

1. Genel Değerlendirme

Salgının iç ve dış talep üzerindeki etkilerine bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde sert bir şekilde daralan iktisadi faaliyet, normalleşme süreci ve güçlü kredi ivmesinin desteğiyle üçüncü çeyrekte V-tipi belirgin bir toparlanma kaydetmiştir. Salgının ilk aşamalarında üretim potansiyelinin korunması önceliklendirilerek reel sektör ile finansal sektör arasındaki etkileşimin sağlıklı bir şekilde devamını sağlayacak adımlar atılmıştır. TCMB tarafından alınan parasal tedbirlere ek olarak, politika yapıcı diğer kurumlar tarafından da piyasa oynaklığını sınırlayıcı ve ekonomiyi destekleyici önlemler alınmıştır.¹ Kamu bankaları öncülüğünde ivme kazanan kredi arzı, reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamına ve ekonomideki toparlanma sürecine önemli katkı sağlamıştır. Ertelenmiş yurt içi talepte gözlenen hızlı artışın yanında ihracatın öngörülenden daha güçlü bir seyir izlemesiyle yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet salgın öncesi düzeyini aşmıştır. Yüksek frekanslı veriler ekonomideki toparlanmanın son çeyrekte devam ettiğine işaret etmekte, böylelikle 2020 yılında pozitif büyüme ihtimalinin oldukça güçlendiği değerlendirilmektedir.

Güçlü kredi ivmesiyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanmanın dış denge ve enflasyon görünümü üzerinde belirgin yansımaları görülmektedir. Hızlı kredi genişlemesi ekonomideki toparlanma sürecine önemli katkı sağlarken, talep koşullarının dezenflasyonist etkisini sınırlamış ve Türk lirasındaki değer kaybıyla birlikte enflasyonun öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemesinde etkili olmuştur. Buna ilaveten, normalleşmenin kademeli gerçekleşmesi nedeniyle kapasite kısıtlamalarının birim maliyetler üzerindeki etkileri azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Enflasyon eğiliminin yıl sonu ve orta vadeli hedeflerin üzerinde seyretmesi neticesinde enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü güncellemeler son dönemde belirginleşmiştir. Bu görünüm, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümüne yönelik risk oluşturmaktadır.

Mal ihracatında rekabet gücünün desteğiyle geçmiş öngörülerden daha güçlü seyreden toparlanmaya karşın hizmet gelirlerindeki düşüş ve ithalattaki artışla birlikte cari işlemler açığı artmıştır. Küresel talepteki daralma ve seyahat kısıtlamaları nedeniyle ihracat ve turizm gelirlerinde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. İhracat, Mart ve Nisan aylarındaki sert düşüşlerin ardından Mayıs ayında toparlanmaya başlamış ve Eylül ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak salgın öncesi düzeyine ulaşmıştır. Ertelenmiş talebe ve salgın tedbirleri kapsamında uygulanan likidite ve kredi politikalarına bağlı olarak, Mayıs ayından itibaren ithalat talebi canlanmıştır. Buna ilaveten, küresel belirsizliklerin yüksek seyretmesi ve yurt içinde dolarizasyon eğiliminin güçlenmesiyle altın talebi belirgin şekilde artmış ve dış dengedeki bozulmanın önemli bir bileşeni olmuştur. Altın hariç tutulduğunda, ihracatın ithalatı karşılama oranının tarihsel yüksek düzeylerde seyretmesi, reel kur düzeyinin dış dengedeki uyarlamayı desteklediğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda, salgın dönemine özgü kredi politikalarının normalleşmesiyle birlikte reel kurun dengeleyici etkilerinin belirginleşmesi ve güçlü kredi ivmesine bağlı ilave ithalat talebinin zayıflaması beklenmektedir. Böylelikle, mal ihracatındaki güçlü toparlanma, emtia fiyatlarının görece düşük seviyeleri ve reel kur düzeyi önümüzdeki dönemde cari işlemler dengesini desteklemeye devam edecektir.

Küresel ölçekte salgının seyrine ve ekonomi politikalarının etkilerine ilişkin belirsizlikler yüksek seyretmekle birlikte, ekonomideki toparlanmanın istikrarlı bir şekilde devam etmesi için salgın dönemine özgü politika bileşiminde normalleşme ihtiyacı oluşmuştur. Salgının olumsuz etkilerini sınırlamaya ve üretken kapasiteyi korumaya yönelik parasal ve mali tedbirler ekonomideki toparlanma sürecine önemli katkıda bulunmuştur. Bununla birlikte, ekonominin sağlıklı bir büyüme patikasına yönlendirilebilmesi için enflasyonun yeniden düşüş eğilimine girmesi, ülke risk primi ile birlikte uzun vadeli faizlerin gerilemesi büyük önem arz etmektedir. Bu doğrultuda TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak, dezenflasyon sürecini yeniden tesis etmek ve fiyat istikrarını desteklemek amacıyla, Ağustos ayından itibaren attığı sıkılaştırma adımlarını kademeli olarak güçlendirmiştir.

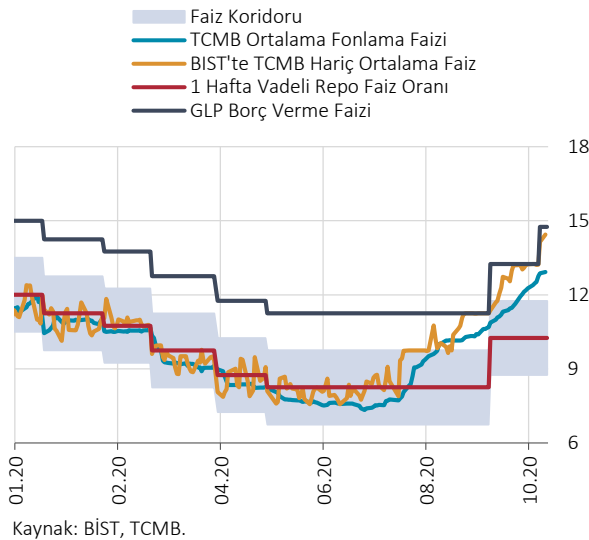
¹ Gelişmekte olan ülkelerde para politikası uygulamasında karşılaşılan zorluklar ve bu kapsamda küresel risk iştahı ve sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara karşı çoklu araç kullanımını öneren bir politika çerçevesinin ele alındığı tartışmalar Kutu 1.1 ve Kutu 1.2'de yer almaktadır.

Para ve likidite politikalarında devam eden sıkılaştırma önümüzdeki dönemde dış denge ve enflasyon görünümünü olumlu etkileyecektir. Ağırlıklı ortalama fonlama faizindeki yükseliş ve kamu bankalarının destekleyici duruşundaki dengelenme kredi faizlerine güçlü bir şekilde yansımış ve finansal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma sağlanmıştır. Tüketici kredisi faizlerindeki artış daha belirgin olurken, son dönemde ticari ve bireysel kredilerdeki normalleşme eğilimi belirginleşmiştir. Sıkılaştırma adımları neticesinde ithalatta öngörülen dengelenmenin de başladığı görülmektedir. Geline nokta, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve dezenflasyon sürecinin en kısa sürede yeniden tesis edilmesi, büyümenin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde devam edebilmesi için kritik önem arz etmektedir. Bu doğrultuda, Ekim ayında likidite yönetiminde sıkılaştırma yönünde esneklik arttırılmış ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı parasal duruşun sürdürüleceği bir çerçeve oluşturulmuştur. Salgın dönemine özgü politikalarındaki normalleşme, kredilerdeki yavaşlama ve para politikasındaki sıkı duruşla birlikte enflasyon ve cari dengede öngörülen iyileşme makrofinansal istikrarı destekleyecektir.

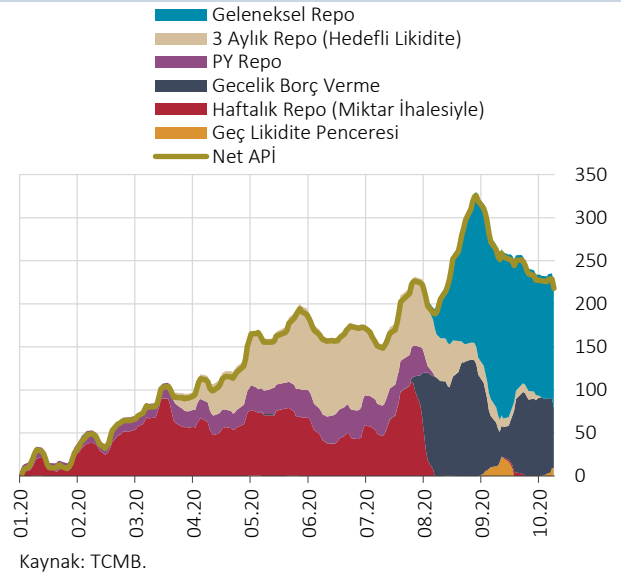
1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, Ağustos ayında likidite yönetimi kapsamında sıkılaştırıcı adımlar atmaya başlamıştır. TCMB, iktisadi faaliyetteki toparlanma ve bu toparlanmanın makroekonomik dengelere yansımalarını da gözeterek, salgın dönemine özgü destekleyici politika adımlarının kademeli olarak geri alınmasına yönelik uygun bir zemin oluştuğunu değerlendirmiş ve likidite yönetimi kapsamında sıkılaştırıcı adımlar atmıştır. Bu doğrultuda, hedefli ilave likidite imkânları kademeli olarak azaltılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte, 7 Ağustos 2020 tarihinden itibaren haftalık repo ihalelerine ara verilmiş; piyasa yapıcı bankalara tanınan likidite imkân limitleri önce yarıya indirilmiş, sonrasında ise sıfırlanmış; TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitleri gecelik vadede yapılan işlemler için yarıya düşürülmüştür.² Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde 13 Ağustos 2020 tarihinden itibaren geleneksel repo ihalelerine başlanmıştır. Söz konusu adımlar neticesinde, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükselerek TCMB gecelik borç verme faiz oranının üzerinde oluşmaya başlamıştır (Grafik 1.1.1).

Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Grafik 1.1.2: TCMB Açık Piyasa İşlemleri (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



² Mevcut Rapor döneminde para politikası uygulamaları çerçevesinde alınan kararlar Tablo 1.1'de özetlenmiştir.

Ağustos ayında, parasal sıkılaştırma adımlarıyla uyumlu olacak şekilde reel kredi büyümesi koşullarını sağlayan bankalar için Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır. Zorunlu karşılıklara yönelik bu kararlar sistemin fonlama ihtiyacının yükselmesinde etkili olmuştur. Fonlama ihtiyacının önemli bir kısmı TCMB ve BİST bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmıştır. Bununla birlikte, Ağustos ayından itibaren açık piyasa işlemleri (API) aracılığıyla sağlanan fonlamanın kompozisyonunda salgın sonrası devreye alınan imkânların kademeli olarak azaltılmasıyla belirgin değişiklikler gözlenmiştir. Bu dönemde haftalık ve üç aylık repo ihalelerinin payı azalırken gecelik ile geleneksel ihale fonlama tutarlarında artış olmuştur (Grafik 1.1.2).

TCMB, salgına yönelik olarak Mart-Mayıs döneminde yaptığı faiz indirimlerinin ardından, enflasyon görünümünü dikkate alarak Haziran ve Temmuz aylarında politika faizini sabit tutmuştur. Mayıs ayına kadar olan dönemde, uluslararası emtia fiyatları enflasyon görünümünü olumlu etkilemiş, Mayıs ayından itibaren ise salgına bağlı birim maliyet artışlarının yansımalarıyla çekirdek enflasyon göstergelerinin eğilimlerinde artış gözlenmiştir. Ancak, salgına bağlı tedbirlerle kısa vadede etkili olan arz yönlü unsurların kademeli olarak ortadan kalkacağı ve yılın ikinci yarısında dezenflasyonist etkilerin daha belirgin hale geleceğini değerlendiren TCMB, Haziran ve Temmuz aylarında politika faizini sabit tutmuştur.

Ağustos ayında, salgının ilerleyişine bağlı olarak iç ve dış talep koşullarının seyrine dair belirsizliklerin önemini koruması nedeniyle politika faizinin sabit tutulmasına ve likidite tedbirlerinin sürdürülmesine karar verilmiştir. Söz konusu dönemde, salgına bağlı birim maliyet artışlarına ilave olarak döviz kuru ve kredilerde yaşanan gelişmelerin talep yönlü dezenflasyonist etkileri sınırladığı ve çekirdek enflasyon göstergelerinde Haziran ayından itibaren gözlenen yükseliş eğiliminin sürdüğü belirtilmiştir. Bu çerçevede, salgın dönemine özgü finansal düzenlemelerin kademeli olarak normalleştirilmesi ve Ağustos ayında yurt içi piyasalarda gözlenen oynaklıkları sınırlandırmak amacıyla likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımlarının makrofinansal istikrarı destekleyeceği değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, salgının ilerleyişine bağlı olarak iç ve dış talep koşullarının seyrine dair belirsizliklerin önemini koruduğu gerekçesiyle, Ağustos ayında politika faizinin sabit tutulmasına ve likidite tedbirlerinin sürdürülmesine karar verilmiştir.

TCMB Eylül ayında enflasyondaki düşüş sürecini yeniden tesis etmek ve fiyat istikrarını desteklemek amacıyla politika faizinin 200 baz puan artırılmasına karar vermiştir. TCMB'nin Eylül öncesindeki öngörülerini, enflasyon üzerinde etkili olan salgına bağlı arz yönlü unsurların, normalleşme sürecinde kademeli olarak ortadan kalkacağı ve talep yönlü dezenflasyonist etkilerin daha belirgin hale geleceği yönündeydi. Ancak, normalleşmenin kademeli gerçekleşmesi nedeniyle salgına bağlı arz yönlü enflasyonist etkiler sürmüş, ayrıca güçlü kredi ivmesiyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanma ve finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde enflasyon öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemiştir. Enflasyon beklentilerindeki yükselişin sürmesi, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümüne yönelik risk oluşturmaktadır. Enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve enflasyon görünümüne yönelik risklerin sınırlandırılması amacıyla Ağustos ayından itibaren atılan sıkılaştırma adımlarının güçlendirilmesi gerektiği değerlendirilmiştir.

Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımlarına Eylül ayında da devam edilmiştir. Eylül ayı PPK kararının hemen ardından TCMB, bir hafta vadeli repo ihalesi düzenlemiş, ancak piyasalarda oluşan fiyat hareketleri nedeniyle haftalık repo ihalelerine tekrar ara vererek fonlama ihtiyacını gecelik vadede sağlamaya başlamıştır. Takip eden dönemde finansal piyasa gelişmeleri likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımlarının güçlendirilmesini gerektirmiş ve 2 Ekim 2020 tarihinden itibaren geleneksel yöntemli repo ihaleleri tekrar düzenlenmeye başlanmıştır. Açık piyasa fonlamasına ilişkin sıkılaştırıcı adımlar ile uyumlu olacak şekilde TCMB, döviz karşılığı TL swap işlemlerinde kullanılan faiz oranını da yükseltmiştir. Söz konusu sıkılaştırıcı adımlar neticesinde, BİST gecelik repo faizleri TCMB gecelik borç verme faiz oranı ile geç likidite penceresi (GLP) faizi arasında oluşmaya başlamıştır (Grafik 1.1.1).

Salgın dönemine özgü politikalarındaki normalleşmeye diğer kurumlar da koordineli şekilde eşlik etmiştir.

Salgının olumsuz etkilerinin sınırlandırılması amacıyla alınan tedbirlerin kademeli olarak geri alınması kapsamında, BDDK'nın türev işlemlerinde ve Aktif Rasyosu hesaplamasında getirdiği esneklikler ile kambiyo işlemlerindeki verginin düşürülmesi normalleşme sürecinin diğer önemli unsurları olmuştur. TCMB, normalleşme adımlarıyla uyumlu olarak 12 Ekim 2020 tarihindeki zorunlu karşılık kararları ile bankacılık sisteminin aracılık maliyetlerinin azaltılmasına katkı sağlayarak parasal aktarım mekanizmasını ve finansal istikrarı desteklemeyi amaçlamıştır (Tablo 1.1).

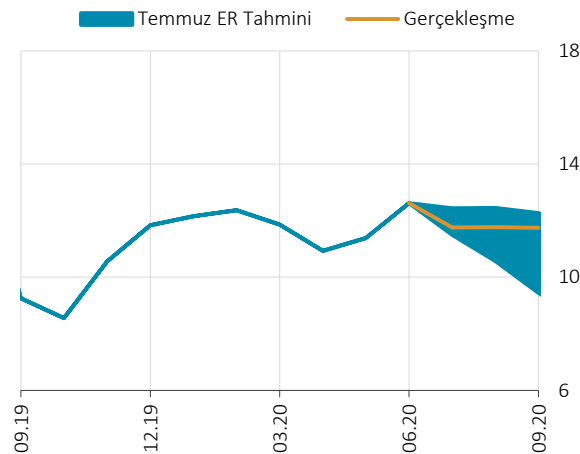
Finansal koşullarda belirgin bir sıkılaşma sağlanmış, kredi büyümesi yavaşlamıştır. Fonlama kompozisyonundaki değişikliklerle birlikte, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükselerek TCMB gecelik borç verme faiz oranının üzerinde oluşmaya başlamıştır. Buna paralel olarak mevduat faizlerinde de artış kaydedilmiştir. Böylelikle, kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık düzenlemeleri ve 2020 yılının ikinci çeyreğinde salgın hastalığın etkileriyle mücadele kapsamında alınan likidite önlemlerinin fonlama koşullarını destekleyici etkisi sınırlanmıştır. Parasal sıkılaşma ve kamu bankalarının destekleyici duruşundaki dengelenme kredi faizlerine hızlı ve güçlü bir şekilde yansımıştır. Kredi faizlerindeki artış, yeni kredi talebini sınırlamış ve önce ticari krediler, sonrasında ise bireysel kredi kullanımı belirgin şekilde yavaşlamıştır.

TCMB, Ekim ayında politika faizini sabit tutmakla birlikte, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para ve likidite politikalarındaki sıkı duruşun sürdürülmesine karar vermiştir. Para politikası operasyonel çerçevesinde değişikliğe gidilerek, likidite yönetiminde sıkılaşma yönünde esneklik artırılmış ve GLP işlemlerinde uygulanacak Merkez Bankası borç verme faiz oranı ile gecelik borç verme faiz oranı arasındaki fark 300 baz puan olarak belirlenmiştir. Böylelikle, küresel belirsizliklerin yüksek seyrettiği bir konjonktürde, risk iştahındaki dalgalanmalara bağlı piyasa oynaklıklarına karşı hızlı tepki verilebilmesini sağlayacak esnek bir çerçeve oluşturulmuştur. Bununla birlikte, mevcut koşullar altında, dezenflasyon sürecini en kısa sürede yeniden başlatabilmek amacıyla, sıkı parasal duruşun sürdürüleceği bir çerçeveye geçilmiştir.

1.2 Orta Vadeli Tahminler

Yıllık tüketici enflasyonu üçüncü çeyrekte yüzde 11,75 ile Temmuz Enflasyon Raporunda sunulan tahmin bandı üst sınırına yakın seyretmiştir. Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksi de benzer bir hareket sergilemiştir (Grafik 1.2.1 ve Grafik 1.2.2). Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan çerçeveye kıyaslandığında, güçlü kredi ivmesine bağlı olarak toplam talep koşullarının öngörülenden güçlü seyri ve döviz kuru gelişmeleri enflasyon eğilimindeki yükselişte etkili olan unsurlar olarak öne çıkmıştır.

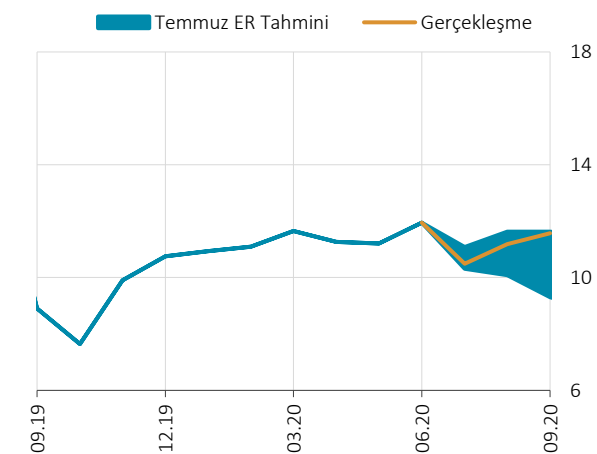
Grafik 1.2.1: Tüketici Enflasyonu için Temmuz 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.2.2 İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon (B Endeksi) için Temmuz 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)

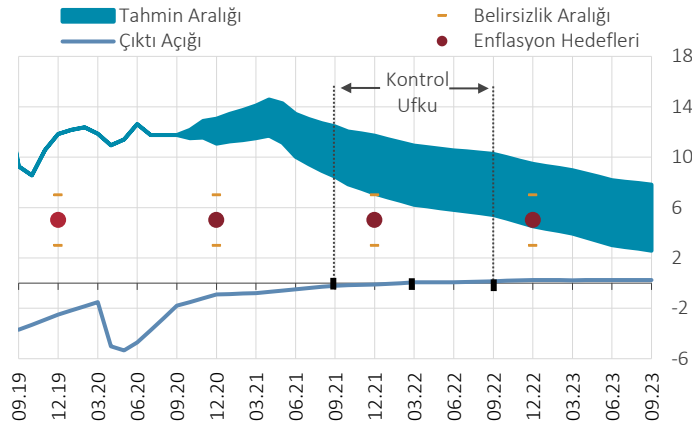


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları, toplam talep koşulları ve gıda fiyatlarına ilişkin görünüm çerçevesinde enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Mevcut para politikası duruşu ve güçlü politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2020 yılı sonunda yüzde 12,1 olarak gerçekleşeceği, 2021 yıl sonunda yüzde 9,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2020 yılı sonunda yüzde 11,1 ile yüzde 13,1 aralığında (orta noktası yüzde 12,1), 2021 yılı sonunda ise yüzde 7,1 ile yüzde 11,7 aralığında (orta noktası yüzde 9,4) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.2.3).

Grafik 1.2.3: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Tahminler, salgında büyük bir hareketlilik kısıtlaması gerektirecek ikinci bir dalga olmayacağı ve küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı bir görünüm çerçevesinde üretilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genişleyici parasal ve mali duruşlarını sürdürmesiyle düşük faiz ortamının uzun bir süre devam edeceği öngörülmektedir. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürülmesinin ve makro politika bileşiminin enflasyon odağıyla eşgüdüm içerisinde belirlenmesinin ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlayacağı bir görünüm esas alınmıştır.

İktisadi faaliyette yılın ikinci yarısında kaydedilen hızlı toparlanmanın ardından, takip eden dönemde daha ılımlı ve dengeli bir büyüme eğilimi öngörülmektedir. Son dönemde para politikası ve likidite yönetimi kapsamında atılan adımlarla finansal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma sağlanmasına rağmen kredi genişlemesinin gecikmeli etkilerinin devam etmesi, kamu kesiminin harcama kanalıyla destekleyici duruşunu güçlendirmesi ve ihracattaki güçlü seyrin sürmesiyle birlikte 2020 yılı büyüme görünümü önemli ölçüde iyileşmiştir. Krediler ve parasal büyüklüklerdeki hızlı genişlemenin dış denge ve enflasyon görünümü üzerindeki etkilerinin, politikalardaki normalleşme adımlarıyla kademeli olarak azalacağı tahmin edilmektedir. Makroekonomik politikalar arasında eşgüdümün güçlendirilmesi makro dengelerdeki iyileşmeye ve dezenflasyon sürecine katkı yapması beklenmektedir. Parasal duruşun ana eğilime dair göstergeler dikkate alınarak enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve orta vadeli enflasyon hedefiyle uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir çerçeve altında enflasyonun 2021 yılının ilk çeyreğini takiben düşüş eğilimine gireceği öngörülmektedir.

1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Ana senaryoda esas alınan görünümü ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan başlıca aşağı ve yukarı yönlü makro iktisadi riskler şunlardır.³

- Salgınının seyrine ve küresel ekonomi politikalarına dair belirsizlikler
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına dair belirsizlikler
- Jeopolitik riskler ve ülke risk primindeki oynaklıklar
- Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seyri ve geçmişe endeksleme davranışına dair belirsizlikler
- Para, maliye ve finansal politikaların eşgüdümüne dair riskler
- Gıda fiyatlarına ilişkin riskler

Salgının yayılımına ve küresel ekonomideki toparlanmaya ilişkin belirsizlikler yüksek seyretmektedir. Salgının seyrine ve uygulanan ekonomi politikalarının etkilerine ilişkin belirsizlikler küresel risk iştahında ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında oynaklığa neden olmaktadır. Jeopolitik riskler ve ülke risk primindeki yüksek seyir, ekonominin şoklara hassasiyetini arttırmaktadır. Reel kur düzeyinin sağladığı rekabet avantajına karşın, başta Avrupa ekonomilerinde olmak üzere salgının yayılımına, alınabilecek önlemlere ve tüketici davranışlarına bağlı olarak mal ve hizmet ihracatı üzerinde her iki yönde riskler bulunmaktadır. Bu doğrultuda, salgının yayılması toplam talep koşulları ve emtia fiyatları kaynaklı olarak enflasyonu düşürücü yönde etki edebilecek ancak, sektörel olarak farklılık gösterecek olmakla birlikte, nakit akışı ve bilanço kanalıyla bu etkiler sınırlı kalabilecektir. Diğer yandan, uluslararası gıda fiyatları ve işlenmemiş gıda fiyatlarında son dönemde gözlenen yüksek seyir gıda enflasyonu varsayımları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Yıl sonu ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflenen düzeylerin üzerinde seyretmesi, fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Ücret ve fiyat ayarlamalarında geriye dönük endeksleme mekanizmasının güçlü oluşu, enflasyonda öngörülen düşüşü geciktirebilecektir. Buna ek olarak döviz kuru, beklentiler ve enflasyon arasındaki etkileşimin güçlenmesi durumunda kur geçişkenliğinin artması söz konusu olabilecektir. Bazı sektörlerde talep koşullarında gözlenen zayıf seyir ise kârlılık durumu imkân verdiği ölçüde maliyet geçişkenliğini sınırlayabilecektir.

Dezenflasyon sürecinin yeniden tesis edilmesi, ülke risk priminin gerilemesi, uzun vadeli faizlerin aşağı gelmesi ve ekonomideki toparlanmanın güç kazanması açısından büyük önem taşımaktadır. Küresel belirsizliklerin yanı sıra ülkeye özgü faktörlerin de etkisiyle yüksek seyreden ülke risk primi ve kur oynaklığı, finansal koşullar ve bilanço kanalıyla iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü, maliyet ve beklenti kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilmektedir. Dengelenme sürecinde para, kredi ve maliye politikaları arasında güçlü bir eşgüdümlü makro politika bileşiminin enflasyonda düşüşü sağlayacak şekilde belirlenmesi, makrofinansal riskleri sınırlayarak büyümenin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesini sağlayacaktır.

³ Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 3.2.2'de özetlenmektedir.

Tablo 1.1: Para Politikası Uygulamaları

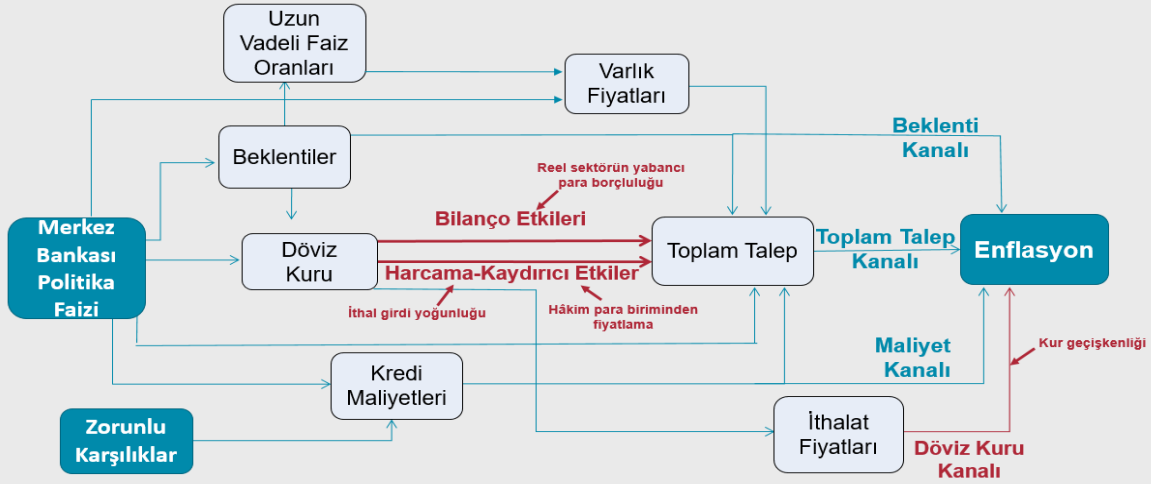
Tarih	Kurum	Politika Kararı
6 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Ağustos başı itibarıyla iktisadi faaliyetteki normalleşme süreciyle birlikte, hedefli ilave likidite imkânlarının kademeli olarak azaltılacağına duyurulması.
	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Uluslararası Kalkınma Bankalarına koşullu olarak tanınan Türk lirasına erişim sınırlamasından muaf tutulma hakkının yurt dışında yerleşik bankalara belirli işlemler için tanınması.
7 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Likidite yönetimi çerçevesinde 10 Ağustos 2020 tarihinden geçerli olmak üzere piyasa yapıcı bankalara Açık Piyasa İşlemleri çerçevesinde tanınan likidite imkân limitlerinin yarıya düşürülmesi.
10 Ağustos 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Aktif Rasyosu değeri hedefinin, mevduat bankalarında %100'den %95'e, katılım bankalarında %80'den %75'e düşürülmesi.
11 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Likidite yönetimi çerçevesinde 12 Ağustos 2020 tarihinden geçerli olmak üzere piyasa yapıcı bankalara Açık Piyasa İşlemleri çerçevesinde tanınan likidite imkân limitlerinin sıfırlanması.
13 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde, geleneksel yöntemli repo ihalelerine başlanması.
18 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitlerinin, 19 Ağustos 2020 tarihinden geçerli olmak üzere gecelik vadede yapılan işlemler için yarıya düşürülmesi.
20 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Reel kredi büyümesi koşullarını sağlayan bankalar için Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının artırılması.
24 Ağustos 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Likidite yönetimi çerçevesinde geleneksel repo ihalelerinin payının artmasıyla birlikte gerekli görülen günlerde Borsa İstanbul bünyesindeki repo pazarlarında TCMB tarafından yapılan fonlama tutarı azaltılabileceğinin duyurulması.
25 Eylül 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemlerinde kullanılan TL faizinin %9,75'ten %10,25'e yükseltilmesi.
	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları vadede TL alım ve satım yönünde gerçekleştirilecek türev işlemlerde yasal özkaynak sınırlamasının gevşetilmesi.
28 Eylül 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Aktif Rasyosu değeri hedefinin, mevduat bankalarında %95'ten %90'a, katılım bankalarında %75'ten %70'e düşürülmesi.
30 Eylül 2020	Cumhurbaşkanlığı	<ul style="list-style-type: none"> Döviz ve altın alım işlemlerinde uygulanan Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi ile Türk lirası mevduat stopaj oranlarında indirim yapılması.
9 Ekim 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemlerinde kullanılan TL faizinin %10,25'ten %11,75'e yükseltilmesi.
12 Ekim 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ödenen faiz/nema oranlarının %5'ten %7'ye yükseltilmesi.
		<ul style="list-style-type: none"> Yabancı para cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıkların mevduat/katılım fonu yükümlülükleri için tutulması gereken tutara kadar olan kısmı üzerinden uygulanan komisyon oranlarının yarıya düşürülmesi.
22 Ekim 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Para politikası operasyonel çerçevesinde değişikliğe giderek Geç Likidite Penceresi işlemlerinde uygulanacak Merkez Bankası borç verme faiz oranı ile gecelik borç verme faiz oranı arasındaki farkın 300 baz puan olarak belirlenmesi.

Kutu 1.1

Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikasının Etkinliğini Azaltan Unsurlar

Merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının piyasa faizlerini, toplam talebi, iktisadi faaliyeti ve enflasyonu hangi kanallarla ve ne ölçüde etkilediği parasal aktarım mekanizmasıyla açıklanmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde (GOÜ) aktarım mekanizmasının işleyişi gelişmiş ekonomilerdekinden farklılaşabilmektedir. Küresel finansal döngülere duyarlılık, hâkim para biriminden fiyatlama, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu ile banka ve şirket bilançolarındaki para birimi uyumsuzluğu gibi GOÜ'lere özgü unsurlar, bu ülkelerde para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini olumsuz etkileyerek politika yapıcılar için birtakım zorluklar doğurmaktadır. Söz konusu unsurların aktarım mekanizmasına etkileri Şema 1'de kırmızı renkli ifadelerle gösterilmektedir.

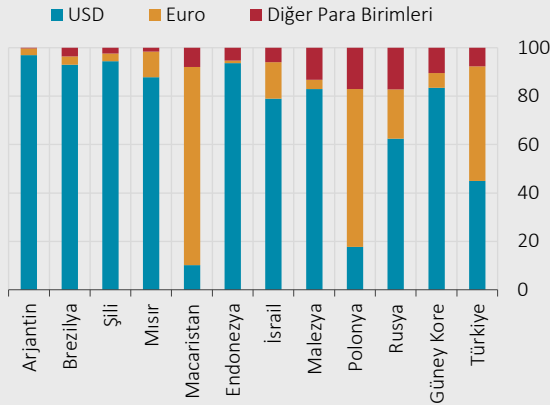
Şema 1: Parasal Aktarım Mekanizması



GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarında küresel likidite koşullarına bağlı olarak dalgalanmalar görülebilmektedir. Bu durum, kredi büyümesi, varlık fiyatları ve döviz kuru arasında olumsuz bir döngüye neden olarak fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik tehdit oluşturabilmektedir. Örneğin, sermaye girişlerinin yoğun olduğu ve dış finansman imkânlarının genişlediği dönemlerde yurt içi kredi büyümesi hızlanabilmekte; böylelikle ekonomide aşırı ısınma, reel kurda değerlenme ve dış dengede bozulmaya bağlı makrofinansal risk birikimi görülebilmektedir. Sermaye girişlerini sınırlamak üzere merkez bankası tarafından yapılacak bir faiz indirimi iç talep üzerinde ilave canlanmaya neden olarak kredi büyümesinin ve buna bağlı risklerin daha da artmasına neden olabilecektir. Diğer yandan, sermaye çıkışlarının yaşandığı ve küresel finansal koşulların sıkılaştığı bir dönemde yurt içinde sıkılaştırıcı yönde verilecek politika tepkisi iktisadi faaliyette ilave bir bozulmaya sebep olacaktır. Böyle bir durumda, yerel para birimindeki değer kaybına bağlı olarak bir taraftan enflasyon yükselirken, diğer taraftan toplam talep zayıflayabilmekte ve politika ödünleşimleri artmaktadır. Bu örnekler, sermaye hesabı açık

küçük ekonomilerde dalgalı döviz kuru rejimi olsa dahi, para politikasının serbestçe belirlenebilmesi konusunda küresel finansal çevrimlerin kısıtlayıcı olabileceğine işaret etmektedir.¹ Küresel finansal döngüler karşısında sermaye akımlarına yönelik tedbirler ve makro-ihtiyati politikalar sayesinde para politikasının yurt içindeki koşullara yönelik olarak serbestçe belirlenmesinin, mümkün olabileceği değerlendirilmektedir (Rey, 2016).

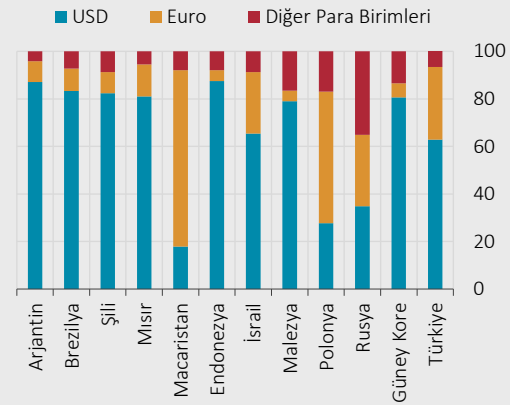
Grafik 1: İhracatta Kullanılan Para Birimleri*
(2019 Payları, %)



Kaynak: Boz ve diğerleri (2020), TÜİK.

* İhracat verileri Brezilya için 2018 yılına, diğer tüm ülkeler için 2019 yılına aittir.

Grafik 2: İthalatta Kullanılan Para Birimleri*
(2019 Payları, %)



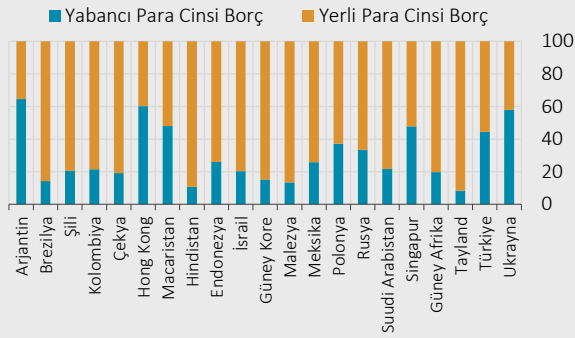
Kaynak: Boz ve diğerleri (2020), TÜİK.

* İthalat verileri Brezilya için 2018 yılına, diğer tüm ülkeler için 2019 yılına aittir.

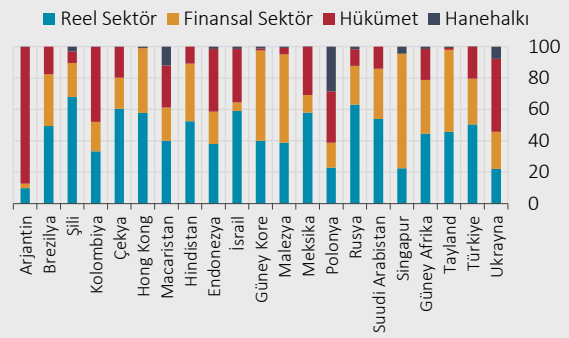
Sermaye akımlarında görülen dalgalanmaların yanı sıra, GOÜ'lere özgü bazı yapısal unsurlar da para politikasının etkinliğini azaltabilmektedir. Bunlardan ilki *hâkim para biriminden fiyatlama* olarak öne çıkmaktadır. Dış ticarete iki ülke para birimlerinden herhangi birinin yerine ABD doları veya euro gibi rezerv para birimlerinin kullanılması *hâkim para biriminden fiyatlama* olarak adlandırılmaktadır. GOÜ'lerde ithalat ve ihracat fiyatlamasının çok büyük bir kısmı ABD doları üzerinden yapılırken, AB üyesi ülkeler ile İsrail, Rusya ve Türkiye gibi AB ile yüksek ticaret hacmine sahip ülkelerde ise euro fiyatlamasının da ciddi oranlara ulaştığı görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). İki ülke para birimlerinden herhangi birine göre fiyatlamının yapıldığı bir ekonomide, ülke para biriminin değer kaybetmesi durumunda, ithalat talebi düşerken, para biriminin daha rekabetçi hale gelmesiyle ihracat artmaktadır (harcama-kaydırıcı etki). Geleneksel ticaret kanalını tarif eden bu durumda net ihracattaki artış toplam talebi destekleyerek genişletici olmaktadır. Ancak, hâkim para biriminden fiyatlamada ticarete konu olan malın ABD doları ya da euro cinsinden değerinin sabit kalması yerel para birimindeki değer kaybının oluşturacağı fiyat avantajını engellemektedir. Dolayısıyla dış ticaret dengesinde gerekli uyarılama için yerel para birimleriyle yapılan fiyatlamaya kıyasla döviz kurunda daha yüksek bir değer kaybına ihtiyaç duyulmaktadır. Hâkim para biriminden fiyatlama, değer kaybının genişletici etkilerini ve dış dengedeki uyarılmayı sınırlandırarak para politikasının etkinliğini azaltmaktadır (Şema 1).² Ayrıca hâkim para biriminden fiyatlama, ihracat imkânlarına bağlı olarak döviz kurunun yurt içi fiyatlara güçlü bir şekilde yansıtılmasına neden olabilmekte ve maliyet kaynaklı (ithal girdi kullanımı) kur geçişkenliğini de yükseltebilmektedir (Şema 1).

¹ Banka ve şirket bilançolarında para birimi uyumsuzluğu olduğunda küresel finansal koşullar sıkıyken yapılacak bir parasal gevşeme, yerel para biriminde ilave değer kaybına yol açarak, bankaların ve şirketlerin öz sermayelerini azaltmak ve kaldıraç kısıtlarını daha sıkı hale getirmek suretiyle, faaliyeti daraltıcı yönde etkileyebilmektedir. Bu durum GOÜ'lerde politika faizinde "genişletici alt sınır" olduğu şeklinde değerlendirilmektedir (Cavallino ve Sandri, 2019).

² İthal girdi kullanımının yüksek olması da yerel para birimindeki değer kaybı sonrasında dış dengedeki uyarılmayı sınırlandıran bir unsurdur. Türkiye'de ihracatın ithal girdi yoğunluğu ile ilgili Akgündüz ve Fendoğlu (2019) çalışmasına bakılabilir.

Grafik 3: Borçlanmanın Para Birimi Kompozisyonu*
(2009-2019 Ortalaması, %)

Kaynak: IIF.

Grafik 4: Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Borçlu Bazında Dağılımı
(2009-2019 Ortalaması, %)

Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde para politikasının etkinliğini azaltan bir diğer unsur yabancı para borçluluğu ve varlık dolarizasyonu olarak öne çıkmaktadır. GOÜ'lerde önemli miktarda yabancı para cinsinden borçlanma görülürken, Arjantin, Hong Kong ve Ukrayna gibi ülkelerde borçlanma içinde yabancı paranın payı yüzde 50 seviyelerinin üzerine ulaşmaktadır (Grafik 3). Yabancı para borçluluk, borçlulara göre incelendiğinde Polonya ve Macaristan gibi ülkelerde hanehalkı; Şili, Çekya ve Rusya gibi ülkelerde ise reel kesim borçluluğunun görece yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 4). Firmaların döviz borçluluğunun yüksek olduğu durumda yerel para birimindeki değer kaybı bilanço kanalıyla toplam talebi olumsuz etkileyerek net ihracatın genişletici etkisini sınırlayabilmekte veya tamamen ortadan kaldırebilmektedir (Şema 1). Böylelikle bilanço kanalı, sert değer kayıplarının olduğu dönemlerde reel sektör ile finansal aracılık arasında olumsuz bir geri besleme döngüsüne de neden olarak dış şokların etkisini büyütebilmekte ve politika ödünleşimlerini artırabilmektedir. Ayrıca, GOÜ'lerde yabancı para borçluluğunun yanı sıra ekonomik birimlerin yabancı para riskinden korunabilmek için yabancı para cinsinden varlıklara yönelmesinin de yaygın olduğu görülmektedir. Varlık dolarizasyonunun yüksek olduğu durumda, döviz kurunun yükselmesine neden olan bir şok, yabancı para cinsinden tasarruf sahiplerinin harcama eğilimini servet etkisi kanalıyla artırarak, döviz kurundaki yükselişin etkilerine yönelik verilecek para politikası tepkisinin etkinliğini sınırlayabilecektir.

Özetle, küresel risk iştahındaki dalgalanmalar makroekonomik ve finansal istikrar üzerinde riskler oluşturmakta ve GOÜ'lerin kendine özgü yapısal özellikleri karşılaşılan şokların etkilerini daha da artırarak para politikası mekanizmasının işleyişini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle ekonomiye gelen şokların kontrol altına alınmasında sadece politika faizi aracının kullanılması yeterli olmayabilmektedir. Buradan hareketle, GOÜ'lerde para politikasının etkinliğini artırarak ödünleşimleri en aza indirmek amacıyla farklı politika araçlarının ülke koşullarına göre en uygun şekilde belirlenecek ideal bir bileşiminin kullanımına imkân veren bir politika çerçevesine ihtiyaç duyulmaktadır.

Kaynakça

Akgündüz, Y. E., ve Fendoğlu, S. (2019). "Exports, Imported Inputs, and Domestic Supply Networks". TCMB Working Paper No: 19/08.

Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Mezo, H. L., Mehl, A., ve Nguyen, M. (2020). "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade". International Monetary Fund, Working Paper No. 20/126.

Cavallino, P., ve Sandri, D. (2019). "The Expansionary Lower Bound: Contractionary Monetary Easing and the Trilemma." BIS Working Paper No: 770.

Rey, H. (2016). International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma, *IMF Economic Review*, 64(1), 6-35.

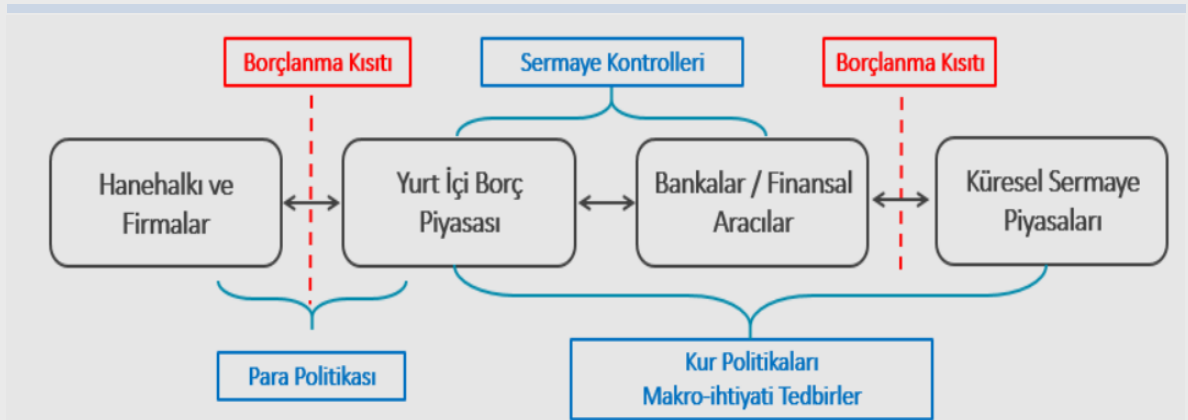
Kutu 1.2

Bütünleşik Politika Çerçevesi

Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) dış ticaretin hâkim para biriminden fiyatlanması, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, banka ve şirket bilançolarındaki vade ve para birimi uyumsuzluğu, dış finansman kısıtları ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında olmayışı gibi sorunlar parasal aktarım mekanizmasının işleyişini ve politika ödünleşimlerini gelişmiş ekonomilerdekenden farklılaştırmaktadır. Bu sorunlar, GOÜ'lerin benzer şoklardan daha fazla etkilenmesine neden olmaktadır. Sermaye çıkışları ve yerel para biriminde görülen değer kaybı karşısında merkez bankaları, enflasyonu kontrol altına almak için güçlü bir faiz artışına gitmekle ekonomide sert bir yavaşlamayı kabullenmek arasında tercih yapmak durumunda kalabilmektedir. Döviz kurunun enflasyon ve reel ekonomiye aktarımını etkileyen söz konusu kısıtlar nedeniyle tek başına faiz politikası fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmayabilmektedir. Böyle bir durumda en uygun (optimal) politika bileşimi sermaye akımları yönetimi, döviz kuru politikası ve makro-ihtiyati tedbirler gibi çoklu araç kullanımını gerektirebilmektedir. Bu nedenle GOÜ merkez bankaları ekonomiye gelen şoklara politika faizi dışındaki araçlarını da kullanarak tepki verebilmektedir. Örneğin, kur geçişkenliğinin ve yabancı para borçluluğunun yüksek olduğu ülkelerde merkez bankaları döviz kurundaki oynaklığa belirgin müdahalelerde bulunurken, söz konusu kırılganlıkların daha az olduğu ülkelerde müdahalelerin daha sınırlı yapıldığı görülebilmektedir (BIS, 2019; Basu ve diğerleri, 2020). Bu bağlamda, GOÜ'lerde her ekonomiye has özellikler dikkate alınarak politika hedeflerine ulaşmak için hangi araçların ne zaman, ne yönde ve ne ölçüde kullanılması gerektiğini belirleyen bir politika çerçevesine gereksinim duyulmaktadır. Söz konusu ihtiyacı karşılamak amacıyla IMF tarafından para politikası, sermaye akımlarına ilişkin önlemler, makro-ihtiyati tedbirler ve döviz kuru politikasını içeren bir Bütünleşik Politika Çerçevesi ülkelerin değerlendirmesine sunulmuştur (Basu ve diğerleri, 2020; Adrian ve diğerleri, 2020).

Bütünleşik politika çerçevesinde uygulanabilecek makro politikaların incelenmesi için Basu ve diğerleri (2020) modelinin farklı iktisadi birimler ve piyasalar aracılığıyla ekonomiye aktarımının hangi politika araçları kullanılarak çözümlenebileceği Şema 1'de gösterilmektedir.

Şema 1: Bütünleşik Politika Çerçevesi



Kaynak: Şemanın oluşturulmasında Basu ve diğerleri (2020) çalışmasından faydalanılmıştır.

Bütünleşik politika çerçevesinin incelendiği modelde para politikası, bankaların hanehalkı ve firmalara uyguladığı faizleri etkilemektedir. Model, hem yurt içi hem de yurt dışı borçlanma kısıtlarını içermektedir. Yerel finansal araçların dövizle borçlanarak yerel para cinsinden tahvil

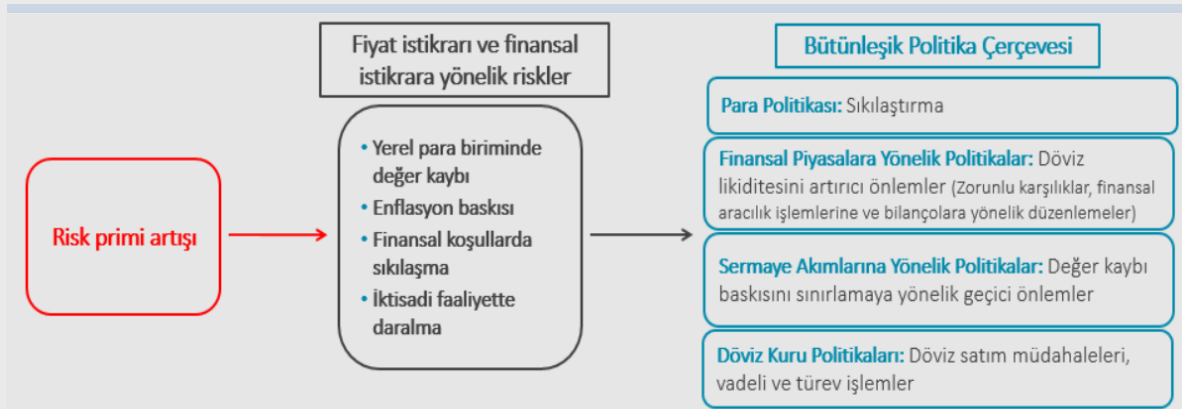
sağlaması bilançolarında para birimi uyumsuzluğuna sebep olmaktadır. Ayrıca finansal araçlar sınırlı bir sermayeye sahip olduklarından ve döviz kuru riskini tamamen ortadan kaldıracak şekilde yurt dışından borçlanma imkânlarına sahip olmadıklarından, borç verirken borcun geri ödenememe ihtimalini de risk primi üzerinden fiyatlamalarına yansıtılmaktadır. Modelde finansal araçların bilançolarında ortaya çıkan para birimi uyumsuzluğu riskini azaltmak için kullanılması öngörülen politika aracı, *sermaye girişleri üzerinden alınan vergilerdir*. Bu politika aracı, ekonomi herhangi bir şoka maruz kalmadan önce aşırı borçlanmayı önlemek ve para birimi uyumsuzluğu riskini en aza indirmek için kullanılabilir gibi, küresel finansal döngülere karşı sermaye hareketlerindeki oynaklığı azaltabilmek için de kullanılmaktadır.

Bütünleşik politika çerçevesinde döviz kuru politikası, merkez bankasının *döviz alım/satım işlemlerini* içermektedir. Ayrıca merkez bankası *zorunlu karşılık oranlarını* belirleyerek finansal araçların kredi verme ve borçlanma davranışını etkilemektedir. Bu yolla finansal araçların bilançolarını düzenleyerek dış borçlanma primlerini ve dolayısıyla döviz kurunu etkileyebilmektedir.

Bütünleşik politika çerçevesi yaklaşımında en uygun politika bileşimi, şokların ve her ülkenin kendine özgü kırılma noktalarının bir fonksiyonu olarak belirlenmektedir. Örneğin, her ülkenin başlangıç koşulları, finansman kısıtları, döviz piyasasının derinliği ve bilançolarındaki para birimi ve vade uyumsuzluğu gibi özellikler en uygun politikanın ülkelere göre farklılık göstermesine sebep olmaktadır.

Bu yaklaşımda hem faydalar hem de maliyetler içsel olduğundan bütün araçların aynı anda kullanılması uygun olmamaktadır, çünkü bir politika aracının kullanılması diğer araçların maliyet-fayda analizlerini etkilemektedir. Örneğin, sermaye kontrollerinin krizden önce kullanılıyor olması kriz esnasında uygulanacak para politikasının maliyet-fayda analizini etkilemektedir. Normal zamanda sermaye akımlarının kısıtlanması toplam talebi ve borçluluğu sınırlayarak ekonomide risk birikimi ve kırılma noktasını engelleyebilmekte ve bu durum, olumsuz bir dış şokun etkisini sınırlayarak para politikasının talebi canlandırma ihtiyacını azaltabilmektedir. Bundan ötürü, bütünleşik politika çerçevesini incelemek için kullanılan ekonomik modelde farklı politika araçları sunulmasına rağmen en uygun araç bileşimi her ülkenin kendine özgü koşullarına göre belirlenmektedir.

Şema 2: Risk Primi Şoku



Bütünleşik politika çerçevesinin işleyişini göstermek amacıyla yüksek döviz kuru geçişkenliğinin ve bilançolarda para birimi uyumsuzluğunun görüldüğü bir ülkede risk primindeki ani bir artışın neden olduğu riskler ile buna karşı uygulanan makro politika bileşimi Şema 2’de gösterilmektedir. Risk primi artışı ile yerli para biriminde görülecek değer kaybı döviz kuru geçişkenliğiyle enflasyon

baskısını artırmaktadır. Ülke risk primi ve kur oynaklığındaki yükseliş, bilançolarda para birimi uyumsuzluğunun görüldüğü durumda dış finansman ve bilanço kanalıyla yurt içi finansal koşulları sıkılaştırmaktadır. Bu da kredi hacminde daralmaya ve beraberinde iktisadi faaliyette bir yavaşlamaya sebep olmaktadır. Klasik modellerde olduğu gibi bütünleşik politika çerçevesi modeli de fiyat istikrarı üzerindeki riskleri sınırlamak için politika faizi artırımı önermektedir. Ancak klasik modellerden farklı olarak, bütünleşik politika çerçevesi modelinde para politikasının döviz kuru politikaları veya sermaye akımlarına yönelik önlemlerle desteklenmesi yerel para biriminde yaşanan değer kaybının daha sınırlı olmasına imkân sağlamakta ve politika ödünleşimlerini azaltmaktadır.

Şema 3: Küresel Risk İştahı Şoku



Küresel risk iştahında görülecek bir artışın neden olduğu riskler ile bütünleşik politika çerçevesinde uygulanacak makro politika bileşimi Şema 3'te gösterilmektedir. Risk iştahındaki bir artış dış finansman kısıtlarının gevşemesine ve bu nedenle yabancı para cinsinden borçluluğun artmasına, sermaye girişlerinin hızlanmasına ve yerel para biriminin değer kazanmasına neden olmaktadır. Bu durum, yurt içi finansman koşullarını da gevşeterek, örneğin tüketici kredilerinde belirgin bir büyümeye ve dolayısıyla iktisadi faaliyette hızlı bir artışa sebep olmaktadır. Ancak tüketici kredilerindeki ivme dış dengenin bozulmasına yol açarak döviz kurunda sert düzeltme ihtimalini ve finansal istikrara yönelik riskleri artırabilmektedir. Fiyat istikrarını da tehdit eden böyle bir senaryoda para politikasında sıkılaştırma ihtiyacı oluşmaktadır. Ancak risk iştahının güçlü olduğu bir dönemde sıkılaştırıcı para politikası yerel para biriminde ilave değerlenmeye yol açabileceğinden, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlamak için borçlanmayı kısıtlayıcı makro-ihiyati önlemlerle (zorunlu karşılık artışı, bireysel kredilerde vade kısaltımı, kredi/değer veya kredi/gelir oranlarının düşürülmesi, vb.) desteklenmelidir. Döviz kuru politikaları çerçevesinde ise böyle dönemlerde merkez bankalarının döviz rezervi biriktirmesi önerilebilmektedir.

Koronavirüs salgını birçok ülkenin aynı anda birden fazla ekonomik şoka maruz kalmasına sebep olmuştur. Örneğin, son dönemde birçok GOÜ iç ve dış finansman koşullarını olumsuz etkileyen şoklara, risk primlerinde artışa ve küresel talepte daralmaya maruz kalmıştır. Böyle bir dönemde farklı politika araçlarının bir arada kullanılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Bütünleşik politika çerçevesi kapsamında ortaya konulan makro model, araç seçiminin ülke karakteristiklerine göre tasarlanabildiği bir çerçeve sunmaktadır. Bu yeni çerçevenin birden çok politika aracını içeriyor olması, şoklara karşı hangi aracın ne zaman ve ne şekilde kullanılacağına dair politika iletişimini önemli hale getirmektedir.

Kaynakça

- Adrian T., C. Erceg, J. Linde, P. Zabczyk ve J. Zhou. 2020. A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/122.
- Basu Suman, E.Boz, G. Gopinath, F. Roch ve F.Unsal. 2020. A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/121.
- BIS. 2019. Reserve Management and FX Intervention. BIS Papers No.104.