

Kutu 3.1

Riskler ve Belirsizlik Aralığı

Orta vadeli tahminler oluşturulurken ekonomiye gelen türlü şoklar, dışsal faktörler, ekonomi politikaları ve makroekonomik büyüklüklerin birbirleriyle olan dinamik etkileşimleri ayrıntılı bir biçimde incelenmektedir. Ekonomiye gelecekte etkileyecek şoklar ve dışsal faktörler eksiksiz şekilde tahmin edilememekle birlikte, veriler ve uzman görüşleri ışığında bu unsurlara ilişkin varsayımlar oluşturulmaktadır. 2023-IV Enflasyon Raporu döneminde tahmin patikası oluşturulurken para politikası kontrol alanının içinde olmayan petrol fiyatları, küresel finansal koşullar ile vergiler, yönetilen fiyatlar ve ücret ayarlamalarına ilişkin varsayılan patikalar üzerinde belirsizliklerin yüksek olduğu değerlendirilmiştir. Bu kutuda söz konusu risklerin kaynakları ile tahminler ve tahminler etrafındaki belirsizlik aralığı üzerindeki etkileri tartışılmaktadır.

Petrol fiyatları, petrolün fiziksel olarak alım-satımı yapılan bir emtia olmasından dolayı arz ve talep koşullarından, petrol stoklarının seviyesinden ve stokların değişiminden etkilenmektedir. Bu bakımdan OPEC+ gibi petrol oligopollerinin aldığı kararlar, ulusal stratejiler ve küresel politikalar arz ve talep koşulları üzerinden petrol fiyatlarında dalgalanmalar oluşturabilmektedir. Öte yandan, petrol yalnızca fiziksel olarak alışverişi yapılan bir emtia değil aynı zamanda farklı bir dizi motivasyonla piyasa katılımcılarının vadeli işlem piyasalarında işlem yaptığı finansal bir emtia konumundadır. Petrol piyasasının gün geçtikçe daha fazla finansallaşması fiyatların haber akışına ve jeopolitik risklere daha hızlı tepki verebilmesine ve fiyatlarda ani hareketlere yol açabilmektedir. Tarihsel bir olgu olarak geçmişte yaşanan çok sayıda petrol krizi, petrol piyasalarının jeopolitik belirsizliklere karşı duyarlılığını güçlü bir şekilde yansıttığını göstermektedir. (Qin ve diğerleri, 2020; Zhang ve diğerleri, 2009). Jiao ve diğerleri (2023) çalışması da jeopolitik riskin yüksek olduğu dönemlerde spekülasyon davranışlarının arttığını ve petrol fiyatlarının düzeyi ile oynaklığı üzerindeki etkisinin ön plana çıktığını desteklemektedir.

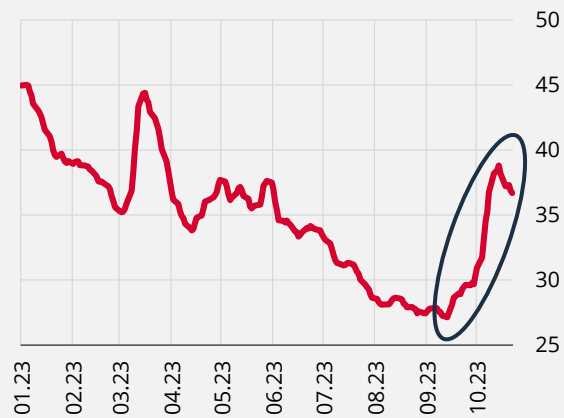
Bu çerçevede, 2023 yılında OPEC+'ya üye ülkelerin almış olduğu üretimi kısıma kararları sonucu oluşan arz koşullarında sıkışma ve jeopolitik risklerin yükselmesi petrol fiyatlarında oynak bir seyre yol açmaktadır. 2023 ocak ayında varil başına 83 ABD doları civarında işlem gören Brent petrolün fiyatı haziran ayında 75 ABD dolarının altına inmiştir. Bu tarihten sonra arz koşullarında meydana gelen gelişmelerin de etkisi ile fiyatlar eylül ayı itibarıyla 90 ABD dolarının üzerine çıkmıştır (Grafik 1). Son dönemde ortaya çıkan jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle göstergeler önümüzdeki dönemde de petrol fiyatında gözlenen oynak seyrin devam edeceği yönünde sinyaller vermektedir (Grafik 2).

Grafik 1: Brent Petrol Fiyatları (Varil Başına ABD Doları, 5 Günlük Hareketli Ortalama)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2: Üç Aylık İma Edilen Brent Petrol Fiyat Oynaklığı (5 Günlük Hareketli Ortalama)



Kaynak: Bloomberg.

Yukarıda bahsedilen petrol piyasasındaki ikili yapı ve piyasanın spekülasyon ve jeopolitik risklere karşı son dönemde belirginleşen zayıf savunması geleneksel istatistiksel tabanlı tahmin yöntemleri için tatmin edici performans elde etmeyi zorlaştırmaktadır. Nitekim, son dönemde uluslararası kurum ve kuruluşların 2024 yılı petrol tahmin patikaları birbirinden ayrılmakta ve tahminler geniş bir yelpazede hareket etmektedir (Tablo 1). Petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrine dair belirsizlikler, enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturmaktadır. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle petrol fiyatlarının yükselişini sürdürmesi olasılığı tahminler üzerindeki belirsizliği artırmıştır. Öte yandan jeopolitik gelişmelerin tahmin edilenden çabuk sönümlendiği bir ortamda petrol fiyatlarının tarihsel ortalamalarına yakınsaması yani önümüzdeki dönemde fiyatların düşmesi de söz konusu olabilecektir.

Tablo 1: Petrol Fiyat Tahminleri* (Yıl Ortalaması)

	2023	2024
EIA	84,1	94,9
Consensus	84,0	87,8
ECB	82,7	81,8
IMF	80,5	79,9

* EIA, Consensus ve ECB tahminleri varil başına Brent petrolün fiyatlarını gösterirken IMF tahminleri Brent, Dubai ve WTI petrol tahminlerinin ortalamasını göstermektedir. EIA tahminleri Ekim ayı "Short-Term Energy Outlook" bülteninden, Consensus tahminleri Ekim ayı Consensus bülteninden, ECB tahminleri Avrupa Merkez Bankası'nın Eylül ayı makroekonomik projeksiyonlarından ve IMF tahminleri Ekim ayı "World Economic Outlook" 'tan alınmıştır.

Petrol fiyatlarına ek olarak, son dönemde küresel finansal koşullara dair belirsizlikler önemini korumaktadır. Başlıca belirleyicisi gelişmiş ülke (GÜ) para politikaları olan küresel finansal çevrimler (Rey, 2015) Türkiye gibi dünyanın geri kalanıyla ticari ve finansal anlamda bağlı olan ekonomiler için büyük önem taşımaktadır. Söz konusu küresel finansal çevrim, GÜ'lerden gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) olan sermaye akımlarını, GOÜ para birimlerinin göreceli durumunu, ülke risk primlerinin seyrini ve döviz kuru kanalıyla ticaret ve enflasyon gelişmelerini belirleyen bir unsur olmaktadır. Literatüre katkı veren çalışmalar GOÜ faiz oranlarının ABD'deki politika faizi ile beraber hareket ettiğini ve faiz oranlarında bulaşıcılığı göstermektedir (Georgiadis, 2016, Caceres ve diğ. (2016) ve Dedola ve diğ. (2017)). Bu açıdan, küresel finansal çevrimin temel bir belirleyicisi olan Amerikan Merkez Bankası (Fed) politika faizleri ve beklentileri ile etkili olduğu ABD tahvil faizlerinin seyri Türkiye gibi küçük-açık ve petrol ithal eden bir ekonominin makroekonomik ve finansal göstergeleri için büyük önem taşımaktadır. Türkiye ekonomisi için yakın dönemde yapılan araştırmalar, Fed politika faizlerinde görülen dışsal bir para politikası şokunun Türk lirası, enflasyon ve büyüme üzerinde anlamlı ve önemli bir etkide bulunduğunu göstermiştir (Tüzün, 2021).

Bulgulara ve tarihsel gerçekleştirmelere paralel olarak, önümüzdeki dönemde, ABD tahvil piyasasının seyri, Türk lirası varlıklara yönelik risk iştahı ve dolayısıyla dezenflasyon süreci açısından önem arz etmektedir. Diğer merkez bankalarının uyguladığı sıkı para politikalarıyla beraber sıkılaştıran küresel finansal koşullar ve bozulan risk iştahı, Türk lirasını ABD faizlerine karşı daha duyarlı hale getirmektedir. Buna ilave olarak, bu durum Türkiye gibi GOÜ'lerin göreceli durumları iyileşmediği sürece ilave bir sermaye çıkışı şoku yaşanabilmesine müsait bir ortam yaratmakta ayrıca yurt içi yerleşiklerin döviz talebinin artmasına neden olabilmektedir. Yurt dışından borçlanma maliyetlerinin yükselmesi firma bilançolarını olumsuz yönde etkilemekte ve döviz kurunda ilave artışlara neden olmaktadır. Söz konusu durumlar beraber değerlendirildiğinde ve Türkiye ekonomisindeki yüksek döviz kuru geçişkenliği göz önünde bulundurulduğunda, bu gelişmeler maliyet kanalını besleyerek enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Ayrıca, küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalar döviz kurunda oynaklığa neden olarak tahminler etrafındaki belirsizliği artırmaktadır. Öte yandan, Türkiye uygulanan sıkı para politikası ile göreceli durumunu iyileştirdiği ve bunu kararlılıkla sürdürdüğü sürece, küresel risk iştahının bozulmasının Türk lirasının değeri üzerindeki etkilerinin sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir. ABD tahvil faizlerinin beklenenden daha kısa süre sıkı kalacağı bir senaryo altında ise, ekonomide yurt dışı para politikaları şoku gibi dışsal kaynaklı enflasyonist baskıların azalacağı ve enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk de yaratabileceği değerlendirilmektedir.

Para politikası kontrolü dışındaki son dönemde öne çıkan bir diğer unsur da yönetilen fiyat ile vergi ve ücret ayarlamalarıdır. Söz konusu düzenlemelerin zamanlaması, sıklığı ve miktarına ilişkin belirsizlikler enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturmaktadır. Vergi ve yönetilen fiyat artışları ve asgari ücret düzenlemesi gibi ekonominin normal enflasyon dönemlerinde geçici görülen şokların, yüksek enflasyon ortamında beklentiler ve enflasyon ataleti üzerinden beklenenden daha uzun süreli olumsuz etkileri olabilmektedir. Yönetilen fiyat ve vergi ayarlamaları doğrudan enflasyon seviyesi üzerindeki etkilerinin yanı sıra, enflasyonun oynaklığını da artırarak beklentileri ve fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, ücret düzenlemelerinin enflasyon üzerindeki maliyet ve talep artışı kaynaklı etkilerinin yüksek enflasyon döneminde ayrıştırılması güçleşmektedir.

Ayrıca yüksek enflasyon dönemlerinde 'matematiksel' ya da mekanik olarak adlandırabileceğimiz bir etki de ortaya çıkmaktadır. Herhangi bir ay için aylık enflasyon üzerindeki oynaklık, diğer aylardaki enflasyonun yüksek olması durumunda çarpan etkisiyle yıllık enflasyon üzerinde daha büyük bir etki yaratabilmektedir. Dolayısıyla, aylık enflasyondaki oynaklıklar yıllık enflasyon üzerinde her iki yönde belirsizlik yaratmaktadır. Tahminler oluşturulurken para politikası duruşunun söz konusu dışsal faktörlerin tüketici enflasyonu üzerindeki birincil etkilerine değil, enflasyon beklentilerinde ya da fiyatlama davranışında gözlenebilecek olası ikincil etkilerine tepki vereceği bir çerçeve esas alınmaktadır. Ayrıca, petrol fiyatlarındaki artışlar ve küresel finansal koşullara dair belirsizlikler cari dengeyi ve finansmanını da olumsuz etkileyebileceğinden, politika tepkisi verilirken makro finansal riskler de gözletilmektedir. Bütün bu riskleri içeren senaryo analizleri enflasyon politikasına dair belirsizliklerin 2024 yılına öngü nedenlerle geçici olarak arttığını göstermektedir. Tüm bu etkiler göz önünde bulundurulduğunda orta vadeli tahminler üzerindeki belirsizlik aralığının genişletilmesine karar verilmiştir.

Kaynakça

Caceres, C., Carriere-Swallow, M. Y., Demir, I., ve Gruss, B. (2016). US monetary policy normalization and global interest rates. IMF Çalışma Tebliği Serisi.

Dedola, L., Rivolta, G. ve Stracca, L. (2017). If the fed sneezes, who catches a cold? Journal of International Economics 108, S23–S41.

Georgiadis, G. (2016). Determinants of global spillovers from us monetary policy. Journal of International Money and Finance 67, 41–61.

Jiao, J. W., Yin, J. P., Xu, P. F., Zhang, J., & Liu, Y. (2023). Transmission mechanisms of geopolitical risks to the crude oil market-A pioneering two-stage geopolitical risk analysis approach. Energy, 283, 128449.

Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. CEPR Tartışma Tebliği.

Qin, Y., Hong, K., Chen, J., & Zhang, Z. (2020). Asymmetric effects of geopolitical risks on energy returns and volatility under different market conditions. Energy Economics, 90, 104851.

Tüzün, G. (2021). The importance of external shocks and global monetary conditions for a small-open economy. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No:21/09.

Zhang, X., Yu, L., Wang, S., & Lai, K. K. (2009). Estimating the impact of extreme events on crude oil price: An EMD-based event analysis method. Energy Economics, 31(5), 768-778.