

## 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 ikinci çeyreğinde hızla yükselerek Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin belirgin bir biçimde üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 7.1.1). Bu dönemde Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları ve işlenmemiş gıda ürünleri başta olmak üzere gıda fiyatlarında gerçekleşen artışların öngörülerin önemli ölçüde üzerinde kalması enflasyon tahminlerindeki sapmada etkili olmuştur (Grafik 3.2.2 ve Grafik 3.3.3). Enflasyondaki artışın alt gruplar geneline yayıldığı izlenmiş, ana eğilim göstergelerinde de belirgin bir bozulma kaydedilmiştir. Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyelerin gerek beklenti gerekse geçmiş dönük endeksleme kanalıyla fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilediği gözlenmektedir.

Haziran ayında açıklanan milli gelir ve istihdam verileri ile geriye dönük güncellemeler iktisadi faaliyetin, 2018 yılının ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinden bir miktar daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Bu çerçevede çıktı açığı tahminleri 2018 yılı ilk çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, son dönemde Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybı ve yükselen belirsizlik algısının etkisiyle finansal piyasalarda görülen oynaklık artmış; finansal koşullar öngörülerin üzerinde sıkılaşmıştır. Bu çerçevede, 2018 yılı ikinci çeyreği için talep koşullarındaki yavaşlamanın Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre daha hızlı olacağı değerlendirilmiş ve çıktı açığı tahmini aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.2). Önümüzdeki döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yapılırken, maliye politikasının dengelenme sürecine vereceği katkının arttığı ve risk algısının kademeli olarak iyileştiği bir görünüm esas alınmıştır.

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

	2018-I	2018-II
Çıktı Açığı	1,8 (1,4)	0,4 (0,8)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	10,2 (10,2)	15,4 (11,1)
İşlenmemiş Gıda, Tütün ve Alkollü İçecekler Dışı Enflasyon (İGTD) (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	11,4 (11,4)	15,2 (12,9)

\* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

Nisan Enflasyon Raporu sonrası dönemde finansal koşulların öngörülenin ötesinde sıkılaşmasında küresel koşulların yanında yurt içi unsurların da etkili olduğu görülmüştür. Yılın ikinci çeyreğinde ABD başta olmak üzere gelişmiş ülke para politikalarındaki sıkılaşma eğiliminin bir miktar güçlenmesi küresel finansal piyasalarda dalgalanmaları artırırken, ABD'nin korumacı dış ticaret uygulamalarına ilişkin belirsizlikler de gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının bozulmasına, ülke risk primlerinin artmasına ve portföy akımlarının zayıflamasına neden olmuştur. Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra enflasyon ve cari açık gibi makro göstergelerdeki görünüm ve makro politika bileşimine dair kaygılar, Türkiye'nin küresel dalgalanmalara olan hassasiyetini artırarak finansal göstergelerin diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrışmasına neden olmuştur. Risk primindeki yükseliş ve portföy akımlarındaki azalışa bağlı olarak Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine kıyasla daha fazla değer kaybetmiş ve daha dalgalı bir seyir izlemiştir.

Kredi piyasasına ilişkin gelişmelere bakıldığında, 2018 yılı ikinci çeyreğinde ticari kredi faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki farkın açıldığı ve kur etkisinden arındırılmış yıllık kredi büyüme hızının kademeli olarak yavaşladığı görülmektedir. Banka Kredileri Eğilim Anketi de, ikinci çeyrekte kredi standartlarının sıkılaştığına ve bu sıkılaştırmanın üçüncü çeyrekte de devam edeceğine işaret etmektedir.

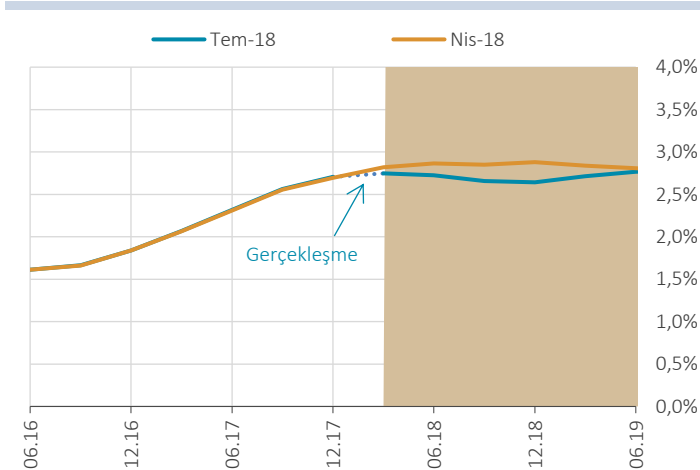
Söz konusu dönemde piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde oluşturduğu riskler TCMB'nin Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenden güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmesini gerektirmiştir. Mayıs ve Haziran aylarında gerçekleştirilen PPK toplantılarında toplamda 425 baz puanlık faiz artışı yapılmış; ayrıca para politikasının öngörülebilirliğini artırmak ve aktarım mekanizmasını güçlendirmek amacıyla para politikası operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleşme süreci 1 Haziran tarihinde tamamlanmıştır. Temmuz ayındaki PPK toplantısında ise iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenme gereği dikkate alınarak politika faizi değiştirilmemiş, bununla birlikte fiyatlama davranışları üzerindeki risklerden ötürü sıkı para politikasının uzun bir müddet korunmasının gerekebileceği vurgulanmıştır.

## Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

### Küresel Büyüme

Nisan Enflasyon Raporu sonrası dönemde açıklanan veriler ABD'de büyümenin daha istikrarlı olduğunu gösterirken; Euro Bölgesi için büyüme hızının 2018 yılı ilk çeyreğinde bir miktar yavaşladığına işaret etmektedir. Haziran ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2018 yılsonuna ilişkin büyüme tahminleri bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, ABD için yukarı yönlü, Euro Bölgesi için ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel büyüme görünümündeki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde de devam etmesi ancak yılın ikinci çeyreğinde küresel büyüme hızının bir önceki dönem varsayımlarına kıyasla daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak alınan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı 2018 yılı için sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.1). Buna göre, Türkiye'nin 2018 yılına ilişkin dış talep görünümü, özellikle Euro Bölgesi kaynaklı olmak üzere bir miktar zayıflamakla birlikte, olumlu seyrini korumaktadır.

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



Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

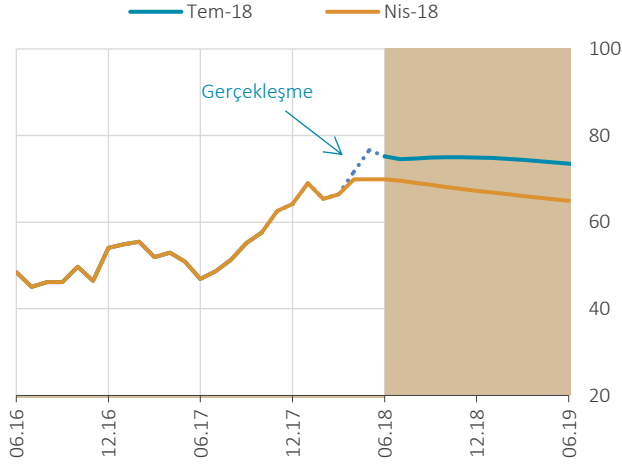
\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

### İthalat Fiyatları

Yakın dönemde spot ve vadeli piyasalarda ham petrol fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak, Nisan Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2018 yılı için ortalama 68 ABD dolarından 73 ABD

dolarına, 2019 yılı için ise 65 ABD dolarından 73 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.2). ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranlarına dair varsayım da son dönem gelişmelerine bağlı olarak 2018 ve 2019 yılı için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1, Grafik 7.1.3).

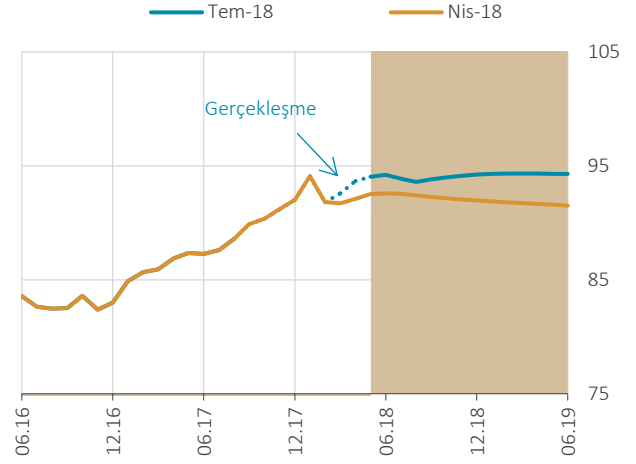
**Grafik 7.1.2: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\***  
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



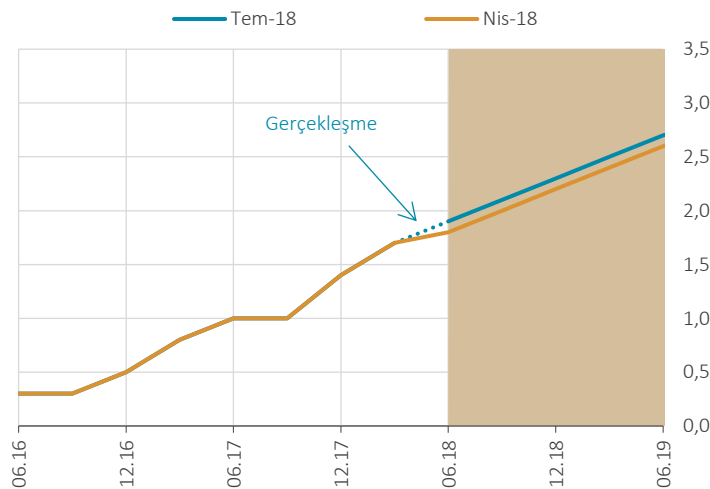
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

## Gelişmiş Ülke Para Politikaları

Nisan Enflasyon Raporu sonrasında gerçekleşen Fed ve ECB toplantılarında alınan kararlar küresel para politikası normalleşme hızının önceki Rapor dönemine göre bir miktar arttığına işaret etmektedir. Fed Haziran ayında 2018 yılındaki ikinci faiz artışını gerçekleştirmiş; ECB ise 2018 yılı Aralık ayında tahvil alım programının bitirilmesine karar vererek 2019 yılı yaz aylarından önce faiz artışı yapılmasının beklenmediğini belirtmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan yurt dışı faiz patikası varsayımı Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.4). 2018 yılının ikinci çeyreğinde, dış ticarete artan korumacılık önlemleri küresel risk algısında bozulmaya neden olarak gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Tahminler oluşturulurken önümüzdeki dönemde küresel risk algılamalarında mevcut duruma kıyasla ek bir bozulma olmayacağı varsayılmıştır.

**Grafik 7.1.4: ABD 3 Aylık Tahvil Faizi\* (Çeyrek Sonu, %)**



Kaynak: Consensus Forecasts Haziran Anketi.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

## İşlenmemiş Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dışsal olarak alınan bir diğer değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. İşlenmemiş gıda fiyatları enflasyonu 2018 yılı ikinci çeyreği sonunda yüzde 23,2'ye ulaşarak Nisan Enflasyon Raporu varsayımının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artışta bazı ürünlerdeki olumsuz arz koşullarının yanı sıra döviz kuru gelişmeleri etkili olmuştur. Önümüzdeki dönemde bazı sebze ve meyve ürünlerinde fiyatların yeni ürün arzı ile birlikte düzeltme yapmasıyla işlenmemiş gıda enflasyonunun yılsonuna kadar tarihsel ortalama değerlerine yakınsayacağı ve yılsonunda yüzde 12'ye gerileyeceği varsayılmıştır. Bu gelişmeler ışığında, 2018 yıl sonu gıda enflasyonu tahmini yüzde 7'den yüzde 13'e; 2019 yıl sonu gıda enflasyonu ise yüzde 7'den yüzde 10'a güncellenmiştir (Tablo 7.1.2).

## Maliye Politikası, Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunu devam ettirmiştir. Bu dönemde, yönetilen yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları alanında atılan bazı adımlar enflasyondaki yükselişi sınırlamıştır. Temmuz ayı itibarıyla tütün ürünlerinde nispi vergi oranları düşürülmüş ve sigara fiyatları kaynaklı olası bir enflasyonist etkinin önüne geçilmiştir (Kutu 3.1). Mayıs ayında hayata geçirilen eşel mobil uygulamasıyla uluslararası petrol fiyatları ve döviz kurundaki artışların akaryakıt fiyatlarına yansımaları engellenmiştir. Tahminler oluşturulurken, eşel mobil uygulamasının yıl sonuna kadar devam edeceği öngörülmüştür. Öte yandan, döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki son dönem gelişmelerinin maliyetler üzerindeki yansımalarına bağlı olarak akaryakıt dışındaki enerji kalemlerinde yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki Rapor döneminde öngörülene kıyasla daha yüksek oranlı fiyat ayarlamaları yapılacağı varsayılmıştır.

Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, ileriye dönük tahminler oluşturulurken, 2019 yılında daha belirgin olmak üzere kamunun iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun yerini nötr bir duruşa bıraktığı; buna bağlı olarak harcama ve cari transferlerdeki artış oranlarının sınırlandırıldığı; kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde büyük ölçüde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlendiği varsayılmıştır. Enflasyonu düşürmeye ve makroekonomik dengelenme sağlamaya yönelik güçlü politika koordinasyonunun risk primi ve belirsizlik algılamalarını kademeli olarak iyileştireceği öngörülmüştür (Kutu 7.1).

**Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

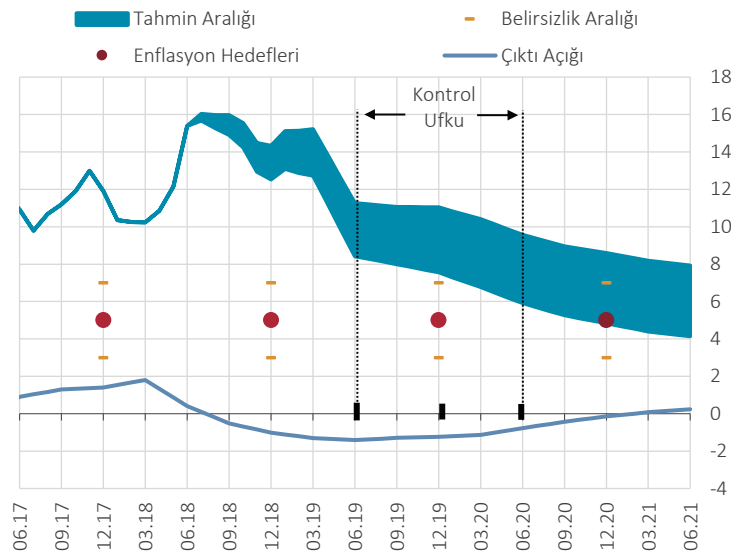
	2018	2019
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,6 (2,9)	2,7 (2,7)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	73 (68)	73 (65)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,3 (4,8)	0,5 (-1,0)
ABD 3 Aylık Tahvil Faizleri (Yıl Sonu, Yüzde)	2,3 (2,2)	2,9 (2,8)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	13,0 (7,0)	10,0 (7,0)

\* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporundaki değerleri göstermektedir.

## 7.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 13,4 olarak gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 9,3'e, 2020 yılsonunda yüzde 6,7'ye geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2018 yılı sonunda yüzde 12,5 ile yüzde 14,3 aralığında (orta noktası yüzde 13,4), 2019 yılı sonunda yüzde 7,6 ile yüzde 11,0 aralığında (orta noktası yüzde 9,3), 2020 yılı sonunda ise yüzde 4,8 ile yüzde 8,6 aralığında (orta noktası yüzde 6,7) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1). Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

**Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\***



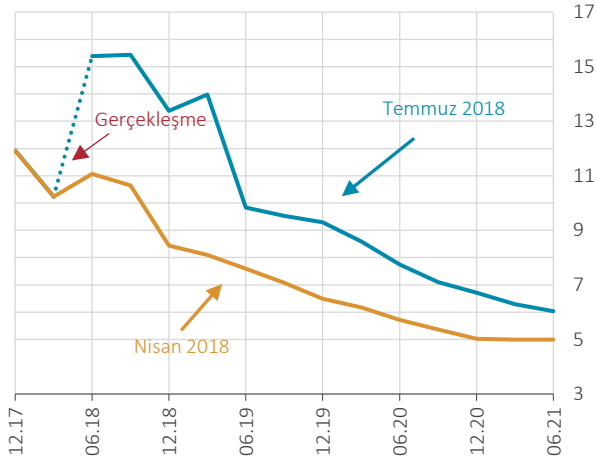
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Bu çerçevede, Haziran ayında yüzde 15,4'e yükselen yıllık tüketici enflasyonunun yılsonunda yüzde 13,4'e gerileyeceği tahmin edilmektedir. Bu tahmin, Nisan Enflasyon Raporu'na göre 5 puanlık yukarı yönlü bir güncellemeye işaret etmektedir (Grafik 7.2.2). Söz konusu güncellenmenin 2,3 puanı petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı gelişmelere bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları varsayımının yukarı çekilmesinden kaynaklanmıştır. Bu güncellemede, akaryakıt dışı enerji fiyatları üzerindeki petrol ve kur kaynaklı maliyet unsurlarının etkileri de dâhil edilmiştir. Öte yandan, eşel mobil uygulamasının yıl sonuna kadar sürdürüleceği varsayımı, söz konusu maliyet unsurlarının akaryakıt fiyatları kanalıyla enflasyon tahmini üzerinde oluşturacağı yukarı yönlü etkiyi sınırlamaktadır. Yüzde 7'den yüzde 13'e güncellenen gıda fiyatları ise, yılsonu tüketici enflasyonu tahmini güncellemesine 1,4 puan katkıda bulunmaktadır. Yılın ikinci çeyreğindeki yüksek oranlı tahmin sapması ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın enflasyon tahminine 1,3 puan katkıda bulunacağı değerlendirilmiştir. ÖTV artışı sonucu alkollü içecek fiyatlarındaki artış da güncellenmenin 0,1 puanlık kısmını oluşturmaktadır. Ayrıca, bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenen çıktı açığının 2018 yılsonu tahminini 0,1 puan aşağı çekeceği öngörülmüştür.

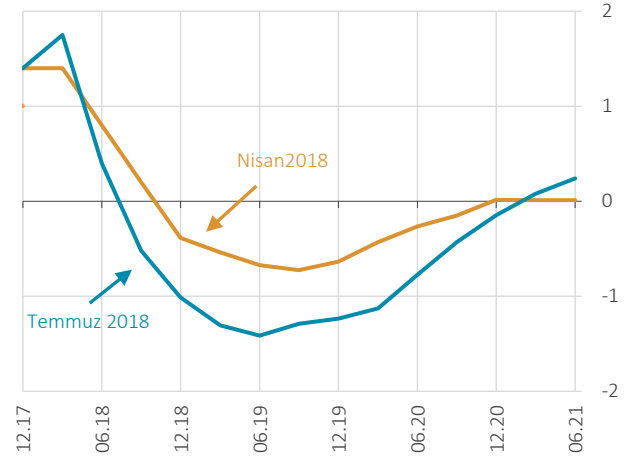
Diğer taraftan, 2019 yılsonu enflasyon tahmini yüzde 6,5'ten yüzde 9,3'e yükseltilmiştir (Grafik 7.2.2). Nisan Enflasyon Raporuna göre 2,8 puanlık yukarı yönlü güncellemeye petrol ve Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarının yukarı yönlü güncellenmesi 1,5 puan katkıda bulunurken, gıda enflasyonu varsayımının yüzde 7'den yüzde 10'a çıkarılması 0,7 puan katkıda bulunmuştur. Gerçekleşme etkisi ve ana eğilimdeki bozulma tahmini 1 puan yukarı çekmiş; çıktı açığının aşağı yönlü güncellenmesi ise 0,4 puan düşürücü katkıda bulunmuştur.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

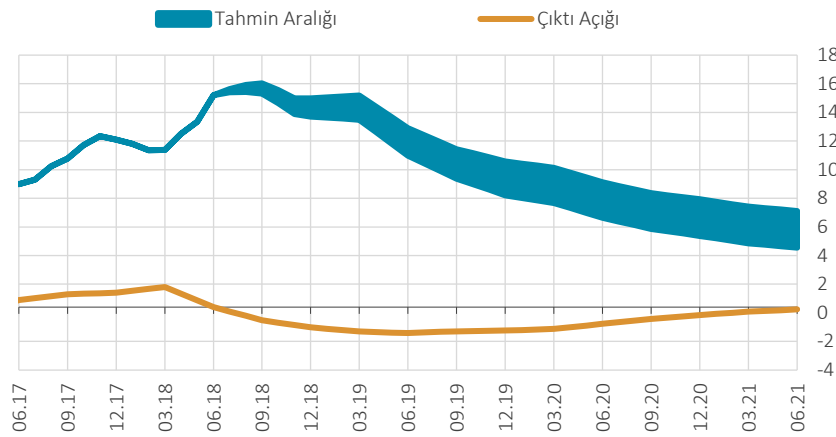
Yukarıda anlatılan tahmin çerçevesine göre, yıllık tüketici enflasyonun üçüncü çeyrekte sınırlı bir artış gösterdikten sonra son çeyrekte gerileyerek yılsonunu yüzde 13,4 değerinde tamamlayacağı tahmin edilmektedir. Ülke risk priminde küresel ve yurt içi gelişmeler kaynaklı ilave bir artış olmadığı varsayımı altında, sıkı para politikası duruşunun ve enflasyon odaklı politika eşgüdümünün kararlılıkla sürdürülmesinin yanı sıra iktisadi faaliyet ve kredi büyümesinin daha ılımlı bir patikaya yakınsaması 2019 yılında enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecektir.

Enflasyonda ulaşılan yüksek seviye ve artan küresel riskler dikkate alındığında, mevcut durumda enflasyonla mücadelede ödünleşimlerin azaltılması ve ekonomimizin dayanıklılığının desteklenmesi bakımından maliye politikasının ve makroihtiyati politikaların dengelenme sürecine vereceği katkı kritik önem taşımaktadır (Kutu 7.1). Makro politika bileşiminin enflasyonu düşürme öncelikli olarak eşgüdüm içinde belirlendiği bir görünüm altında, Türkiye'ye dair risk algılamalarında son dönemde gözlenen olumsuz ayrışmanın büyük ölçüde geri alınarak Türk lirası üzerindeki değer kaybı yönündeki baskıların azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu doğrultuda reel kurda ılımlı bir değerlenme eğilimi varsayılmıştır. Ayrıca, tahminler oluşturulurken söz konusu politika eşgüdümünün enflasyon beklentilerinde uzun süredir devam eden bozulmanın önüne geçeceği ve özellikle orta dönem enflasyon beklentilerinin kademeli olarak enflasyon hedefine yakınsamasına katkıda bulunacağı öngörülmüştür.

Makroekonomik politikalar arasında güçlendirilmiş eşgüdümün, son dönemde artan finansal piyasa oynaklığı ve belirsizlik algısının yurt içi talep üzerindeki yavaşlatıcı etkisini hafifleteceği ve finansal koşullardaki sıkılaşmayı sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Bu nedenle, ikinci ve üçüncü çeyrek için Nisan Enflasyon Raporuna göre belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenen çıktı açığının, dördüncü çeyrekte daha ılımlı bir şekilde gerileyeceği öngörülmüştür. İç talepteki ivme kaybının etkisiyle iktisadi faaliyet düzeyinin yılın ikinci yarısı itibarıyla enflasyondaki düşüşe katkı vermeye başlayacağı beklenmektedir. 2019 yılında ise çıktı açığı, Nisan Enflasyon Raporuna göre daha aşağıda bir patika izlemekle birlikte, iktisadi faaliyetin kademeli olarak toparlandığı ve ana eğilimine yakınsadığı bir görünüm ima etmektedir (Grafik 7.2.3).

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Tüketici enflasyonuna benzer bir şekilde, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyonun 2018 yılında yüksek seyrini koruyacağı, 2019 yılında düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 6 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4: İşlenmemiş Gıda, Tütün ve Alkollü İçecekler Dışı 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 belirgin şekilde üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Orta vadeli beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkması, enflasyon beklentilerini çıpalayacak bir para politikası stratejisinin diğer ekonomi politikalarıyla eşgüdüm halinde uygulanması ve enflasyonu düşürme konusundaki ortak kararlılığın iletişiminin güçlü bir şekilde yapılmasının önemine işaret etmektedir. Maliye politikasının dengelenme sürecine katkıda bulunması ve kamu kontrolündeki fiyat ve ücretlerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi de beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır.

Tablo 7.2.1: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2018 Yıl Sonu	13,4	13,9	5,0
12 Ay Sonrası	10,4	11,1	5,0
24 Ay Sonrası	7,5	9,5	5,0

Kaynak: TCMB.

\* Temmuz ayı Beklenti Anketi verileri.

## 7.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Önceki bölümde verilen orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulunun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir.

Orta vadeli enflasyon görünümüne dair riskler ağırlıklı olarak yukarı yönlüdür. Ana senaryoda esas alınan görünümü değiştirme ihtimali bulunan riskler şunlardır:

- Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler;
- Fiyatlandırma davranışı ve beklenti oluşumunda bozulma;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması;
- Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların sürmesi;
- Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşmanın belirginleşmesi;
- Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkiye bulunması;
- Ham petrol ithalat fiyatlarının yükselmesi;
- Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi.

Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 7.3.1’de özetlenmektedir.

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. Söz konusu eşgüdümün iki temel bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, vergi ayarlamaları ve gelirler politikasının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirlenmesidir. İkinci bileşen ise, maliye politikasının döngü karşıtı bir yaklaşımla ekonomide dengelenmeyi sağlayacak şekilde uygulanmasıdır. Destekleyici maliye politikası tedbirlerinin yurt içi talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki genişletici etkisinin devam etmesi fiyatlar üzerinde talep baskısının sürmesine yol açabilecektir. Böyle bir durum, küresel finansal koşulların sıkılaştığı bir dönemde, enflasyon ve cari işlemler açığının bulunduğu yüksek seviyeler de dikkate alındığında, ülke risk priminin yükselmesine ve döviz kuru üzerindeki baskının artmasına yol açarak enflasyonu düşürmek için daha sıkı bir para politikası duruşu gerektirebilecektir.

Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne dair bir diğer önemli risk fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın devam etmesidir. Enflasyonun ve ülke risk priminin yüksek seviyelerde seyrettiği bir konjonktürde, makroekonomik dengelenme sürecinin hızlı ve etkin bir şekilde hayata geçmemesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda fiyatlama davranışında ortaya çıkacak ilave bozulma enflasyonu düşürmek için öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşunun daha uzun süre sürdürülmesini gerektirebilecektir.

Diğer taraftan, küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Küresel likidite koşullarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda sağlıksız fiyat oluşumları ve aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılmaya devam edilebileceği gibi, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkılaşmaya gidilebilecektir.

Önceki bölümde sunulan tahmin çerçevesinde iktisadi faaliyetin ılımlı şekilde yavaşladığı bir görünümün esas alınmasına karşın, finansal piyasalardaki oynaklığın yüksek seyretmesi ve Türk lirasında ilave değer kayıpları yaşanması durumunda firmaların nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenebilecek ve finansal koşullarda ilave bir sıkılaşma meydana gelebilecektir. Benzer şekilde, konut ve ticari gayrimenkul fiyatlarının artış hızının belirgin şekilde yavaşlaması, firmaların kredi kullanımında gösterdikleri teminatların değerini düşürerek daha sıkı kredi koşullarına maruz kalmalarına yol açabilecektir. Söz konusu risklerin gerçekleşmesi iktisadi faaliyette öngörülenden daha belirgin bir yavaşlamaya neden olabilecektir. Böyle bir durumda, finansal koşulların verimsiz bir sıkılaşma döngüsüne girmesini önlemek



amacıyla uygulanacak politika bileşimi büyük önem kazanmaktadır. Özellikle bilanço etkilerini sınırlayacak finansal sektör politikaları ile enflasyonu gözeten para politikası arasında sağlanacak güçlü bir koordinasyon politikaların etkinliğini artıracaktır.

Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması da ağırlıklı olarak dış talep kanalı üzerinden Türkiye’de enflasyonu düşürücü rol oynayabilecektir. Öte yandan, söz konusu ticaret politikalarının küresel enflasyonda yükselişe yol açması durumunda taraf ülkelerde para politikaları sıkılaştırılabilecek ve küresel risk iştahı gerileyebilecektir. Böyle bir durumda Türk lirasında görülmesi muhtemel bir değer kaybı, enflasyon üzerindeki yansımaları ölçüsünde bir para politikası tepkisi gerektirecektir.

Enflasyon üzerinde olumsuz etkide bulunabilecek gıda ve ham petrol fiyatlarına dair arz yönlü riskler de mevcuttur. TCMB’nin 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
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 genişletici etkisinin devam etmesi fiyatlar üzerinde talep baskısının sürmesine yol açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Maliye politikasının para politikası ile yeterince eşgüdüm hâlinde bulunmaması ve, başta cari işlemler dengesi ve enflasyon olmak üzere, makroekonomik dengelenme sürecine ihtiyaç duyulan düzeyde katkı vermemesi ülke risk priminin yükselmesine yola açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Kamu tarafından belirlenen ücretlerde ve diğer yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarında geçmiş enflasyona endekslemenin devam etmesi, enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li> <li>Ham petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların akaryakıt fiyatları üzerindeki etkisini yumuşatan idari düzenlemenin fiyatları yükseltici bir konjonktürde sona erdirilmesi enflasyon üzerinde olumsuz etkide bulunabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Maliye politikası tebirleri ve OVP hazırlıkları</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>
Fiyatlandırma davranışı ve beklenti oluşumunda bozulma	<p><b>Fiyatlandırma Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyonda kaydedilen yüksek seviyelerin fiyatlandırma davranışında 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> </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> </ul>

<p>Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması</p>	<p><b>Küresel Para Politikaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyonun öngörülenden hızlı yükselmesiyle Fed ve ECB'nin para politikalarında sıkılaşma sürecinin beklentilerden daha hızlı gerçekleşmesi mümkündür. Buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yavaşlaması söz konusu olabilecektir.</li> </ul> <p><b>Küresel Risk İştahı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Korumacı ticaret politikalarının uygulanmaya başlaması küresel büyümeye dair endişeleri tetikleyerek küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecektir.</li> <li>AB üyesi bazı ülkelerin borç dinamiklerine dair endişelerin küresel risk iştahını sınırlaması mümkün görülmektedir.</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> <li>Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler</li> </ul>
<p>Finansal piyasalarda yurt içi kaynaklı oynaklıkların sürmesi</p>	<p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Türkiye'de cari işlemler ve risk primi belirleyen diğer 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>
<p>Banka kredilerindeki arz yönlü sıkılaşmanın belirginleşmesi</p>	<p><b>Bilanço Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Finansal piyasalardaki dalgalanmalar nedeniyle döviz cinsinden kredisi bulunan firmaların finansal güçlükler yaşaması ihtimaline karşı bankaların kredi arzını kısması söz konusu olabilecektir. 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</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 fiyatları (nominal/reel)</li> <li>Konut satışları, inşaat sektörü katma değeri</li> </ul>
<p>Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkide bulunması</p>	<p><b>Dış Talep:</b></p> <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 tarifesinin Avrupa Birliği ülkeleri için de uygulanacak olması Avrupa Birliği Bölgesi'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 ülkelere Türkiye'ye yönelmesi durumunda sektörel kapasite baskıları hissedilebilecektir.</li> </ul> <p><b>Küresel Enflasyon ve Finansal Koşullar:</b></p> <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 ülkelere para politikası tepkisi</li> </ul>

Ham petrol ithalat fiyatlarının yükselmesi	<p><b>İthalat Fiyatları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• OPEC'in üretim artışı kararının, ABD'nin İran'a yeniden uygulamaya başladığı ambargo nedeniyle üretimde meydana gelecek eksilmeyi telafi edememesi durumunda ham petrol fiyatları yükselebilecektir.</li> <li>• Jeopolitik gelişmeler nedeniyle yükselebilecek belirsizlik algısı, kısa vadede ham petrol fiyatlarında yukarı yönlü spekülasyon hareketleri görülmesine neden olabilecektir.</li> <li>• Küresel büyümedeki zayıflamaya dair riskler ise orta vadede ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü etkide bulunabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ham petrol fiyatları</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	<p><b>İşlenmemiş Gıda Fiyatları:</b></p> <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> </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

### Para ve Maliye Politikası Etkileşimi

Bu kutuda, para ve maliye politikası arasındaki eşgüdümün güçlendirilmesi açısından çeşitli etkileşim kanalları ve iyileştirme alanları ortaya koyulmaktadır. Son dönemlerde maliye politikası yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergi ayarlamaları (YYF) kanalıyla enflasyonla mücadeleye kısa vadede katkı sağlarken (Kutu 3.1); iktisadi faaliyetin güçlü bir büyüme eğilimi sergilediği 2017 yılı sonlarından itibaren açıklanan ilave destekleyici maliye politikası tedbirleri farklı kanallardan enflasyon üzerinde yukarı yönlü etki yapmıştır. İktisadi faaliyetin güçlü bir büyüme eğilimi sergilediği 2017 yılı sonlarından itibaren ilave destekleyici maliye politikası tedbirlerinin açıklanması, söz konusu dönemde kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon kontrolüne yardımcı olacak şekilde belirlenmiş olmasına karşın, enflasyon üzerinde farklı kanallardan etkili olmaya başlamıştır. Bu kanallardan ilki, genişletici maliye politikası tedbirlerinin kamu harcamaları çarpanı yoluyla toplam talebi artırıcı etkisidir. Çıktı açığının pozitif düzeylerde seyrettiği yakın dönemde toplam talepteki artışın enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir etkide bulunduğu düşünülmektedir. Genişletici maliye politikası duruşunun enflasyon üzerinde etkili olduğu bir diğer kanal risk primi üzerinden işlemektedir. Para politikası sıkılaştırırken, maliye politikasının genişletici duruşunu sürdürmesi, küresel finansal koşulların sıkılaştığı, enflasyonun ve cari açığın yükselme eğilimine girdiği bir dönemde ülke risk priminin yükselmesine ve döviz kuru üzerindeki baskının artmasına neden olmaktadır (Kutu 5.1). Bu risklerin kontrol altına alınması ve enflasyonun tekrar düşüş eğilimine girmesi açısından para ve maliye politikası arasında devam eden koordinasyonun makro dengelenmeyi sağlayacak şekilde güçlendirilmesi ve bu alanda atılacak adımların açık iletişiminin yapılması kritik önem taşımaktadır.

Kamu politikaları bütüncül şekilde değerlendirildiğinde politikalar arasındaki eşgüdümün iktisadi faaliyet ve enflasyon kanalıyla ülkenin iç ve dış dengesizlikleri üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. Türkiye özelinde, yüksek enflasyon ve cari işlemler açığının mevcut olduğu bir durumda maliye politikası belirlenirken atılabilecek iç talebi destekleyici adımların enflasyon ve dış denge üzerindeki etkilerinin de dikkate alınması büyük önem taşımaktadır. Enflasyonla mücadele açısından, para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümden kastedilenin yalnızca kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon üzerindeki etkisinin enflasyon hedefine uygun şekilde ayarlanmasının olmadığı vurgulanmalıdır. Bu konuda, maliye politikasının toplam talep üzerindeki etkisinin büyüklüğü ve ekonominin döngüsel olarak hangi evrede bulunduğu da önemlidir.

Kamu tarafından uygulanan ekonomi politikalarının bir kısmı ülkenin uzun vadeli potansiyel büyüme oranını yükseltmeyi amaçlayan daha yapısal nitelikte politikalar iken, bir kısmı da ekonomideki devresel dalgalanmaları en aza indirmeyi amaçlayan konjonktürel nitelikte politikalardır. Maliye politikası her iki amaç için de kullanılabilirken, para politikası yalnızca uzun dönemli trend etrafındaki dalgalanmaları azaltıcı rol oynayabilmektedir. Dolayısıyla, makroekonomik dalgalanmaların mümkün olduğunca azaltılabilmesi açısından para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdüm büyük önem taşımaktadır.

Konjonktürel maliye politikaları ile para politikası makroekonomik dalgalanmalar üzerinde belirleyici rol oynayarak hanehalkı refahını artırmayı hedeflemektedir.<sup>1</sup> Gözlenen değişkenler açısından bakıldığında her iki politikanın da enflasyon ve çıktı açığının seviyeleri üzerinde olduğu kadar oynaklıkları üzerinde de (dalgalanmalar) etkili olduğu bilinmektedir. Ekonomi yazınında maliye politikasının nasıl bir amaç fonksiyonuna bağlı olarak faaliyet gösterdiğinin ekonomik

performans üzerinde de etkili olduğu incelenmektedir. Örneğin, Büyükbaşaran, Çebi ve Küçük Yeşil (2017) çalışmasında, maliye politikası belirlenirken enflasyon ve çıktı açığı oynaklığının birlikte dikkate alınmasının, yalnızca borç istikrarının ya da yalnızca çıktı açığı oynaklığının dikkate alındığı duruma kıyasla, enflasyon ve çıktı açığındaki oynaklığı düşürmek açısından daha başarılı sonuçlara yol açtığı bulunmuştur. Makroekonomik istikrarın en temel iki göstergesi olan enflasyon ve iktisadi faaliyetlerdeki oynaklık, para ve maliye politikaları tarafından ortaklaşa şekilde hedefe konulduğunda, ödünleşimlerden kaynaklanan maliyetlerin daha sınırlı olduğu ve uygulanan politikaların daha etkili olduğu gösterilmektedir.

Maliye politikasının enflasyonu etkileme kanallarından ilki ve en doğrudan olanı, genişletici maliye politikası tedbirlerinin kamu harcamaları çarpanı yoluyla toplam talebi artırıcı etkisidir. Akademik yazında yer alan çalışmalarda, maliye politikasının etkinliğini belirleyen pek çok faktör olduğu, mali çarpanın işaretinin ve boyutunun belirlenmesinde iş çevrimlerinin konumunun, döviz kuru rejiminin, dış ticarete açıklık derecesinin, mali şokların niteliğinin, otomatik dengeleyicilerin kapsamının, kamu mali duruşunun, para politikası uygulamalarının, finansal sistemin sağlamlığının ve belirsizliğin önemli rol oynayabileceği ifade edilmektedir (Batini ve diğerleri, 2014). Ayrıca, mali çarpan değerinin düşük borç stokuna sahip ülkelerde daha yüksek olabileceğini gösteren çalışmalar da bulunmaktadır (Huidrom ve diğerleri, 2016).

Bu çerçevede, konjonktürel maliye politikası tasarlanırken mali çarpan değerlerinin yüksek ve düşük büyüme dönemlerinde farklılaşabileceği bulgusunun dikkate alınması önemli görülmektedir. Akademik yazında yer alan bazı çalışmalar, özellikle düşük büyüme/resesyon dönemlerinde kamu harcama artışlarının milli gelir üzerindeki etkisinin artabileceğini ortaya koymaktadır (Auerbach ve Gorodnichenko, 2012, 2013; Baum ve Koester, 2011; Çebi ve Özdemir, 2016). Dolayısıyla, çıktı açığının pozitif değer aldığı, ekonominin ısınma belirtileri gösterdiği yüksek büyüme dönemlerinde kamu harcama artışlarının büyüme üzerindeki etkileri azalmakta, buna karşılık kamu harcama artışları dolayısıyla katlanılan maliyet (vergi artışı yapılması veya borçlanmada artış yoluna gidilmesi) artmaktadır. Bu nedenle düşük büyüme dönemlerinde ekonomik aktiviteyi canlandırmak ve işsizlik oranlarını düşürmek için var olan mali alanın kullanılması, yüksek büyüme dönemlerinde ise kamu harcamalarının sınırlanması ve bütçe disiplininin sağlanması önem arz etmektedir. Kamu harcamalarında kısıntıya gidilmesi suretiyle sağlanacak mali disiplinin yüksek cari işlemler açığı olan ülkelerin yurt içi tasarruflarının artırılması noktasında da katkı sunması beklenmektedir.

Genişletici maliye politikası duruşunun enflasyon üzerinde daha dolaylı ancak muhtemel etkisi daha büyük olan bir diğer kanal ise risk primi üzerinden işlemektedir. Grafik 1 ve 2'de görüldüğü üzere, ekonomide kazanılan güçlü ivmeye karşın, maliye politikasının ihtiyari kısmını temsil eden iktisadi döngüden arındırılmış faiz dışı bütçe dengesinde 2016 yılından bu yana azalma eğilimi devam etmektedir. Bir başka ifadeyle, çıktı açığının pozitif olduğu (iktisadi büyümenin potansiyelinin üzerine çıktığı) 2017 yılında, maliye politikasının genişletici yönde uygulanmasına devam edildiği görülmektedir. Bu durum, enflasyonla mücadeleyi güçleştirdiği değerlendirilmesinden hareketle yatırımcılar nezdinde makroekonomik istikrarı sağlamakla görevli kamu kuruluşları arasındaki eşgüdümün sorgulanmasına neden olarak ülke risk priminin yükselmesine neden olmuştur. Bu tür kaygılara ilave olarak, cari işlemler açığının bozulmaya başlaması, emsal ülkelere göre yönetilebilir seviyelerde olmasına karşın bütçe açıklarının olumsuz bir görünüm sergilemeye başlaması ve risk primindeki yükselişin neden olduğu döviz kuru artışları da enflasyon üzerinde yükseltici rol oynamıştır. Nitekim, Kutu 5.1'de, küresel finansal koşulların sıklaştığı dönemlerde, cari işlemler dengesi, uluslararası rezervler ve bütçe dengesi gibi

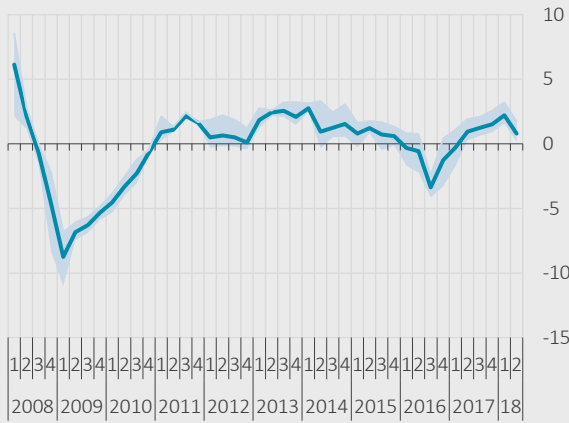
<sup>1</sup> Sosyal refahı maksimize edecek optimal para ve maliye politikası bileşenini inceleyen çalışmalara Chari ve Kehoe (1999), Schmitt-Grohe ve Uribe (2004) ve Benigno ve Woodford (2003) örnek verilebilir.

unsurlardaki bozulmaların, Türkiye'nin ülke risk priminin emsal ülkelerden olumsuz şekilde ayrışmasına yol açtığı gösterilmektedir. Dolayısıyla, bu unsurlarda iyileşme sağlanması kadar bu unsurlardaki gelişmelerin daha şeffaf ve karşılaştırmalı şekilde iletişiminin yapılması da beklenti yönetimi ve risk algılamalarının kontrolü açısından önemli görülmektedir.

Borç istikrarının yanı sıra makroekonomik dengeleri gözetilen maliye politikası uygulamalarının mümkün olabilmesi ile para ve maliye politikası arasındaki eşgüdümün güçlendirilebilmesi için vergi ve harcama politikalarında önemli iyileştirme alanları bulunmaktadır. Vergi politikalarına ilişkin olarak, vergi sisteminin daha basit ve etkin hale getirilmesi, kayıt dışılıkla etkin bir şekilde mücadele edilmesi ve vergi tabanının genişletilmesi kamunun gelir yaratma potansiyelini önemli ölçüde artıracak ve dolaysız vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payının artmasına katkıda bulunacaktır. Ayrıca, vergi politikalarının oluşturulmasında öngörülebilirliğin dikkate alınması da gerek kamu kesiminin gerekse özel kesimin harcama ve tasarruf kararlarını olumlu yönde etkileyecektir.

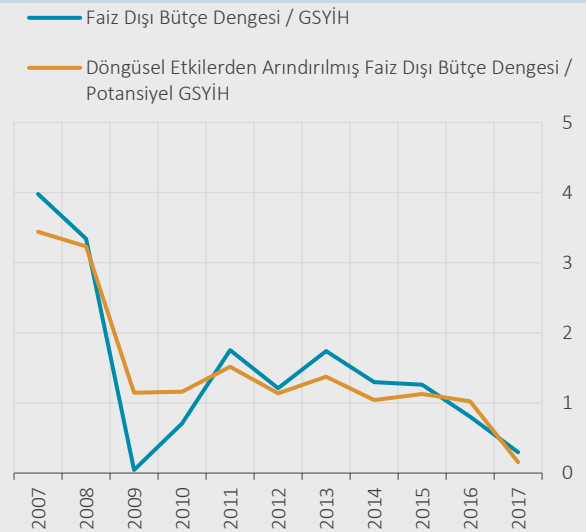
Kamu harcamalarının finansmanında vergi gelirlerinin önemli bir rol oynadığı dikkate alındığında iyi bir vergi politikasının oluşturulmasının yanı sıra iyi bir harcama politikasının belirlenmesi önem arz etmektedir. Bunun yanında, kamu harcama kompozisyonu da makroekonomik dengeler üzerinde belirleyici olduğundan, kamu harcamalarında etkinliğin artırılması ve kamu yatırımlarının uzun vadede potansiyel üretim seviyesini artıracak alanlara yönlendirilmesinin toplumsal refaha katkı yapacağı değerlendirilmektedir. Son olarak, maliye politikası uygulamasında politikaların kamuoyu ile iletişimi de beklenti yönetimi ve ülke risk primi üzerindeki etkilerinden ötürü önemli görülmektedir.

**Grafik 1: Çıktı Açığı (Ortalama ve Minimum-Maksimum Bandı)**



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

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



Kaynak: Maliye Bakanlığı, TCMB Hesaplamaları.

## Kaynakça

- Auerbach, Alan J., ve Yuriy Gorodnichenko (2012), "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4, no. 2: 1-27.
- Auerbach, Alan J., ve Yuriy Gorodnichenko (2013), "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion", In *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, ed. A. Alesina and F. Giavazzi, 63-98. Chicago: University of Chicago Press.
- Batini, Nicoletta, Luc Eyraud ve Anke Weber (2014), "A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers", IMF Working Paper, 14/93.
- Baum, Anja, ve Gerrit B. Koester (2011), "The Impact of Fiscal Policy on Economic Activity over the Business Cycle - Evidence from a Threshold VAR Analysis", Deutsche Bundesbank Discussion Paper, no. 03/2011.
- Benigno, Pierpaolo, ve Michael Woodford (2003), "Optimal Monetary and Fiscal Policy: A Linear-Quadratic Approach", *NBER Macroeconomics Annual*, 18: 271-333.
- Büyükbaşaran, Tayyar, Cem Çebi ve Hande Küçük Yeşil (2017), "The Interaction between Monetary and Fiscal Policies in a Small Scale Structural Model", TCMB Ekonomi Notu, değerlendirme sürecinde.
- Chari, Varadarajan V., ve Patrick J. Kehoe (1999), "Optimal Fiscal and Monetary Policy", *Handbook of Macroeconomics*, 1: 1671-1745.
- Çebi, Cem ve K. Azim Özdemir (2016), "Cyclical Variation of Fiscal Multiplier in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği No. 16/19, Eylül 2016.
- Huidrom, R., Kose, M.A., Lim, J. ve F. Ohnsorge (2016), "Do Fiscal Multipliers Depend on Fiscal Positions?", CEPR Discussion Paper, DP11346.
- Schmitt-Grohé, Stephanie, ve Martin Uribe (2004), "Optimal Fiscal and Monetary Policy under Sticky Prices", *Journal of Economic Theory*, 114.2: 198-230.

