

## 7. Orta Vadeli Öngörüler

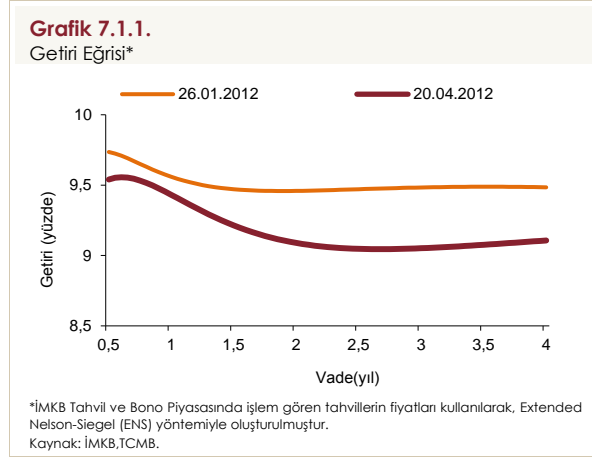
Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

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

#### Parasal Koşullar

TCMB, Ekim 2011 döneminden itibaren uyguladığı parasal sıkılaştırma çerçevesinde, Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana temkinli duruşunu sürdürerek gecelik borç alma ve borç verme faizlerinin oluşturduğu faiz koridorunu etkili bir şekilde kullanmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, son dönemde enerji fiyatları ve diğer maliyet unsurlarındaki gelişmelerin orta vadeli enflasyon görünümünde oluşturabileceği olası bir bozulmayı engellemek amacıyla 23 Mart ve 12 Nisan itibarıyla ek parasal sıkılaştırmaya gidilerek, politika faizinden yapılan bir hafta vadeli repo fonlama miktarı düşürülmüş, piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.7). Ayrıca, 18 Nisan 2012 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında, enflasyon görünümündeki bozulmaya izin verilmemesi için önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanacağı vurgulanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde piyasa faizleri küresel risk iştahındaki artışın etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir eğilim sergileyerek sınırlı oranda azalış göstermiştir. Öte yandan, izlenen parasal sıkılaştırmanın etkisiyle kısa vadeli faizlerdeki değişim daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.9). Bu çerçevede, getiri eğrisi yılın ilk çeyreğinde uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde gerileme göstermiştir (Grafik 7.1.1). Mart ayı sonunda ve Nisan ayında uygulanan ek sıkılaştırmanın da katkısıyla uzun ve kısa vadeli faiz farkı eksiye dönmüş, getiri eğrisi aşağı yönlü bir eğim sergilemiştir. Bu gelişmeler, Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından sonraki dönemde parasal duruşun sıkı olmaya devam ettiğine işaret etmektedir.



## Enflasyon

2012 yılının ilk çeyreğinde enflasyonu etkileyen ana unsurlar Ocak Enflasyon Raporu öngörülleri ile büyük ölçüde uyumlu bir seyir izlemiştir. Yıllık tüketici enflasyonu yüzde 10,43 oranında gerçekleşerek Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmine oldukça yakın bir seviyeye ulaşmıştır (Grafik 1.2.1). Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yavaşlama eğilimine girerken, hizmet fiyatları ılımlı seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde öngörülenden hızlı artış kaydeden enerji fiyatlarının tüketici fiyatlarını artırıcı etkisi, son yıllara kıyasla olumlu seyreden işlenmemiş gıda fiyatları ile sınırlanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda grubu fiyat gelişmelerinin Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha olumlu gerçekleşmesiyle, gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı gerilemiştir. Ancak gıda fiyatlarının yılsonu artış oranına dair varsayımımız, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler göz önüne alınarak değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.1).

**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

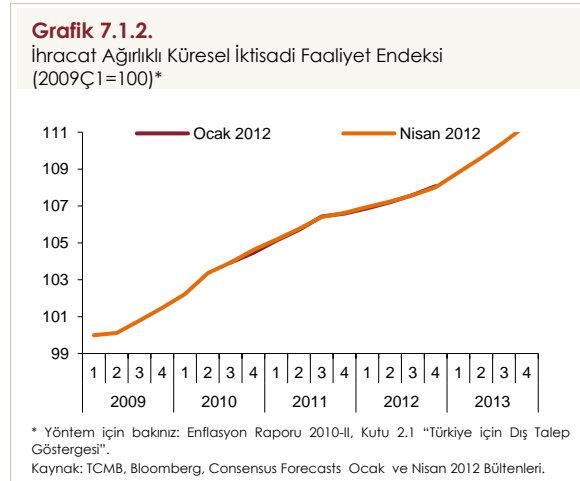
		Ocak 2012	Nisan 2012
Çıktı Açığı	2011 Ç4	-0,25	-0,35
	2012 Ç1	-0,59	-1,20
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2012-2014	7,5	7,5
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-0,3	-0,7
	2013	-0,7	-0,7
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	2012	110	120
	2013	105	115
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,39	1,38
	2013	-	2,44

## Talep Koşulları

2011 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde yurtiçi talep yatay bir seyir izlerken, net dış talep büyümenin temel sürükleyicisi olmuştur. Bu gelişmeler iç ve dış talep dengelenmesinin güçlenerek sürdüğünü göstermiştir (Kutu 7.1).

2012 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepte yavaşlamaya işaret etmektedir. Gerek özel tüketime, gerek yatırım talebine ilişkin göstergeler bu görünümü desteklemektedir. Ayrıca, 2012 yılının ilk aylarına dair sanayi üretimi verileri yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden bir miktar daha zayıf seyrettiğini göstermiştir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri 2012 yılı ilk çeyreği için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

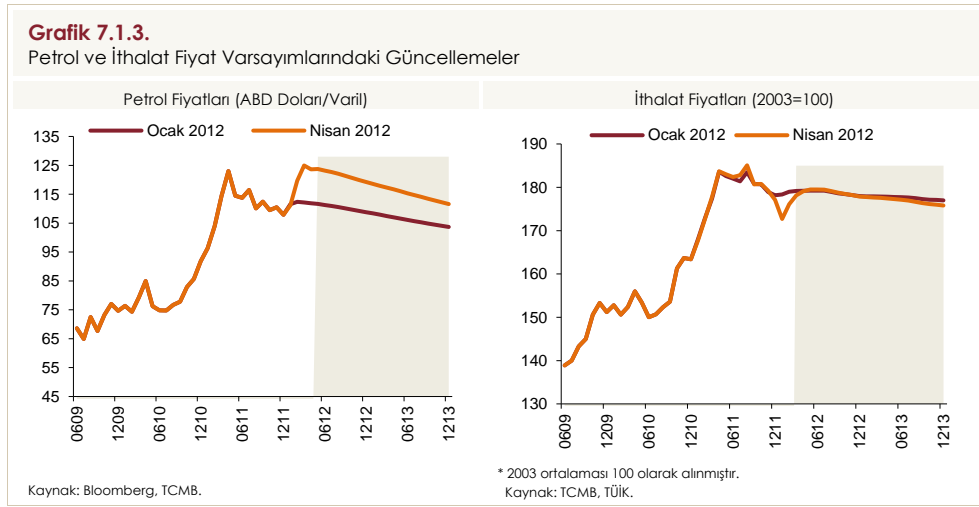
Dış talebe ilişkin ilk çeyrek verileri ihracatın 2011 yılı ikinci yarısından itibaren gösterdiği toparlanmanın bu dönemde de devam ettiğine işaret etmektedir. İhracat ağırlıklı küresel üretim endeksinde bir önceki rapora göre kayda değer bir değişiklik olmazken (Grafik 7.1.2), döviz kuru kanalının ihracata verdiği olumlu destek sürmektedir.



## İthalat Fiyatları

2012 yılının ilk çeyreğinde jeopolitik risklerin yarattığı belirsizliğe paralel olarak petrol fiyatları önemli ölçüde yükselmiştir. Bu doğrultuda, Ocak Enflasyon Raporu'nda 2012 yılı için 110 ABD doları olarak varsayılan yıllık ortalama petrol fiyatları 120 ABD dolarına çıkarılmıştır. 2013 yılı için ise ortalama petrol fiyatının 115 ABD doları olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.3).

Diğer taraftan, ilk çeyrekte enerji dışı ithalat fiyatlarının öngörülenden daha olumlu seyretmesi petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini kısmen telafi etmiştir (Kutu 4.3). Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2012 yılında ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının 2011 yılına göre ortalama yüzde 0,7 oranında düşeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2012 yılı için yaptığımız ithalat fiyatları varsayımı bir önceki rapora göre önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 7.1.3).



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

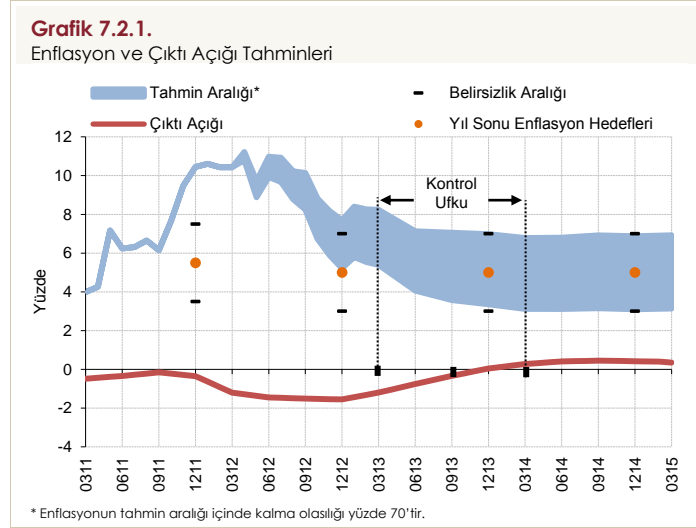
Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları esas alınmıştır. 5 Nisan itibarıyla kamuoyuna duyurulan "yeni teşvik sistemi" kapsamında yapılması öngörülen vergi indirimleri ve diğer devlet yardımları şeklindeki uygulamaların ise mali bütçe dengesini bozmayacağı varsayılmıştır.

2011 yılının son çeyreğinde tütün ürünlerinden alınan vergilere ilişkin yapılan düzenlemeler çerçevesinde, tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit tutulacağı, 2013 yılının ilk ayında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

### 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Tahminler üretilirken, önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık yapılacağı ve buna bağlı olarak kredilerin yıllık büyüme oranının yüzde

14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,7 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

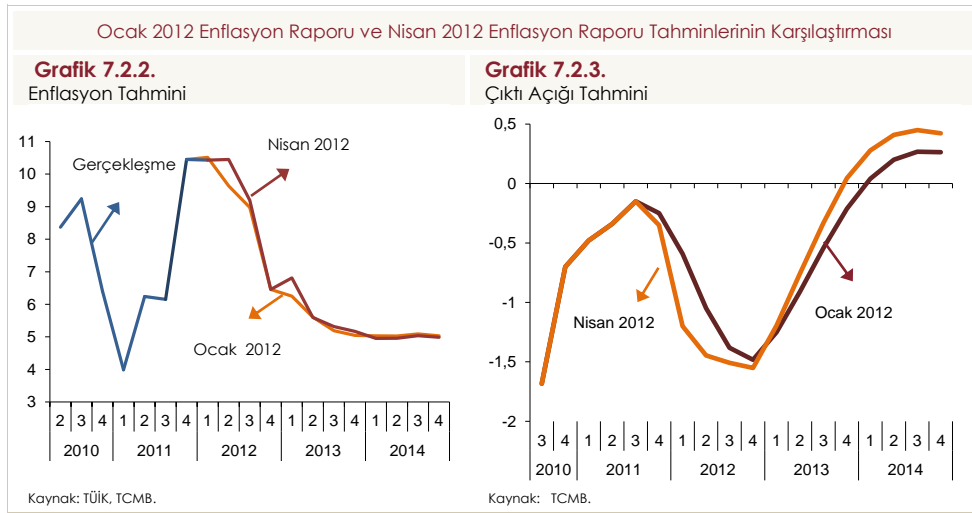


Güncellenen tahminler, yılın son çeyreğinde enflasyondaki düşüşün belirginleşeceğine işaret etmektedir. Enerji fiyatlarındaki artışlar nedeniyle, kısa vadede enflasyonun yüksek seviyelerde gerçekleşeceği öngörülse de, ılımlı talep koşulları nedeniyle ikincil etkilerin sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyonun hızlı bir düşüş göstererek 2012 yılsonunda yüzde 6,5 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

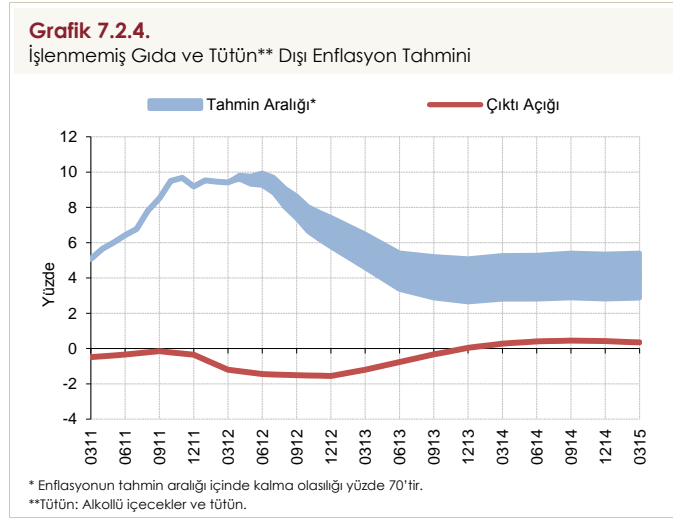
Enflasyonu etkileyen ana unsurlar yılın ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu öngörülleri ile büyük ölçüde uyumlu bir seyir izlese de, Nisan ayında enerji fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar nedeniyle kısa vadede enflasyonun Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha yüksek seviyelerde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2). 18 Nisan 2012 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında, enflasyondaki bu geçici artışların enflasyon görünümünü bozmasına izin verilmeyeceği ifade edilmiş ve önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanacağı vurgulanmıştır. Bu çerçevede, TCMB'nin verdiği güçlü politika tepkisi göz önüne alınarak 2012 yıl

sonu enflasyonunun bir önceki rapor tahminiyle aynı seviyede gerçekleşeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de sunulmaktadır. Son dönemde açıklanan veriler ışığında 2012 yılının ilk çeyreğine dair çıktı açığı tahminleri bir miktar aşağı yönde revize edilmiştir. Bunun yanı sıra, daha sıkı parasal duruşun da etkisiyle, tahminlerde 2012 yılı boyunca talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin bir önceki rapora göre arttığı bir çerçeve esas alınmıştır (Grafik 7.2.3).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2012 yıl sonu enflasyonunun yüzde 8,5 düzeyinde gerçekleşeceği, tütün ve alkollü içecekler grup fiyatlarının ise 2012 yılı boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2012 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren kademeli bir düşüş eğilimi göstererek orta vadede yüzde 5 seviyesine yakın düzeylerde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



Açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

#### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin baz senaryodaki tahminlerimizin sınırlı miktarda üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1).

**Tablo 7.2.1.**  
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklentisi Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı sonu	6,46	7,61	5,0
12 Ay Sonrası	6,14	6,96	5,0
24 Ay Sonrası	4,95	6,40	5,0

\*Nisan 2. dönem anketi.

\*\*2012-2014. dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler ve son dönemde kısa vadeli enflasyon beklentilerinde gözlenen bozulma, fiyatlama davranışları üzerinde risk

oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında gerçekleşen keskin fiyat artışları nedeniyle enflasyonun bu yılın son çeyreğine kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi beklenmektedir. Bu durum, fiyatlama davranışlarının dikkatle izlenmesini gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve iç talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltsa da, önümüzdeki dönemde temkinli bir yaklaşımla enflasyon beklentileri dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi, sermaye akımlarındaki oynaklıklara karşı para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Yılın ilk çeyreğinde Euro Bölgesi'nde kamu borcuna dair sorunlar bir miktar hafiflemiş olsa da bölge büyümesinin olumsuz seyri ve halen yüksek seyreden borçlanma maliyetleri borç sürdürülebilirliği tartışmalarını canlı tutmaktadır. Bunun yanı sıra, Euro Bölgesi bankacılık sektöründe bilanço düzeltmesinin devam etmesi finansal piyasalardaki kırılganlığı beslemekte ve risk iştahının tekrar bozulma olasılığını gündeme getirmektedir. Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde ise risk iştahında öngörülenden daha hızlı bir toparlanma ortaya çıkabilecektir. Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde küresel sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etme olasılığı mevcut esnek politika çerçevesinin gerekliliğini teyid etmektedir. Bu çerçevede TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarının görünümündeki belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde işlenmemiş gıda fiyatları aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Gerek işlenmemiş gıda fiyatlarının 2011 yılı sonunda geldiği yüksek seviyelerden sonra aşağı yönlü düzeltme ihtimalinin olması, gerekse son ayların yağış bakımından olumlu geçmesi yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarının varsayımlardan daha olumlu bir seyir izleme olasılığını artırmaktadır. İşlenmemiş



gıda fiyatlarında beklenenden daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde enflasyon hedefe baz senaryoda öngörülenden daha hızlı ulaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almakta, dolayısıyla mali disiplinin devamını öngörmektedir. 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.

Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Kutu  
7.1

## İç ve Dış Talep Ayrımında Çıktı Açığı

Cari üretimin enflasyon yaratmayan potansiyel düzeyinden farkını ifade eden çıktı açığı, birçok modern merkez bankasında olduğu gibi TCMB'de de fiyatlar üzerindeki talep yönlü baskıların boyutunu değerlendirmeye ilişkin olarak sıklıkla kullanılan göstergelerden bir tanesidir. Ancak yakın zamandaki küresel krizle birlikte fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın politika tasarımında önemli bir unsur olarak ön plana çıkması, gerek politika uygulamalarında gerekse bunlara yön veren analizlerde alışılmışın dışında bakış açıları veya yöntemlere ihtiyaç doğurmuştur. Türkiye'de özellikle kriz sonrası dönemde iç talep kaynaklı yaşanan güçlü toparlanmanın etkisiyle orta vadede makroekonomik ve finansal istikrar için bir tehdit olarak algılanan cari açığın sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin artması, para politikası tasarımında talep bileşenlerine ayrı bir önem atfedilmesini gerekli kılmıştır. Bu bağlamda enflasyon görünümü açısından ekonomide aşırı bir ısınma olup olmadığı değerlendirilirken çıktı açığının kendisiyle birlikte bileşenlerini de mercek altına alan kapsamlı bir analizin yapılması önem arz etmektedir. Bu kutuda yarı yapısal bir model çerçevesinde Bayesçi tahmin yöntemi kullanılarak Türkiye'de çıktı açığının temel bileşenleriyle birlikte tahmin edilmesine imkân veren bir çerçeve sunulmaktadır.

**Model ve Tahmin Yöntemi**

Analizde Yeni Keynesçi yapıda küçük açık bir ekonominin temel özelliklerini yansıtan bir model teorik çerçeve olarak ele alınmıştır. Modelleme ve tahmin yönteminde Öğünç ve Sarkaya (2011) çalışması yakından takip edilmiş olmakla birlikte, söz konusu çalışmadan farklı olarak iç ve dış talebe ilişkin davranışsal denklemler modele açık bir şekilde dâhil edilmiştir. Kullanılan modeli özetleyen denklemler aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\tilde{d}_t = \alpha \tilde{d}_{t-1} + (1 - \alpha) \tilde{d}_{t+1} - \beta \tilde{r}_t + \varepsilon_t^d \quad (1)$$

$$\tilde{x}_t = \rho \tilde{x}_{t-1} + \gamma \tilde{y}_t^* - \delta \tilde{q}_{t-2} + \varepsilon_t^x \quad (2)$$

$$\tilde{m}_t = \theta (\tau \tilde{d}_t + (1 - \tau) \tilde{x}_t) + \vartheta \tilde{q}_t + \varepsilon_t^m \quad (3)$$

$$\tilde{y}_t = \omega_1 \tilde{d}_t + \omega_2 \tilde{x}_t - \omega_3 \tilde{m}_t \quad (4)$$

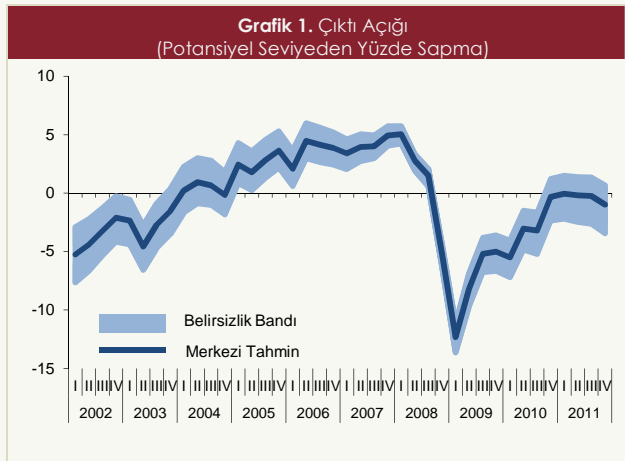
$$\pi_t = \varphi \pi_{t-1} + (1 - \varphi) \pi_{t+1} + \zeta \tilde{y}_{t-2} + \mu \tilde{s}_t + \varepsilon_t^\pi \quad (5)$$

Denklem (1) temel olarak yurt içi talebi,  $\tilde{d}_t$ , gecikmeli ve bir dönem sonrasında ilişkin beklenen değeriyle, reel faizin,  $\tilde{r}_t$ , bir fonksiyonu olarak ifade etmektedir. Denklem (2) ihracat talep açığının,  $\tilde{x}_t$ , davranışını özetlemekte ve bu değişkenin yurt dışı çıktı açığının,  $\tilde{y}_t^*$ , ve reel kurun,  $\tilde{q}_{t-2}$ , bir fonksiyonu olduğunu ima etmektedir. Denklem (3) ise ithalat talep açığının,  $\tilde{m}_t$ , yurt içi ve ihracat talep açıkları ile reel kura bağlı olduğunu göstermektedir. Denklem (4) çıktı açığı ile,  $\tilde{y}_t$ , temel bileşenleri olan yurt içi, ihracat ve ithalat talep açıkları arasındaki özdeşliği ifade etmektedir. Son olarak, denklem (5) enflasyonun davranışını Yeni Keynesçi Phillips eğrisi çerçevesinde özetlemekte, çıktı açığına ek olarak reel ithalat fiyatlarını,  $\tilde{s}_t$ , temel marjinal maliyetler olarak ortaya koymaktadır.

Model parametreleri 2002ç1-2011ç4 dönemi için Bayesçi yöntem kullanılarak tahmin edilmiştir. Tahmin sürecinde gayri safi yurt içi hasıla, ithalat, ihracat, enflasyon oranı, faiz oranı, yurt dışı çıktı açığı, reel efektif döviz kuru ve reel ithalat fiyatlarından oluşan sekiz zaman serisi kullanılmıştır.<sup>1</sup>

### Sonuçlar

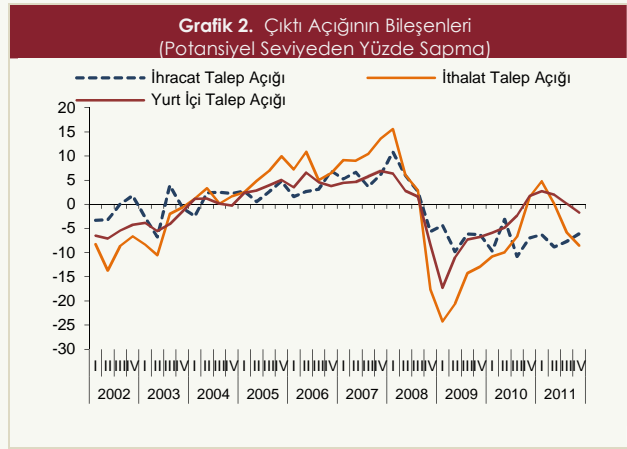
Çıktı açığına ilişkin merkezi tahmin<sup>2</sup> ve etrafında parametre dağılımlarına ilişkin tahminler kullanılarak oluşturulan belirsizlik bandı Grafik 1'de sunulmaktadır. Tahmin sonuçları, Türkiye'de küresel krizin etkisiyle üretimin 2009 yılının başında potansiyelinin oldukça altında seyrettiğini, ancak ilerleyen dönemde üretimin güçlü bir tempoda uzun dönem eğilimine doğru yöneldiğini göstermektedir. Bununla birlikte merkezi tahminler, çıktı açığının kriz dönemi ve sonrasında enflasyon yaratmayan bölgede kaldığına, başka bir deyişle ekonomi genelinde aşırı bir ısınma olmadığına işaret etmektedir.



<sup>1</sup> Reel faiz, reel kur ve reel ithalat fiyatları dışındaki değişkenler mevsimsellikten arındırılmıştır. Modele, kullanılan veri setine ve tahmin sonuçlarına ilişkin daha ayrıntılı bir tartışma Alp, Ögünç ve Sankaya (2012) çalışmasında yer almaktadır.

<sup>2</sup> Çıktı açığına ilişkin merkezi tahmin, tahmin edilen ardlı parametre dağılımlarının ortalama değerleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Çıktı açığının bileşenlerine ilişkin tahminler ise Grafik 2'de yer almaktadır. Sonuçlar, kriz sonrası toparlanmanın büyük ölçüde yurt içi talep kaynaklı olduğunu ima ederken, ihracatın ise uzun bir süre potansiyelinin altında seyrettiğini göstermektedir. İç talepteki güçlü toparlanma ile birlikte Türk lirasının reel olarak değerlendirilmesi de ithalatın potansiyelinin üzerine doğru güçlü hareketini açıklamaktadır. Ancak 2010 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla bakıldığında, çıktı açığına ilişkin üst sınır tahminler bile ekonomide aşırı ısınma ima etmezken, her bir bileşenin uzun dönem eğiliminin altında seyrettiği ve yurt içi taleple ihracat arasında belirgin bir ayrışmanın olmadığı görülmektedir.



2010 yılı üçüncü çeyrek sonrası dönemde ise bu görünümün önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. Söz konusu döneme ilişkin tahmin sonuçları, üretimin potansiyeline yakın seyrettiğine işaret ederken, yurt içi talebin güçlü seyrini sürdürerek potansiyelinin üzerine çıktığını, ihracatın ise küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler ve zayıf dış talep görünümüne bağlı olarak potansiyelinin altında seyrettiğini göstermektedir. Başka bir deyişle, söz konusu dönemde Türkiye ekonomisi aşırı bir ısınma belirtisi göstermezken, iç ve dış talebin ciddi boyutta ayrıştığı bir büyüme yapısıyla karşı karşıya kalmıştır. Talep kompozisyonundaki ayrışmaya dair bu gözlem ve tahmin sonuçları, tarihsel olarak hızlı büyüme dönemlerine eşlik eden yüksek cari açığın, her zaman ekonomide aşırı ısınmaya işaret etmeyebileceğini göstermektedir.

Sonuç olarak bulgular 2010 yılının son çeyreğinden beri uygulanmakta olan para politikasının arkasında yatan iktisadi görünümle tutarlıdır. Bu dönemde para politikası, büyüme kompozisyonundaki bozulmanın finansal istikrarı tehdit edebileceğinden hareketle birden fazla aracı etkin bir şekilde kullanarak ekonomiyi dengeli bir büyüme patikasına getirmeye çalışmıştır. Nitekim uygulanan politikaların da katkısıyla, iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın azaldığı, ekonominin 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren daha dengeli bir büyüme patikasına girdiği görülmektedir.

### **Kaynakça**

Öğünç, F. ve Ç. Sarıkaya (2011). "Görünmez Ama Hissedilmez Değil: Türkiye'de Çıktı Açığı", Central Bank Review Vol. 11 (July 2011), 15-28.

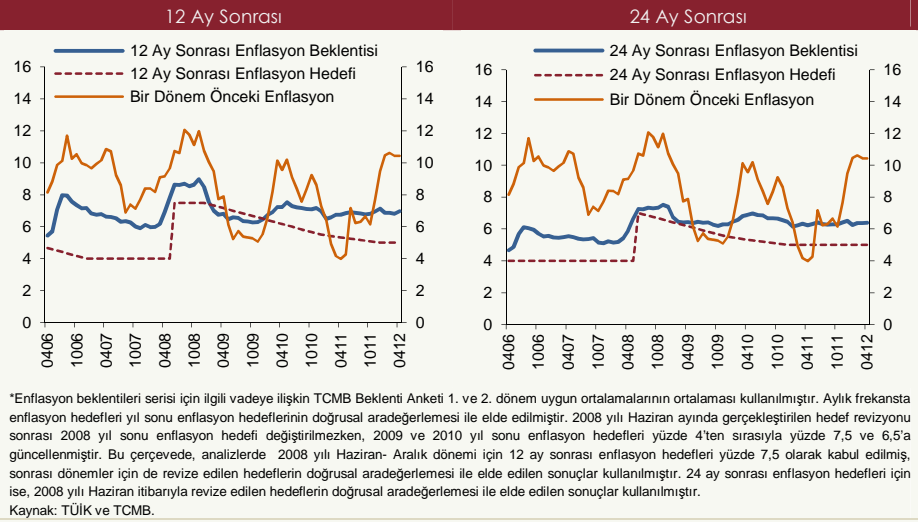
Alp, H. Öğünç, F. ve Ç. Sarıkaya (2012). "Para Politikası ve Çıktı Açığının Kompozisyonu", Ekonomi Notları No. 12/07.

2011 yılının son çeyreğinde enflasyonda hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Bu yükselişte ithalat fiyatlarında ve döviz kurunda gözlenen birikimli hareketlerin yanı sıra tütün ürünleri vergi düzenlemeleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar etkili olmuştur. Bu gelişmeler büyük ölçüde geçici olmasına rağmen, TCMB, orta vadeli beklentilerin geçmiş enflasyondan etkilenmesini ve enflasyon görünümünün bozulmasını engellemek amacıyla temkinli bir duruş benimsemiştir. Bu çerçevede TCMB, aktif bir iletişim politikası izleyerek enflasyondaki yükselişin nedenlerini sunum, rapor ve çalışmalarla ayrıntılı bir şekilde kamuoyuna açıklamıştır. Ayrıca TCMB, enflasyonun kısa vadede izleyeceği seyri yakından takip ederek oluşabilecek sert hareketlere karşı kamuoyunu bilgilendirmiştir. Daha da önemlisi, bu dönemde fiyat istikrarına yapılan vurgu ön plana çıkarılarak 2011 yılı Ekim ayından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. Bu Kutu, TCMB'nin anılan dönemde izlediği stratejinin enflasyon beklentilerini kontrol etmekte ne ölçüde etkili olduğu sorusuna yanıt aramaktadır.

#### **Beklenti Oluşumunda Geçmiş Enflasyonun Rolü**

Enflasyondaki geçici yükselişlerin fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açmaması için beklentilerin kontrol altında tutulması büyük önem taşımaktadır. Türkiye'de iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken geçmiş enflasyona önemli bir ağırlık verdiği ve bu ağırlığın zaman içinde değiştiği Başkaya, Kara ve Mutluer (2008) çalışmasında bulgulanmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde enflasyondaki hızlı yükseliş döneminde enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığının artıp artmadığının anlaşılması, hem iletişim politikasının etkinliğine hem de fiyatlama davranışlarındaki olası değişimlere dair önemli bilgiler sunacaktır.

2011 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda gözlenen hızlı artışa rağmen, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin oldukça istikrarlı seyrettiği göze çarpmaktadır (Grafik 1). Bu dönemde beklentilerin izlediği seyir geçmiş yıllardaki hızlı enflasyon yükselişleri yaşanan dönemler ile kıyaslandığında beklenti oluşumunda önemli bir davranış farkına işaret etmektedir. 2006 ve 2008 yıllarında enflasyondaki hızlı yükselişin sonrasında enflasyon beklentilerinde belirgin bir bozulma gözlenirken 2011 yılının sonlarındaki yükselişin ardından özellikle orta vadeli beklentiler oldukça istikrarlı bir seyir izlemiştir. Enflasyonun üç ay içinde 4,3 puan arttığı bir dönemde beklentilerin bozulmaması beklentilerin geçmiş enflasyona duyarlılığının azalıp azalmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Geçmiş enflasyona duyarlılığın azaldığı yönündeki bir bulgu, TCMB'nin iletişim ve para politikalarının etkili olduğu görüşünü destekleyecektir.

**Grafik 1. Enflasyon Gerçekleşmeleri, Enflasyon Beklentileri, Hedefler ve Tahminler\***

### Ampirik Bulgular

Bu bölüm Başkaya, Gülşen ve Kara (2012) çalışmasının bulgularına dayanmaktadır. Çalışmada daha önce Başkaya, Kara ve Mutluer (2008) makalesinde yer alan bulgular güncellenerek son dönemdeki enflasyon gerçekleşmelerinin beklenti oluşum davranışı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Söz konusu modelde enflasyon beklentileri üzerinde enflasyon hedefleri, enflasyon gerçekleşmeleri ve çeşitli kontrol değişkenlerinin (kur değişimi, risk primi, sanayi üretim endeksi ve petrol fiyatları değişimi) belirleyiciliği ölçülmeye çalışılmaktadır.

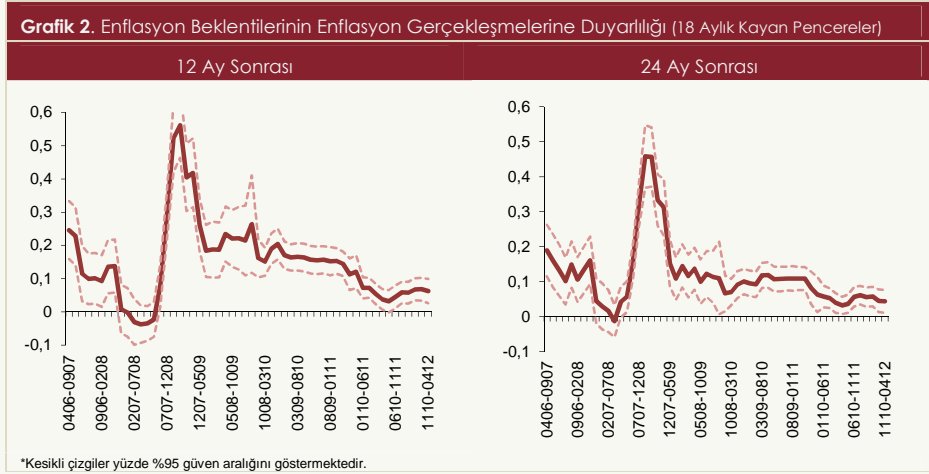
$$\pi_{it,t+k}^b = \beta_0 + \mu_i + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_{t,t+k}^h + \gamma X_t + \varepsilon_{it} \quad k = 12, 24.$$

Bu modelde bağımlı değişken  $\pi_{it,t+k}^b$   $t$  döneminde TCMB Beklenti Anketi'ne yanıt veren "i" katılımcısının "k" ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerini,  $\pi_{t-1}$  anketin cevaplandığı dönemden bir önceki ayın yıllık enflasyon oranını,  $\pi_{t,t+k}^h$  ise "k" ay sonrasına dair TCMB'nin enflasyon hedefini göstermektedir.<sup>3</sup>

$\beta_1$  parametresinin değeri beklenti oluşumunda geçmiş enflasyona verilen ağırlığı temsil etmektedir. Bu parametrenin zaman içindeki seyrinin izlenmesi, enflasyon gerçekleşmelerinin beklentiler üzerindeki belirleyiciliğinin nasıl değiştiğine dair önemli bilgi içerebilmektedir. Bu doğrultuda, yukarıda sunulan model, 18 aylık dönemleri kapsayacak şekilde kayan pencereler kullanılarak tahmin edilmiştir (Grafik 2).

<sup>3</sup> Burada, enflasyon hedefleri, yılsonu için ilan edildiğinden, aylık frekansta hedef değişkenleri yıl sonu enflasyon hedeflerinin doğrusal ara değerlemesi ile elde edilmiştir.

Sonuçlar, 2011 yılında hem 12 ay sonrası hem de 24 ay sonrası enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılığında kayda değer bir azalma olduğunu göstermektedir (Grafik 2). 2011 yılının son çeyreğinde katsayıda sınırlı bir artış gözlenirse de geçmiş dönemlerle kıyaslandığında duyarlılığın düşük olduğu görülmektedir.



## Sonuç

Özetle, yapılan analizler 2011 yılında enflasyonda keskin bir yükseliş gözlemlenmesine rağmen, bu dönemde beklentilerin enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığının geçmiş yıllara kıyasla daha düşük olduğunu göstermektedir. Bu sonuç TCMB'nin, enflasyonda gözlenen artışların geçici olduğuna dair kamuoyunu büyük ölçüde ikna edebildiğini ve orta vadeli enflasyon görünümü odaklı sürdürdüğü iletişim politikasının etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, gerek 12 ay gerekse 24 ay sonrası enflasyon beklentilerinin seviye olarak enflasyon hedeflerinin üzerinde seyretmesi, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik alınması gereken önemli bir mesafe olduğuna işaret etmektedir.

## Kaynakça

Başkaya, Y. S., Gülşen E. ve Kara H., 2012, "İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.

Başkaya, Y. S., Kara, H., ve Mutluer-Kurul, D., 2008, "Inflation Expectations and Monetary Policy in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No:2008/01.