılını dört faiz artışı ile tamamlamıştır. ECB ise varlık alımlarını sonlandırmıştır. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreçlerinin hız kaybedeceği beklentileri artmıştır. Fed, ECB, İngiltere ve Japonya için opsiyonların ima ettiği politika faizleri aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.3.1). Ayrıca Fed'in geçen yıl Mart ayındaki toplantısında üçe çıkardığı 2019 yılına ilişkin medyan faiz artış sayısı, Aralık toplantısında yeniden ikiye indirilmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre 2019 yılı itibarıyla bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

## İşlenmemiş Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir diğer değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu yüzde 27,1 ile yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. 2019 ve 2020 yıl sonu gıda enflasyonu tahminleri sırasıyla yüzde 13 ve yüzde 10 olarak korunmuştur (Tablo 7.1.2).

## Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası yılın son çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu dönemi öngörülerini ile uyumlu şekilde iktisadi faaliyetlerdeki dengelenme sürecine katkı sağlamıştır. Yıl başında açıklanan elektrik ve doğalgaz indirimlerinin yanı sıra, döviz kurunun istikrarlı seyri ve petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak enerji fiyatlarında yukarı yönlü ayarlama yapma ihtiyacının azalmasıyla 2019 yılı enerji enflasyonuna ilişkin varsayımlar bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, 2019 yılında maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki fiyatların büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır.<sup>2</sup> Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür.

<sup>2</sup> Kutu 7.2, maliye politikasının çıktı açığı ve enflasyon oynaklığını düşürmedeki rolüne ilişkin teorik bir değerlendirme sunmaktadır.

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\*

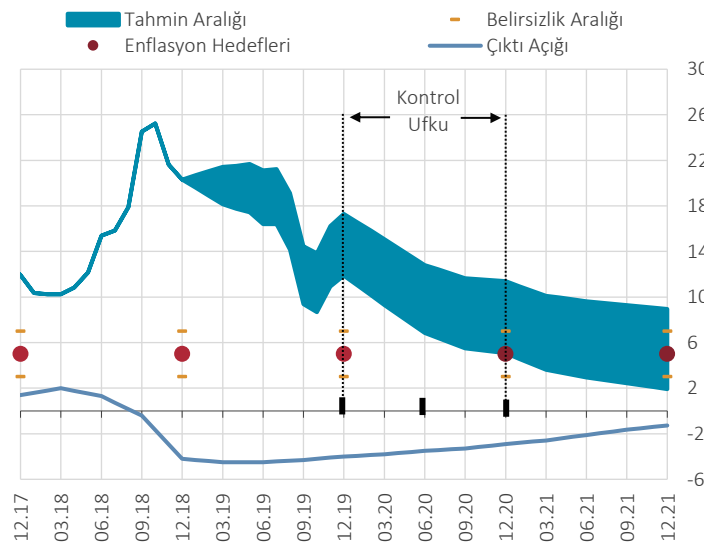
	2018	2019	2020
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,52 (2,55)	2,57 (2,64)	-
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	71,1 (74,6)	63,1 (80,0)	63,8 (76,2)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	5,3 (6,0)	-2,2 (1,3)	1,5 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	25,1 (29,5)	13,0 (13,0)	10,0 (10,0)

\* Parantez içindeki sayılar Ekim 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 14,6 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda yüzde 8,2'ye, 2021 yılsonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2019 yılı sonunda yüzde 11,9 ile yüzde 17,3 aralığında (orta noktası yüzde 14,6), 2020 yılı sonunda ise yüzde 5,1 ile yüzde 11,3 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.

Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde, Türk lirasındaki değerlenme ve ham petrol fiyatlarındaki düşüş ile birlikte Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları gerilerken, belirli ürünlerdeki vergi indirimleri ve iç talepteki zayıf seyrin de etkisiyle enflasyon ana eğiliminde yavaşlama gözlenmiştir. Talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması ve enflasyon ana eğiliminin yavaşlamasının yanı sıra, petrol ve ithalat fiyatları varsayımlarının özellikle 2019 yılı için belirgin ölçüde aşağı çekilmesi enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü güncellemede belirleyici rol oynamıştır (Grafik 7.2.2 ve Grafik 7.2.3). 2019 ve 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü güncellenmenin kaynakları Tablo 7.2.1'de sunulmaktadır.

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

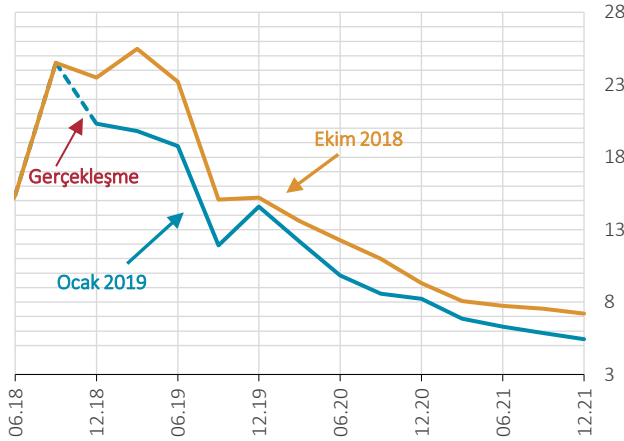
	2019	2020
2018-IV (Ekim 2018) Tahmini	15,2	9,3
2019-I (Ocak 2019) Tahmini	14,6	8,2
<b>2018-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	-0,6	-1,1
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları</b>		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları)	-0,5	-0,3
Enflasyon Tahminindeki Sapma/Enflasyonun Ana Eğilimi	-0,4	-0,4
Çıktı Açığı	-0,3	-0,4
Vergi ile Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar	0,2	-
Ücret Ayarlamaları	0,4	-

Kaynak: TCMB.

2019 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 15,2'den yüzde 14,6'ya düşürülmüştür. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımındaki gerileme yıl sonu enflasyon tahminine 0,5 puan düşürücü yönde katkı yaparken, yılın son çeyreğinde tüketici enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu tahminlere göre 3,2 puan aşağıda gerçekleşmesi ve enflasyon ana eğiliminde vergi indirimi etkisi haricinde gözlenen gerilemenin yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan aşağı çekeceği değerlendirilmiştir. Bunun yanı sıra, elektrik ve doğalgaz indirimlerinden kaynaklanan aşağı yönlü etkilere karşın, vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyat varsayımındaki güncellenmenin enflasyon tahmini üzerindeki yükseltici etkisi 0,2 puan olarak öngörülmüştür. Ayrıca, önümüzdeki dönemde enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artması beklenen çıktı açığının 2019 yılı enflasyon tahmini üzerindeki sınırlayıcı etkisi 0,3 puan olarak tahmin edilmiştir. Buna karşın, birim işgücü maliyetlerinin yıl sonu enflasyon tahminine 0,4 puan yükseltici etkide bulunacağı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2019 yıl sonu enflasyon tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na göre 0,6 puan aşağı çekilmiştir.

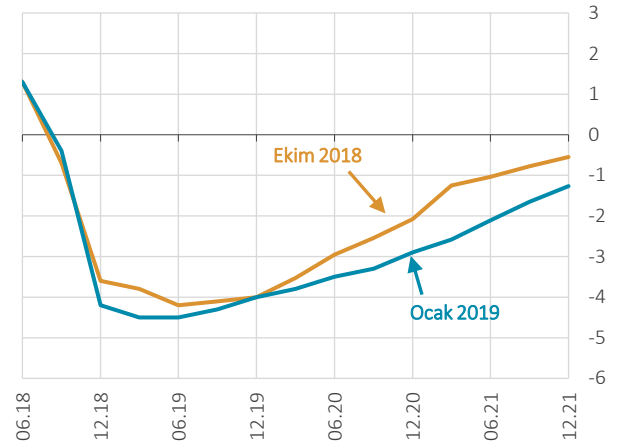
2020 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 9,3'ten yüzde 8,2'ye düşürülmüştür. Bir önceki Rapor dönemine göre 1,1 puanlık aşağı yönlü güncellenmenin 0,4 puanı 2019 yıl sonu enflasyon tahmininin düşürülmesinden ve enflasyon ana eğiliminde beklenen iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor dönemine göre 2019 yılı ikinci çeyreğinden itibaren daha zayıf seyretmesi beklenen talep koşullarının enflasyon üzerindeki düşürücü etkisinin 2020 yılında da süreceği tahmin edilmektedir. Buna göre, çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme 2020 yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki Rapor dönemine göre 0,4 puan aşağı çekmektedir. Petrol fiyatındaki gerileme ve reel kurda ılımlı değerlenme varsayımları altında Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının 2020 yılı enflasyonunu 0,3 puan düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmiştir.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

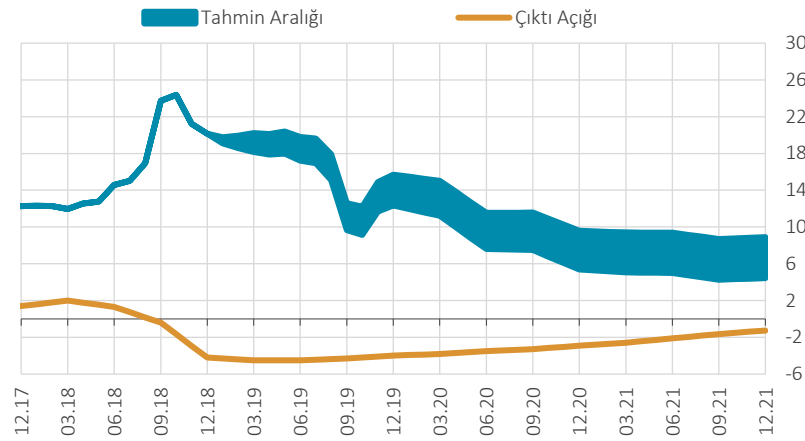
Yukarıda anlatılan tahminler, küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı ve ülke risk priminde son dönemde gözlenen iyileşmenin ılımlı bir şekilde devam edeceği bir çerçeve altında elde edilmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası duruşunun korunacağı ve para politikasının enflasyonu 2020 yılının ikinci çeyreğinde tek haneye, sonrasında da yüzde 5 hedefine düşürmeye odaklı bir şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Sıkı politika duruşu ile birlikte cari açığa devam etmesi beklenen dengelenme sürecinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayarak döviz kuru oynaklığını sınırlaması beklenmektedir.

Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün ve özellikle finansal istikrarı destekleyici politikaların kredi piyasası ve yurt içi talep üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlandırarak makro dengelere ve dezenflasyon sürecine olumlu katkı yapması beklenmektedir. Bu öngörüler, bankaların yurt dışı finansman koşullarının ve kredi arzının iyileştiği ve güvenin artmasıyla kredi kanalının etkin çalıştığı bir görünüm ile uyumludur. Bununla birlikte talep koşullarının yıl boyunca enflasyona düşürücü yönde katkı vereceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.3).

Bu görünüm altında, 2019 yılında enflasyondaki düşüşte reel kurun ılımlı bir değerlenme eğilimi sergilemesine bağlı olarak maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç talepte öngörülen yavaşlamanın belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede sıkı para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında 2020 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunda tek haneye, 2021 sonu itibarıyla ise yüzde 5 hedefine yakın seviyelere ulaşılacağı öngörülmektedir. Döviz kurundaki istikrarlı seyrin ve dezenflasyona yönelik güçlendirilmiş politika koordinasyonunun da 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 öngörülemeyen 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.

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

Gelinen noktada yüksek enflasyonun yalnızca maliyet artışları ve talep yönlü baskılardan kaynaklanmadığı, fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da fiyat artırma eğiliminin ekonominin geneline yayılmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Maliye politikasının dengelenme sürecine katkıda bulunması ve kamu kontrolündeki fiyatların ve vergilerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır. Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde oluşturduğu riskleri azaltmak için önümüzdeki dönemde sıkı para politikası duruşunun korunması önem arz etmektedir.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2019 Yıl Sonu	14,6	16,5	5,0
12 Ay Sonrası	13,8	15,9	5,0
24 Ay Sonrası	7,8	12,0	5,0

Kaynak: TCMB.

\* Ocak 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. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Makro iktisadi açıdan ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan başlıca riskler şunlardır:

- Fiyatlama davranışına dair belirsizlikler ve beklenti oluşumundaki katılıklar;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları) dair riskler;
- Geçmiş endeksleme davranışına dair belirsizlikler;
- Gıda fiyatlarındaki olası oynaklıklar;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyri;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşma;
- Uluslararası ham petrol fiyatlarında 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.

Son dönemde açıklanan veriler ekonomideki reel uyarılmanın hızlı bir şekilde devam ettiğine ve dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon üzerindeki etkisinin belirginleştiği ve 2019 yılı boyunca enflasyondaki düşüşü destekleyeceği değerlendirilmekle birlikte, enflasyon beklentilerinin yüksek seyri, döviz kurundaki oynaklık ve ertelenmiş maliyet baskıları başta olmak üzere çeşitli unsurlar enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Enflasyonda son aylarda kaydedilen düşüşte toplam talepteki zayıflama ve para politikasındaki sıkılaşmanın yanı sıra, 2018 yılının son çeyreğinde başlayan ve 2019 yılının ilk çeyreğinde son ermesi öngörülen vergi indirimleri ve kısa dönemde etkili olan bazı arıza unsurlar da etkili olmuştur. Söz konusu geçici etkilerin geri alınma sürecinde enflasyon patikasının kısa vadede sergileyeceği görünüm büyük ölçüde firmaların fiyatlama davranışlarına bağlı olacaktır.

Enflasyondaki belirgin yükselişin 2019 yılı ücret artışlarına yansımaları orta vadeli enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasındaki yerini korumaktadır. 2019 yılına ilişkin ücret artışlarının toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönde etkili olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak, işverene devlet desteğinin sürdürülmesi olası maliyet baskılarını kısmen sınırlayacağı tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyetteki yavaşlama ve zayıf seyreden istihdam imkânlarının asgari ücret haricindeki ücretler üzerindeki hafifletici etkisine rağmen, ücretlerde geçmiş enflasyona endeksleme davranışının güçlü olması enflasyondaki düşüşü yavaşlatabilecektir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde seyretmesi fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İktisadi birimlerin enflasyonda yakın dönemde gözlenen iyileşmeyi, henüz tam olarak enflasyonun orta vadeli eğilimine yönelik bir iyileşme olarak değerlendirmedikleri görülmektedir.<sup>3</sup> Beklentilerdeki bu gelişmeler, ücret ayarlamaları ve genel fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü risklerin sürmesine neden olmaktadır.

Makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyona vereceği desteğe ek olarak, beklentilerin çıpalanarak geriye dönük endeksleme mekanizmalarının zayıflatılması amacıyla, yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi açısından önem arz etmektedir.

TCMB son aylardaki kısmi iyileşmeye karşın fiyat istikrarına yönelik olarak devam eden riskler nedeniyle, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiştir. Kısa vadede para politikası kararları açısından belirleyici olacak asli unsur enflasyon görünümünde kalıcı olarak nitelendirilebilecek bir düşüş eğiliminin ortaya çıkması olacaktır.

Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. 2018 yılının

<sup>3</sup> Enflasyon belirsizlik algısına dair göstergelerin seyri Kutu 3.1’de incelenmektedir.



son çeyreğinde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması nedeniyle gelişmiş ülkelerdeki para politikası normalleşme sürecinin önceki döneme göre daha az sıkı bir politika duruşuna yol açabileceği beklentisinin güçlenmesi, 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunlar gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşıma gidilebilir.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk primleri kaynaklı olarak tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde sıkışmış olan kredi koşullarında Ekim ayından itibaren kademeli bir gevşeme gözlenmektedir. Söz konusu normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların, aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması, kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeterek para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşıma döngüsüne girmesini önlemek açısından önemlidir.

Son dönemde iktisadi faaliyette yurt içi talep kaynaklı olarak süregelen yavaşlama enflasyon üzerinde aşağı yönlü risklerin de söz konusu olduğuna işaret etmektedir. Gelişmiş ülke para politikalarına ve küresel iktisadi faaliyet görünümüne yönelik son dönemde artan belirsizlikler sermaye akımları ve dış ticaret kanalı üzerinden büyümeye dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdümün, ana senaryoda esas alınan çerçeveden daha zayıf bir görünüm sergilemesi, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından bir risk olarak değerlendirilmektedir. Bu Rapor'da yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. 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.

Ham petrol fiyatları ile diğer emtia fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde risk oluşturmaktadır. Ham petrol fiyatlarının yakın dönemde belirgin bir düşüş kaydetmesine karşın, ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülere ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü, jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklığın sürmesi ise yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimlerinin küresel büyümeyi yavaşlatması durumunda emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir eğilim oluşması beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda ise, ham petrol, bazı endüstriyel metaller ve tarım fiyatlarında, Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumuna dair belirsizlikler	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyonda kaydedilen yüksek seviyelerin fiyatlama davranışında ilave bozulmaya yol açarak geçmiş enflasyona endeksleme davranışını daha da güçlendirme ihtimali bulunmaktadır. ↑</li> <li>Enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin birbirini besleyen bir sürece yol açarak enflasyon beklentilerine dair çıpanın zayıflaması söz konusu olabilecektir. ↑</li> <li>Birikimli maliyet baskıları ve firma kârlılıklarındaki düşüşe ilave olarak işletme sermayesi maliyetlerindeki artış, çıktı açığı ile enflasyon arasındaki tarihsel ilişkinin değişmesine yol açabilecektir. ↑</li> <li>Tütün ürünlerinde Ocak ayında yapılan vergi ayarlamalarının sonrasında sektör fiyatlarında henüz bir ayarlama görülmemesi enflasyon tahminleri üzerinde tütün ürünleri kaynaklı risklere işaret etmektedir. ↑</li> <li>Enflasyonla Topyekûn Mücadele programı kapsamında gerçekleşen indirimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin büyüklüğü ve kalıcılığına dair belirsizlikler kısa vadeli enflasyon tahminleri üzerinde etkili olabilecektir. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Yayımlı endeksleri</li> <li>Beklenti Anketi</li> <li>Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışının güçlenmesi</li> <li>Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri</li> <li>Çeşitli çıktı açığı göstergeleri</li> <li>Sektörler itibarıyla firmalar kesimi finansal tabloları ve TGA'lar</li> <li>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>Ücretlerde geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü oluşu, ücret enflasyonun iş çevrimlerine duyarlılığını sınırlandırabilecek ve enflasyondaki düşüşün daha yavaş gerçekleşmesine neden olabilecektir. ↑</li> <li>İşgücü maliyet baskılarının önümüzdeki dönemde işverenlere sağlanan devlet desteği ve verimlilik artışlarıyla telafi edilemediği durumda, tüketici fiyatlarına daha fazla yansımaya söz konusu olabilecektir. ↑</li> </ul> <p><b>Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2019 yılında gerçekleşmesi beklenen reel ücret artışları toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑</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>
Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması	<p><b>Küresel Para Politikaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Gelişmiş ülkelerde parasal sıkılaştırma süreçlerine ve korumacı ticaret politikalarına dair belirsizliklerin yükselmesi, gelişmiş ülkelerde finansal piyasalardaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunlar gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yavaşlamasına yol açabilecektir. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı</li> <li>Türk bankalarının borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler</li> </ul>

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

	<p><b>Küresel Risk İştahı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı ticaret politikaları küresel büyümeye dair endişeleri tetikleyerek küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecektir. ↑</li> <li>ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit sürecine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, İtalya'nın yüksek kamu borcu, petrol fiyatlarında sert düşüş ve gelişmiş ülke para birimlerindeki artan oynaklık küresel risk iştahını sınırlayabilecektir. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler</li> </ul>
Firmaların finansman imkânlarındaki sıkılığın etkisini sürdürmesi	<p><b>Bilanço Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Firma bilançolarında döviz kurları ile girdi maliyetlerindeki artış kaynaklı bozulma ile nakit akışındaki yavaşlama, iktisadi faaliyette mevcut Rapor'da öngörülenden daha belirgin bir yavaşlamaya yol açabilecektir. ↓</li> <li>Finansal güçlülere bağlı olarak borcunu ifa edemeyen firma sayısının yükselmesi ülke risk primi üzerinde de olumsuz etkide bulunabilecektir. ↑</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama ekonomi genelinde firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerinin düşmesi nedeniyle kredi koşullarının sıkılaşması söz konusu olabilecektir. ↓</li> </ul> <p><b>Banka Kredi Verme Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bankaların SYR'lerindeki düşüş kredi arzı üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir. ↓</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kamu ve özel banka ayırımında kredi büyümesi gelişmeleri</li> <li>Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler</li> <li>Sektörler ve kredi türleri cinsinden TGA'lar, karşılıksız çekler ve protestolu senetler</li> <li>İşsizlik sigortası ve Ücret Garanti Fonu'ndan yararlanan kişi sayısı</li> <li>Firma tahvil ihraçlarının getiri farkı</li> <li>Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi)</li> <li>Finansal ve reel kesim bilançoları, finansal fon akımları</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları (nominal/reel)</li> <li>Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri</li> </ul>
Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<p><b>Talep 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> <p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>İktisadi faaliyetteki zayıflamaya bağlı olarak vergi gelirlerinin azalması veya kamu harcama eğiliminin artması kanalıyla bütçe dengesinin YEP'te öngörülen seviyelerden belirgin şekilde farklılaşması, kamu borçlanma gereğini artırarak ülke risk primini yükseltebilecektir. ↑</li> </ul> <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 patikadan belirgin ölçüde yukarıda kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yeni Ekonomi Programı ve 2019 yılı bütçesi çerçevesinde alınması öngörülen maliye politikası tebirleri</li> <li>Para ve maliye politikası etkileşimine dair gelişmeler</li> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Maliye politikası tedbirlerine duyarlı harcama kalemlerindeki gelişmeler</li> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Bütçe, cari işlemler ve diğer ödemeler dengesi göstergeleri</li> <li>Çıktı açığı tahminleri</li> </ul>

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

Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların artması	<b>Risk Primi:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ülke risk primini belirleyen unsurlardaki gelişmelere bağlı olarak Türkiye'ye yönelik risk algısının bozulması veya küresel finansal piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalardan kaynaklanabilecek bulaşıcılık etkisi ülke risk primini olumsuz etkileyebilecektir.</li> </ul>	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>İma edilen kur oynaklıkları</li> <li>Risk primi göstergeleri</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Döviz kurları</li> </ul>
Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması	<b>Dış Talep:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Söz konusu politikaların başta ABD ve Çin ekonomisi olmak üzere küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü etkide bulunması mümkündür. Bahsi geçen ek gümrük tarifesi Avrupa Birliği'nde iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu durumda Türkiye'nin dış talebinde görülebilecek zayıflama kapasite baskılarını azaltabilecektir.</li> <li>Talebin bazı sektörlerde korumacı önlemlere maruz kalan ülkelerden Türkiye'ye yönelmesi durumunda sektörel kapasite baskıları hissedilebilecektir.</li> </ul> <b>Küresel Enflasyon ve Finansal Koşullar:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı önlemlerin taraf ülkelerde enflasyona yol açması nedeniyle para politikalarının tepki vermesi küresel finansal koşulları sıkılaştırarak Türk lirasında değer kaybına neden olabilecektir.</li> </ul>	↓  ↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı ticaret politikalarındaki gelişmeler</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri</li> <li>Sektörel faaliyet ve fiyat verileri</li> <li>Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi</li> </ul>
Ham petrol ve ithalat fiyatları	<b>İthalat Fiyatları:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklık, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk unsuru oluşturmaktadır.</li> <li>Küresel büyümedeki zayıflamaya dair riskler ise orta vadede emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü etkide bulunabilecektir.</li> <li>ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda ise, ham petrol, bazı endüstriyel metaller ve tarım fiyatlarında, Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir.</li> </ul>	↑  ↓  ↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC kararları</li> <li>Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler</li> <li>İthalat ve cari işlemler dengesi</li> </ul>
Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi	<b>İşlenmemiş Gıda Fiyatları:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Son dönemde uzun vadeli eğilimlere kıyasla yüksek artış sergileyen işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülen düzeltmenin gecikmesi durumunda enflasyon beklentileri de olumsuz etkilenebilecektir.</li> <li>Başta ekmek-tahıllar, süt ve et gibi gıda gruplarında olmak üzere olmak üzere bazı sektörlerde tüketici fiyatlarına yansımaları bir süredir ertelenmiş bulunan maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılması durumunda enflasyon üzerinde ek bir baskı oluşabilecektir.</li> </ul>	↑  ↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alt kalemler ve maddeler itibarıyla gıda fiyatlarındaki gelişmeler</li> <li>İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması</li> <li>Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri</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

### 2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Değerlendirilmesi

TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, enflasyon gelişmelerine ilişkin kapsamlı değerlendirmelerini, yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu çerçevede bu kutuda, geçtiğimiz yıl içinde yayımlanan Enflasyon Raporlarında verilen 2018 yıl sonu enflasyon tahminleri ve bu tahminlerin ardında yatan temel varsayımlardaki güncellemeler özetlenmektedir.

2018 yılının ilk yarısında petrol fiyatlarındaki yükselişin de etkisiyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına ve çıktı açığı öngörülerine ilişkin yukarı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminlerindeki revizyonlarda önemli rol oynamıştır. Yılın ikinci yarısında ise Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybının etkisiyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına, gıda enflasyonuna ve enflasyonun ana eğilimine ilişkin varsayımlarda yapılan yukarı yönlü güncellemeler yıl sonu enflasyon tahmininin belirgin ölçüde yükseltilmesine neden olurken, finansal piyasalarda görülen oynaklık artışının etkisiyle finansal koşulların öngörülerin üzerinde sıkışması sonucu çıktı açığı öngörülerini bu dönemde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1).

**Tablo 1: 2018 Yılı İçin Enflasyon Raporu Varsayımları**

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
<b>Gıda Fiyatları</b> (Yıl Sonu % Değişim)	7,0	7,0	13,0	29,5	25,1
<b>İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi</b> (Yıllık Ortalama % Değişim)	2,7	2,9	2,6	2,5	2,5*
<b>İthalat Fiyatları</b> (Yıllık Ortalama % Değişim)	7,4	4,8	6,3	6,0	5,3*
<b>Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı</b> (Yıllık Ortalama, ABD doları)	66	68	73	75	71

Kaynak: TCMB.

\* Ocak 2019 itibarıyla tahminler.

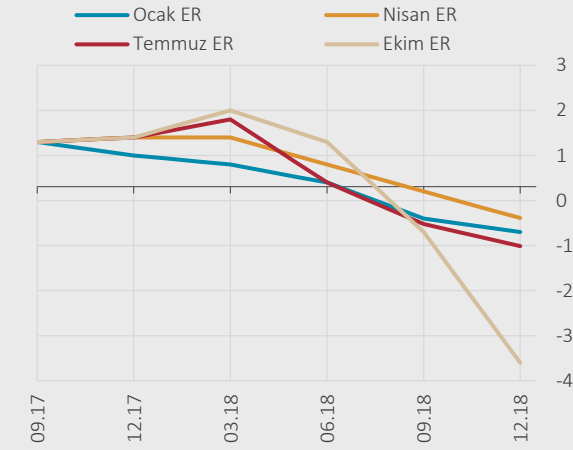
2018 yıl sonu enflasyon oranı yüzde 20,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yıl genelinde enflasyonda gözlenen yükselişte küresel ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle Türk lirasında gözlenen değer kaybı belirleyici olmuştur. Bu gelişmeler, özellikle döviz kuru değişimlerine duyarlı olan kalemlerde yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonu belirgin ölçüde yükseltirken, belirsizlik algısındaki artışın da etkisiyle enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları da olumsuz yönde etkilenmiştir. Bunun yanında başta işlenmemiş gıda fiyatları olmak üzere gıda fiyatlarında oluşan oynaklıklar 2018 yılında enflasyonun artmasında etkili olan diğer unsurlar arasındadır.

#### Ocak Enflasyon Raporu (2018-I)

2017 yılı ikinci yarısı itibarıyla enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar artmıştır. Bu artışta Türk lirasının döviz kuru sepeti karşısında değer kaybetmesi ve bu değer kaybının birikimli etkileri ile başta petrol fiyatları olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen artış belirleyici olmuştur. Maliyet yönlü baskıların yanı sıra, iktisadi faaliyetteki güçlü seyre bağlı olarak toplam talep koşulları da enflasyondaki yükselişe katkı yapmıştır. Bu dönemde tahminler oluşturulurken sıkı para politikasının yanı sıra söz konusu maliyet baskılarının enflasyon üzerindeki etkilerinin kademeli olarak zayıflayacak olmasının 2018 yılında enflasyona düşüş yönünde katkı yapacağı değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Ayrıca 2018 yılında iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin

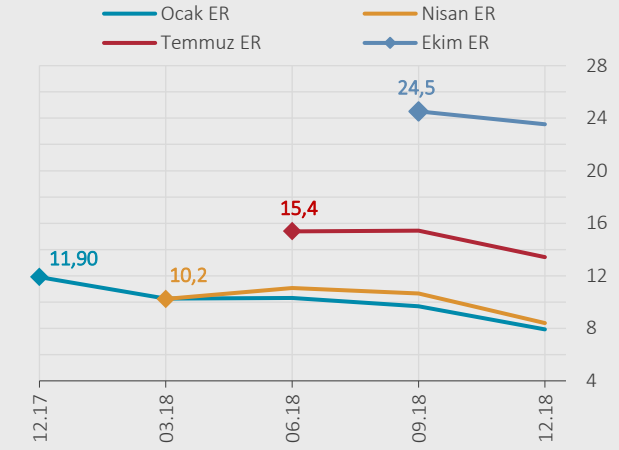
daha ılımlı bir seyir izlemesinin yanı sıra para ve maliye politikalarının güçlü bir eşgüdüm ile sürdürülmesinin de enflasyondaki düşüşü destekleyeceği belirtilmiştir. Bu çerçevede, enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında 2017 yılı sonu itibarıyla yüzde 11,9 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonunun, 2018 yılı sonunda yüzde 7,9'a gerileyeceği tahmin edilmiştir.

**Grafik 1.a: 2018 Yılına İlişkin Ortalama Çıktı Açığı Tahminleri**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 1.b: 2018 Yılı Boyunca Enflasyon Tahminindeki Güncellemeler**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Grafikte yer alan çizgiler ilgili tarihten yıl sonuna kadar tüketici enflasyonunun izlemesi öngörülen patikayı vermektedir.

\*\* Serilerin başlangıç noktaları gerçekleşen değerleri göstermektedir.

## Nisan Enflasyon Raporu (2018-II)

Tüketici enflasyonu 2018 yılı ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu seyretmesine karşın, özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren döviz kuru ve petrol fiyatlarında yaşanan gelişmeler enflasyon görünümünde maliyet yönlü baskıları artırmıştır. Bunun yanı sıra, iktisadi faaliyetteki öngörülenin ötesinde güçlü seyir de enflasyondaki yükselişe katkı yapmıştır. Nitekim milli gelir verilerinin geriye dönük yukarı yönlü güncellenmesi ve 2018 yılı ilk çeyreğine ilişkin verilerin işaret ettiği güçlü iç talep görünümü, çıktı açığı tahminlerinde bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü belirgin bir güncelleme yapılmasına neden olmuştur (Grafik 1.a). Bu çerçevede, petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımı ve çıktı açığında yapılan güncellemeler sonrası yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 8,4 olarak tahmin edilmiştir.

## Temmuz Enflasyon Raporu (2018-III)

2018 yılının ikinci çeyreğinde, tüketici enflasyonu Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları ve işlenmemiş gıda ürünleri başta olmak üzere gıda fiyatlarında gözlenen artışların öngörülerin oldukça üzerinde kalması bu dönemde enflasyon tahminlerinde gözlenen sapmada etkili olmuştur.

2018 yılı ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetin Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinden bir miktar daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Öte yandan, Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybı ve yükselen belirsizlik algısının etkisiyle finansal koşulların öngörülerin üzerinde sıkılaşmasının talep koşullarındaki yavaşlamayı Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre daha da hızlandıracağı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2018 yılı çıktı açığı tahminleri son üç çeyrek için bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.a).

2018 yılı ikinci çeyreğinde petrol ve emtia fiyatları artış eğilimini sürdürmüş, işlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu ise Nisan Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak petrol, ithalat fiyatları ve gıda fiyatları enflasyonu varsayımları yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda büyük ölçüde petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımının yukarı çekilmesi nedeniyle 2018 yıl sonu tüketici enflasyonu tahmini 5 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 13,4 olarak belirlenmiştir.

### **Ekim Enflasyon Raporu (2018-IV)**

Tüketici enflasyonu, 2018 yılı üçüncü çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyon tahminlerindeki sapmada Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri ve enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler neticesinde beklenti ve geçmişe dönük endeksleme kanallarıyla bozulan fiyatlama davranışları etkili olmuştur.

2018 yılının ikinci çeyreğine ait açıklanan veriler söz konusu dönemde iktisadi faaliyetin Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinden daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri ikinci çeyrek için geriye dönük olarak sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellenirken, finansal koşulların öngörülerin üzerinde sıkılaşmasının etkisiyle talep koşullarındaki yavaşlamanın hız kazanacağı ve çıktı açığının son çeyrekte belirgin bir biçimde derinleşeceği tahmin edilmiştir (Grafik 1.a).

Yılın üçüncü çeyreğinde döviz kurunda yaşanan hızlı değer kaybı ve kurdan enflasyona geçişkenlikteki artış nedeniyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının enflasyonu yükseltici etkisi belirgin şekilde artmıştır. Ayrıca, bu dönemde akaryakıt dışı enerji fiyatlarında Temmuz Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde bir artış gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, yılın üçüncü çeyreğinde gıda enflasyonuna dair görünüm de bozulmuştur. Tüm bu gelişmelere bağlı olarak, Ekim Enflasyon Raporu'nda, 2018 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki rapora göre 10,1 puan yükseltilerek yüzde 23,5 olarak belirlenmiştir.

### **2018 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi**

Yıl sonuna ilişkin Ekim Enflasyon Raporu tahminleri gerçekleşmenin 3,2 puan üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede, yılın son çeyreğinde Türk lirasındaki değerlenme ve petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının öngörülere göre daha ılımlı gitmesinin etkili olmuştur. Ayrıca, son dönemde finansal piyasalarda görülen yüksek oynaklığın azalmasının da fiyatlama davranışlarına olumlu yansımaları görülmüş, iktisadi faaliyetteki zayıf seyrin talep koşullarını baskılamasıyla özellikle yılın son iki ayında enflasyonun ana eğilimi belirgin şekilde gerilemiştir. Otomobil, beyaz eşya ve mobilyada Ekim Enflasyon Raporu sonrasında açıklanan geçici ÖTV indirimlerinin etkisiyle temel mal grubu enflasyonundaki yavaşlama da tüketici enflasyonunu aşağı yönlü etkilemiş ve enflasyon eğilimindeki düşüşü desteklemiştir. Söz konusu unsurların 2018 yıl sonu enflasyon tahmin hatasına yaptıkları katkılar Tablo 2'nin son sütununda sunulmuştur.

Tablo 2: 2018 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	7,9	8,4	13,4	23,5
<b>İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (Puan Katkı)*</b>				
	Nis – Oca	Tem – Nis	Eki – Tem	Ara – Eki
Gıda	0,0	1,4	3,8	-1,0
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	0,4	2,3	4,1	-0,6
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,0	1,3	2,5	-0,5
Çıktı Açığı	0,1	-0,1	-0,3	-0,1
Alkol, Tütün ve Diğer Vergi Ayarlamaları	0,0	0,1	0,0	-1,0

Kaynak: TCMB.

\* Tablodaki ilk üç sütun, birbirini takip eden iki enflasyon raporu arasındaki yıl sonu tahmin farkının; son sütun ise Ekim Enflasyon Raporu tahmini ile yıl sonu enflasyon gerçekleşmesi arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2018 yıl sonu enflasyonu yüzde 20,3 olarak gerçekleşmiştir.

Özetle, 2018 yıl sonuna dair enflasyon tahminleri, yıl içinde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki yükseliş, gıda fiyatlarındaki gelişmeler ve fiyatlama davranışlarında görülen bozulmadan ötürü kademeli olarak yükseltilmiştir (Grafik 1.b). 2018 yıl sonu gerçekleşmesi ile Ekim ayındaki yıl sonu tahmini arasındaki farkta Türk lirasındaki ılımlı seyir ve petrol fiyatlarındaki gerileme ile Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki düşüşün hızlanması, vergi ayarlamalarının etkisi ile gıda fiyatlarındaki ve enflasyonun ana eğilimindeki düzeltme belirleyici olmuştur. TCMB, Enflasyon Raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

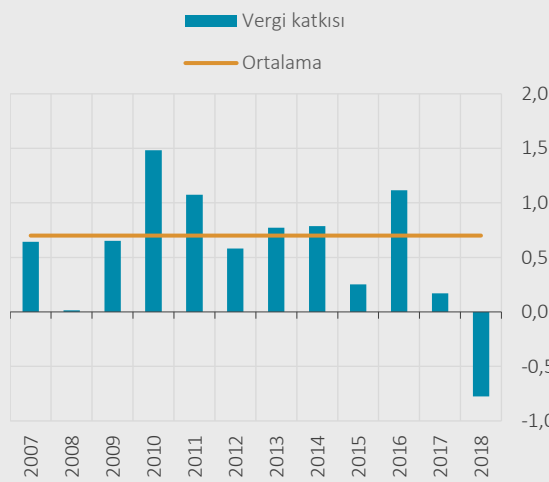


## Kutu 7.2

### Yapısal Bir Genel Denge Modeli Çerçevesinde Para ve Maliye Politikalarının Etkileşimi

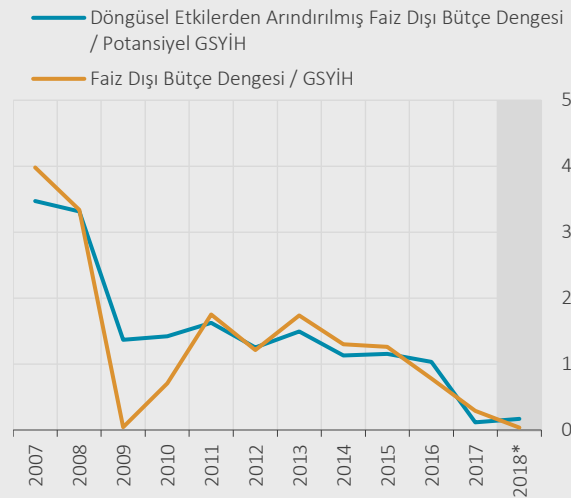
Türkiye ekonomisinin küresel ve jeopolitik birçok farklı şokla karşı karşıya kaldığı son yıllarda, söz konusu şokların etkilerini sınırlamak ve politika ödünleşimlerini azaltmak adına para ve maliye politikası arasındaki etkileşim ve koordinasyon büyük önem kazanmıştır. 2016 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda temelde döviz kuru ve ithalat fiyatları kaynaklı olarak gözlenen yükselişe karşı para politikası duruşu kademeli olarak sıkılaştırılırken, ekonomideki yavaşlamanın önüne geçmek ve kredilerdeki daralmanın olumsuz bir döngüye yol açmasını engellemek adına mali disiplinin oluşturduğu alan kullanılarak bir dizi maliye politikası tedbiri alınmıştır. Nitekim, 2017 yılında maliye politikası iktisadi faaliyeti desteklerken aynı zamanda vergi ayarlamalarının enflasyondaki yükselişi sınırlayacak şekilde belirlenmesi sağlanmıştır (Grafik 1 ve 2). 2018 yılında akaryakıt fiyatlarına uygulanan eşel mobil sistemi de son dönemde maliye politikası tarafından enflasyon oynaklığını azaltmaya yönelik olarak devreye giren uygulamalara önemli bir örnek teşkil etmektedir (Kutu 3.2). Bu çerçevede, bu kutuda para politikası çerçevesi veriyken, maliye politikasının borç istikrarı sağlamanın yanı sıra enflasyon ve çıktı açığındaki dalgalanmaları en aza indirme amacı doğrultusunda oluşturulduğu bir durumda, enflasyon ve çıktı açığı oynaklığının nasıl etkilendiği üzerinde durulmaktadır.

**Grafik 1: Vergi Ayarlamalarının Enflasyona Katkısı (%)**



Kaynak: TCMB; TÜİK.

**Grafik 2: Döngüsel Etkilerden Arındırılmış Faiz Dışı Bütçe Dengesi (Potansiyel GSYİH'ye Oran Olarak, %)**



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TCMB hesaplamaları.

\* Tahmin.

Kutuda, para ve maliye politikalarının etkileşimi Türkiye için tahmin edilmiş küçük ölçekli yapısal dinamik bir genel denge aracılığıyla incelenmektedir. Kullanılan model akademik yazında sıklıkla yer alan toplam arz, toplam talep, para politikası faiz kuralı, maliye politikası harcama ve vergi kuralları ile borç dinamiği denklemlerinden oluşmaktadır. Modelin ayrıntılı anlatımı Büyükbaşaran, Çebi, Küçük (2018) çalışmasında yer almaktadır. Bu kutuda yer alan analiz için maliye politikası harcama ve vergi kuralları önem arz etmektedir:

$$\text{Harcama Kuralı} \quad \hat{g}_t = \rho_g \hat{g}_{t-1} + (1 - \rho_g)[g_y \hat{y} gap_{t-1} + g_b \hat{b}_t] + \epsilon_t^g \quad (1)$$

$$\text{Vergi Kuralı} \quad \hat{t}_t = \rho_t \hat{t}_{t-1} + (1 - \rho_t)[t_y \hat{y} gap_{t-1} + t_b \hat{b}_t] + \epsilon_t^t \quad (2)$$

Denklem (1) ve (2)'de tanımlanan maliye politikası kuralları borç istikrarına ve çıktı açığına tepki vermektedir.  $\hat{y}gap$  çıktı açığını yani gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) potansiyel değerinden yüzde sapma oranını ifade etmektedir.  $\hat{g}_t$ ,  $\hat{t}_t$  ve  $\hat{b}_t$  ise sırasıyla bütçe harcamalarının, vergi gelirlerinin ve kamu borç stokunun GSYİH'ye oranını ifade etmektedir. Denklem (1)'de yer alan  $g_y$  ve  $g_b$  parametreleri kamu harcamalarının sırasıyla çıktı açığına ve borç stokuna olan duyarlılığını göstermektedir. Denklem (2)'de yer alan  $t_y$  ve  $t_b$  parametreleri ise vergi gelirlerinin sırasıyla çıktı açığına ve borç stokuna olan duyarlılığını göstermektedir. Maliye politikası araçlarının borç stokuna ve çıktı açığına olan duyarlılığının belirlenmesinde mali yumuşatma katsayıları da ( $\rho_g$  ve  $\rho_t$ ) önemli bir rol oynamaktadır. Kamu kesiminin harcama ve vergi politikalarında yaptığı düzenleme ve değişikliklerle  $g_y$ ,  $g_b$ ,  $t_y$  ve  $t_b$  parametrelerini değiştirebildiği varsayılmaktadır. Kısaca farklı harcama ve vergi politikaları farklı  $g_y$ ,  $g_b$ ,  $t_y$  ve  $t_b$  parametre değerlerine denk gelmektedir. Maliye politikaları oluşturulurken bütçe dengesi, büyüme ve enflasyon gibi makro denge açısından önemli değişkenler dikkate alınmaktadır. Birden fazla değişkenin aynı anda politika amaç fonksiyonunda yer alması halinde ise özellikle bu değişkenler arasında türlü ödünleşimlerin olduğu durumlarda hangi değişkene öncelik verildiğine göre farklı maliye politikaları uygulanabilmektedir. Maliye politikası uygulamalarındaki farklılıklar ise ekonomideki kaynak dağılımının ve makro dengelerin değişmesine neden olmaktadır.

Örneğin borç stokunun görece yüksek olduğu bir dönemde, borç stoku istikrarını önceliklendiren bir maliye politikası çerçevesi düşük büyüme nedeniyle azalan vergi gelirlerini göz önünde bulundurarak kamu harcamalarında görece daha büyük bir kesintiye gitmeyi seçebilirken, aynı durumda büyüme görünümüne öncelik veren bir maliye politikası borç stokunu artırma pahasına da olsa harcama artışına karar verebilmektedir. Bu kutuda maliye politikasının amaç fonksiyonunda bütçe disiplinine, büyümeye ve fiyat istikrarına farklı öncelikler vermesinin makro dengeler açısından ne gibi sonuçlar doğurabileceğini göstermek amacıyla bir analiz yapılmıştır. Maliye politikasının farklı önceliklendirmelerini temsil etmek üzere dört farklı amaç (kayıp) fonksiyonu seçilmiştir:

$$L1 = 0,01var(\pi) + 0,2var(ygap) + 1,0var(b) \quad (3)$$

$$L2 = 0,01var(\pi) + 1,0var(ygap) + 0,2var(b) \quad (4)$$

$$L3 = 1,0var(\pi) + 1,0var(ygap) + 0,2var(b) \quad (5)$$

$$L4 = 1,0var(\pi) + 1,0var(ygap) \quad (6)$$

Burada  $var(x)$ ,  $x$  değişkeninin yapısal genel denge modelinden gelen varyans (oynaklık) değerini,  $\pi$  enflasyonu,  $ygap$  çıktı açığını ve  $b$  borç stokunu temsil etmektedir. Maliye politikasının L1,L2,L3 ve L4 kayıp fonksiyonlarını en aza indirecek şekilde  $g_y$ ,  $g_b$ ,  $t_y$  ve  $t_b$  parametrelerini seçtiği varsayılmıştır. Burada L1 borç disiplini önceliklendiren, L2 çıktı açığı görünümünü önceliklendiren, L3 enflasyon görünümü ve çıktı açığına öncelik verirken bütçe disiplini de göz ardı etmeyen, L4 ise enflasyon ve büyüme görünümüne eşit değer veren bir maliye politikasını temsil etmek üzere oluşturulmuştur. Tablo 1'de her bir amaç fonksiyonu için optimal parametre seçimlerinin ( $g_y$ ,  $g_b$ ,  $t_y$  ve  $t_b$ ) yanı sıra bu parametrelerin enflasyon, çıktı açığı ve borç stoku oynaklığı açısından ne ima ettiği bilgisi yer almaktadır.

**Tablo 1: Maliye Politikalarının Farklı Amaç (Kayıp) Fonksiyonları Altında Optimal Parametre Seçimleri**

	Harcama Kuralı		Vergi Kuralı		Standart Sapma			L1	L2	L3	L4
	$g_y$	$g_b$	$t_y$	$t_b$	Enflasyon	Çıktı Açığı	Borç Stoku				
Optimal L1	-1,0	-1,0	0,0	0,5	1,299	2,955	5,224	29,1	14,2	15,9	5,2
Optimal L2	-0,1	-0,3	0,5	0,9	1,298	2,288	5,483	31,1	11,3	12,9	3,5
Optimal L3	-0,2	-0,3	0,4	0,9	1,296	2,289	5,482	31,1	11,3	12,9	3,5
Optimal L4	-1,0	0,2	-0,6	0,3	1,242	2,042	16,245	264,8	57,0	58,5	2,9

Buna göre borç stoku stabilizasyonunu dikkate almakla birlikte enflasyon ve çıktı açığındaki oynaklığa daha çok önem veren maliye politikası uygulamalarının (L3) daha çok borç istikrarına (L1) önem veren uygulamalara göre enflasyon ve çıktı açığındaki oynaklığı düşürmede daha başarılı olduğu görülmektedir.<sup>1</sup>

Tablo 1’de özetlenen alternatif mali kural uygulamalarının para ve maliye politikaları etkileşimi açısından ne ima ettiğini anlamak için farklı maliye politikası uygulamaları altında maliyet kaynaklı enflasyon şokunun makroekonomik etkileri üzerinde durulmasında fayda görülmektedir. Kullanılan yapısal genel denge modeli çerçevesinde maliyet kaynaklı enflasyon şoku sonrasında çıktı azalırken enflasyon oranı artmakta ve bu durum para politikası açısından bir ödünleşim ortaya çıkarmaktadır. Ödünleşimin nedeni, şoku takiben enflasyondaki yükselişe karşı yapılacak bir faiz artışının çıktığı daha da aşağı getirecek olmasıdır. Diğer yandan, modelde maliyet kaynaklı enflasyon şokunu takiben maliye politikası, farklı derecelerde olmakla birlikte, tüm kayıp fonksiyonları altında kamu harcamalarını artırmak suretiyle karşılık vermektedir. Bir başka ifade ile maliyet kaynaklı enflasyon şokunu takiben sıkı para politikası ve genişletici maliye politikası birleşimi tercih edilmekte, bu sayede enflasyon şokunun çıktı üzerindeki azaltıcı etkisi genişletici maliye politikası uygulamaları ile dengelenmektedir.<sup>2</sup>

Yukarıda tanımlanan ve farklı öncelikleri olan alternatif amaç fonksiyonlarının maliyet kaynaklı enflasyon şoku karşısında ima ettiği optimal parametre seçimlerini yorumlamak gerekirse; borç istikrarına en fazla önemi veren L1 kayıp fonksiyonunun enflasyon ve çıktıda oynaklığı artırma pahasına borç stoku oynaklığını azaltan bir politika tercihinin yansıttığı gözlenmektedir. Buna karşılık, L4 gibi enflasyon ve çıktıda oynaklığı azaltmaya daha fazla önem veren bir kayıp fonksiyonunun benimsenmesi durumunda başlangıçta çıktıda azalmanın diğer spesifikasyonlara göre daha derin olduğu, ancak çıktıda toparlanmanın kamu alımlarındaki yüksek artışa bağlı olarak daha hızlı gerçekleştiği gözlenmektedir. Böyle bir durumda, kamu harcamalarının diğerlerine göre daha yüksek artış kaydetmesi borç stokunu daha fazla artıracığından bu tarz bir maliye politika tercihinin görece olarak daha yüksek mali alan gerektirdiği, ülke risk priminin borç stoku veya bütçe gelişmelerine hassas olduğu dönemlerde uygulama alanının sınırlanacağı not edilmelidir.

Çalışmadaki bulgular mali disiplinden kalıcı olarak taviz vermeden enflasyon ve çıktı açığı oynaklığını dikkate alan maliye politikaları uygulamalarının oynaklıkları azaltmakta ve şokların etkilerini sınırlamakta etkili olduğuna işaret etmektedir.

### Kaynakça

Büyükbaşaran, T., Çebi, C. ve H. Küçük, 2018, “The Interaction between Monetary and Fiscal Policies in a Small Scale Structural Model”, *CBRT Research Notes in Economics*.

<sup>1</sup> L2 kayıp fonksiyonu enflasyon stabilizasyonuna L3 kayıp fonksiyonuna göre daha az önem vermekle birlikte, gerek maliye politikası kurallarına ilişkin optimal tepki parametreleri, gerekse oynaklık seviyeleri iki kayıp fonksiyonu için de benzer değerlerde hesaplanmaktadır. Bu durum, burada kullanılan yapısal modelde reel kur ve risk primi açıkça modellenmediğinden çıktı açığı stabilizasyonunun enflasyon stabilizasyonu için büyük ölçüde yeterli olmasından kaynaklanmaktadır.

<sup>2</sup> İlgili etki-tepki fonksiyonları Büyükbaşaran, Çebi ve Küçük (2018) çalışmasında Grafik 3’te verilmekte ve daha detaylı olarak anlatılmaktadır.

