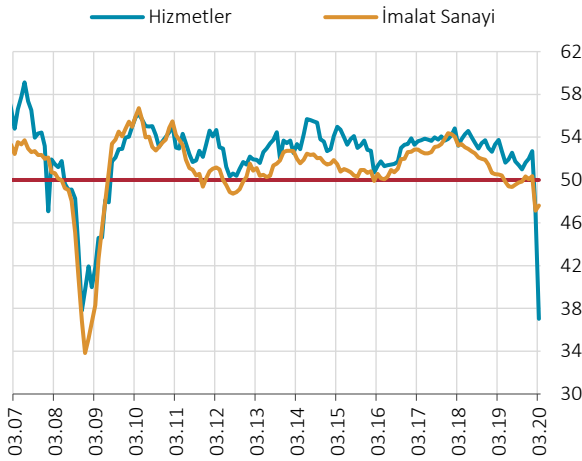


1. Genel Değerlendirme

Koronavirüs (Covid-19) salgınının dünya çapında yayılması birçok kanaldan etkisini göstermekte ve küresel iktisadi faaliyetin sert şekilde daralmasına neden olmaktadır. Salgını sınırlamaya yönelik önlemler ilk etapta tedarik zincirini ve üretimi etkilerken, salgının küresel ölçekte yayılmasıyla belirsizlikteki artış, finansal koşullardaki sıkılaşma, hanehalklarının gelir kaybı ve firmaların nakit akışındaki bozulma talepte de belirgin bir zayıflamaya yol açmaktadır. Salgın hastalığa karşı uygulamaya konulan sosyal yalıtım tedbirleri Mart ayında hizmetler sektörü faaliyetinin hızla zayıflamasına yol açarken, sıkılaşan finansal koşulların yanı sıra talep ve belirsizlik kanalıyla takip eden dönemde imalat sanayinin de bu yavaşlamaya eşlik etme olasılığı bulunmaktadır (Grafik 1.1). Sert şekilde daralan küresel talebin yanında, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle 2020 yılına ilişkin enflasyon tahminleri gelişmiş ülkeler için önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir.

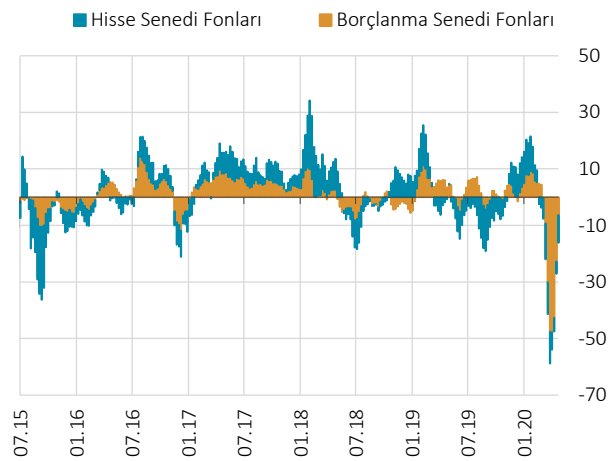
Tüm dünyayı etkisi altına alan salgının küresel finans krizinden daha derin ekonomik etkileri olduğu görülmektedir. İstihdam, tedarik zincirleri ve üretim kapasitesi üzerinde meydana gelebilecek kalıcı bir tahribatın önlenmesi amacıyla küresel çapta büyük ölçekli parasal ve mali tedbirler uygulamaya konulmuştur. Parasal tedbirler kapsamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarında faiz indirimleri, varlık alımları, likidite adımları ve kredi destek programları gibi çeşitli uygulamalar öne çıkmaktadır.

Grafik 1.1: Küresel PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 1.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



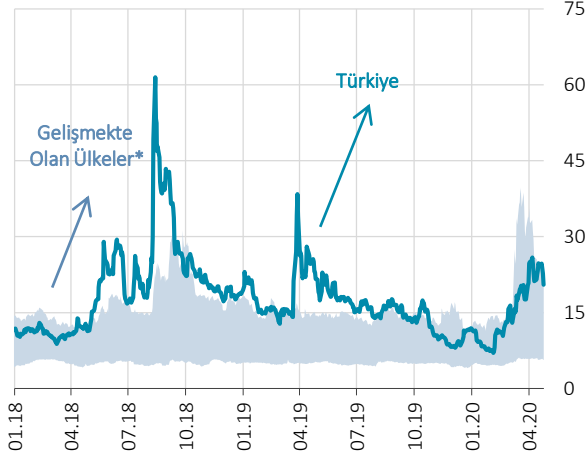
Kaynak: EPFR.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında bir önceki yılın son çeyreğindeki toparlanma eğilimi 2020 yılı başında da sürerken, salgının küresel bir nitelik kazanmasını takiben bu ülkelere büyük ölçekli çıkışlar gerçekleşmiştir (Grafik 1.2). Mart ayında, küresel finansal kriz dönemi de dahil olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin portföy piyasalarından şimdiye kadarki en yüksek miktarda çıkış gerçekleşmiştir. Normalleşme sürecine ilişkin belirsizlikler halen yüksek seyretmekte birlikte açıklanan para ve maliye politikası önlemlerinin de etkisiyle söz konusu ülkelerin portföy piyasalarına akımların 2020 yılının ikinci yarısında bir miktar toparlanması beklenmektedir.

Küresel risk iştahındaki gerilemeyle birlikte yatırımcıların güvenli liman arayışına girmesi sonucunda GOÜ'lerin risk primlerinde belirgin artışlar gözlenmiştir. Bu süreçte Türkiye'nin ülke risk primi de yükselirken, Türk lirası değer kaybetmiş ve kur oynaklığı artmıştır (Grafik 1.3). Salgın öncesi dönemde enflasyondaki düşüşün ve faiz indirimlerinin de katkısıyla finansal koşullarda belirgin bir iyileşme gözlenmiş, kredi büyümesi 2019 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren ivmelenmiştir (Grafik 1.4). Alınan makroihtiyati tedbirlerin etkisiyle, 2020 yılının ilk aylarında hız kesen tüketici kredileri büyümesi, salgının

ülkemizde de görülmeye başlamasıyla birlikte Mart ayı ortasından itibaren bir miktar ivme kaybetmiştir. Öte yandan, ticari kredilerdeki ivmelenme devam etmektedir. Alınan parasal, finansal ve mali tedbirlerin yanı sıra büyük ölçüde kamu bankalarının genişletilen kredi arzının kredi büyümesine ilişkin aşağı yönlü riskleri sınırladığı ve reel sektöre kredi akışının kesintisiz olarak devam etmesine katkı sağladığı değerlendirilmektedir.

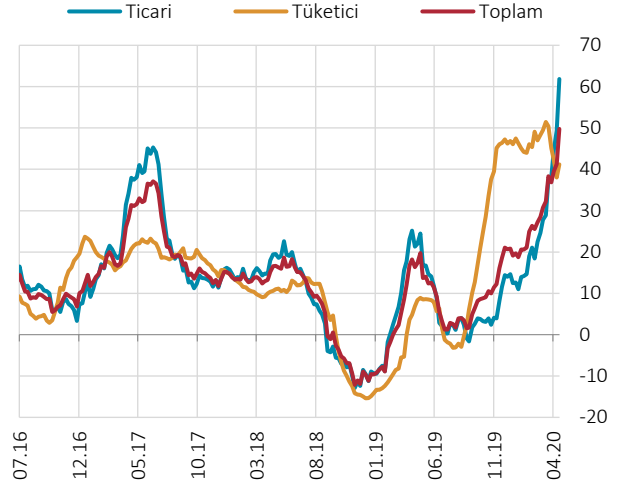
Grafik 1.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

Grafik 1.4: Kredilerin Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)

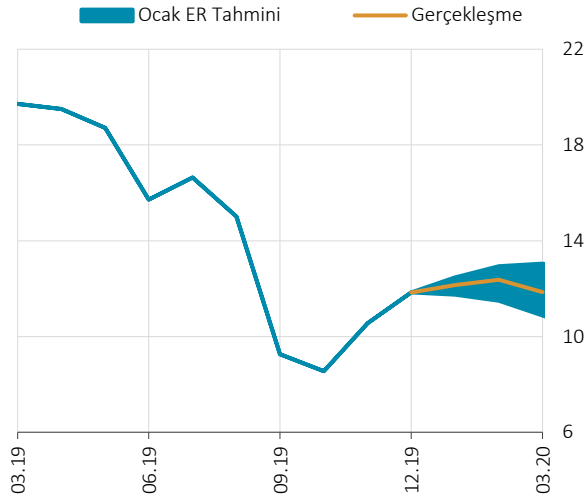


Kaynak: TCMB.

Salgına bağlı gelişmeler Mart ayının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyeti dış ticaret, turizm ve iç talep kanallarıyla sınırlamaya başlamış, söz konusu etkiler Nisan ayı itibarıyla derinleşerek işgücü piyasasına da yansımıştır (Kutu 1.1). Yüksek frekanslı veriler, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de ikinci çeyrek için belirgin bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Türkiye’nin en büyük ticaret ortağı olan Avrupa ülkeleri salgından olumsuz etkilenen ülkeler arasında öne çıkmaktadır. Salgının etki alanı ve petrol fiyatlarındaki mevcut düzeyler değerlendirildiğinde, Orta Doğu ve Afrika ile Rusya gibi ihracat pazarlarımızın talebi de önümüzdeki dönemde zayıf kalabilecektir. Mevcut görünüm altında, mal ve hizmet ihracatında beklenen yavaşlamaya rağmen, emtia fiyatları ve ithalatın sınırlayıcı etkisiyle cari işlemler dengesinin yıl genelinde ılımlı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

Tüketici enflasyonu 2020 yılının ilk çeyreğinde yüzde 11,86 ile bir önceki çeyrek sonuna kıyasla yatay seyretmiş ve Ocak Enflasyon Raporu tahmini ile uyumlu bir seyir izlemiştir (Grafik 1.5). Bu çeyrekte enerji ve gıda grupları enflasyona düşüş yönünde katkı verirken, temel mal ve hizmet gruplarının katkısı önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. Böylece, çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu tahmin aralığının üst bandına yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.6). Yılın ilk çeyreğinde, çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu bir miktar yükselse de, enflasyon beklentileri, iç talep koşulları ve üretici fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak eğilimleri ılımlı seyretmiştir.

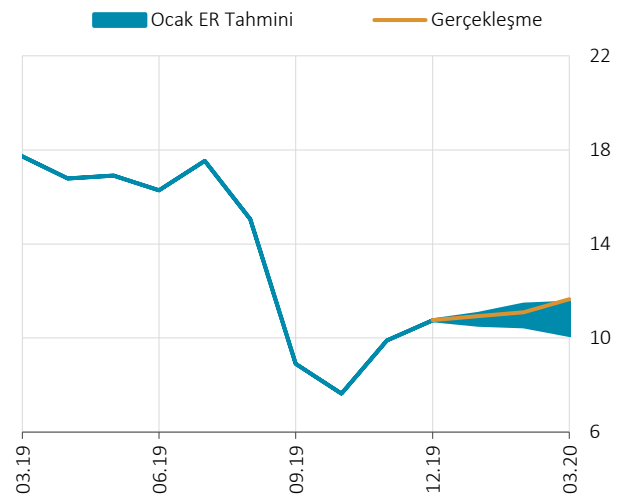
Grafik 1.5: Ocak 2020 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.6: İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon (B Endeksi) için Ocak 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

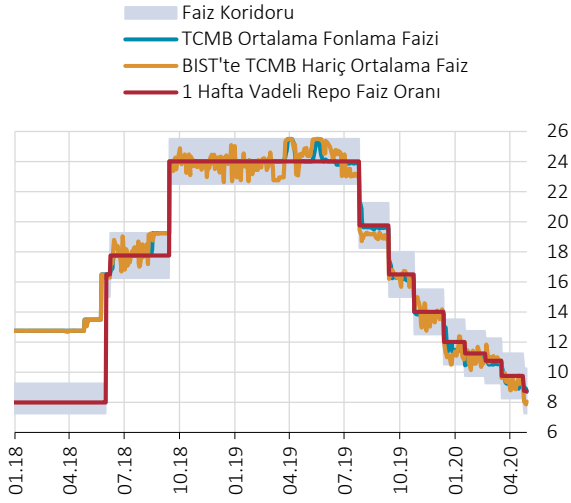
* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Salgın hastalıkla başlayan süreç enflasyonu maliyet ve talep kanallarıyla belirgin ölçüde etkilemektedir. Son dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybına rağmen başta ham petrol ve metal olmak üzere uluslararası emtia fiyatlarındaki keskin düşüşler enflasyon görünümünü olumlu etkilemektedir. Üretim ve satışlardaki düşüşe bağlı birim maliyet artışları takip edilmekle birlikte, küresel ticaret hacmindeki zayıflama ve hareketliliği kısıtlayıcı tedbirlere bağlı olarak toplam talep koşullarının enflasyonu sınırlayıcı etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren arttığı değerlendirilmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu sonrası dönemde enflasyon görünümündeki iyileşmenin sürmesiyle faiz indirim süreci devam etmiştir. Ocak ve Şubat aylarında atılan ölçülü adımların ardından, emtia fiyatları ve talep koşullarının yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırdığı değerlendirilmesiyle Mart ve Nisan aylarında 100'er baz puan faiz indirimi gerçekleştirilmiştir (Grafik 1.7). Salgının Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması amacıyla TCMB tarafından faiz indirimlerinin yanı sıra, likidite ihtiyacının karşılanmasına ve firmaların nakit akışının düzenlenmesine yönelik kapsamlı bir tedbir seti uygulamaya konulmuştur. Bankalara hedefli ilave likidite imkânları tanınması ve reeskont kredi imkanlarının KOBİ odaklı yaklaşımla genişletilmesi yönündeki uygulamaların reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamına katkıda bulunması beklenmektedir. Alınan parasal önlemler finansal koşullarda salgına bağlı sıkılaşmayı azaltarak finansal istikrarı desteklemeyi hedeflemektedir.

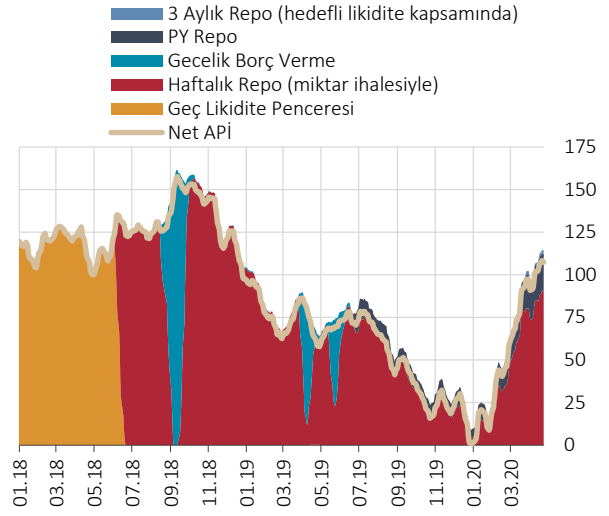
Sistemin fonlama ihtiyacının artış gösterdiği mevcut Rapor döneminde, fonlamanın önemli bir kısmı TCMB ve BIST bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmıştır. Bununla birlikte açık piyasa işlemleri (APİ) aracılığıyla sağlanan net fonlama miktarında da artış gözlenmiştir (Grafik 1.8). Salgın sürecinde parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin artırılması ve finansal istikrarın desteklenmesi için TCMB APİ portföyü kapsamında DİBS alımları önden yüklemeli olarak gerçekleştirilmiş ve TCMB APİ portföyünün TCMB analitik bilanço aktif toplamına oranı yükseltilmiştir.

Grafik 1.7: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 1.8: TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



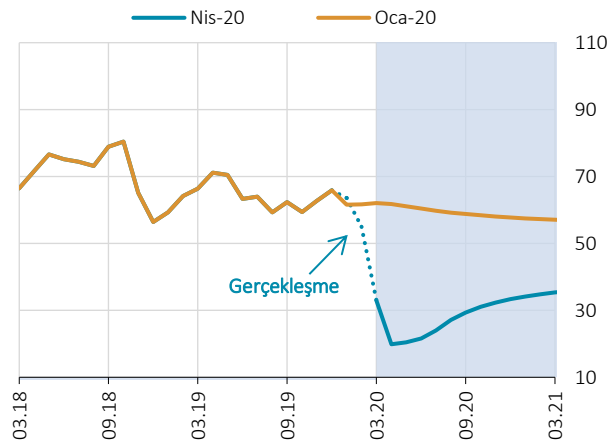
Kaynak: TCMB.

1.1 Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Dışsal Değişkenlere Dair Temel Varsayımlar

Orta vadeli tahminler üretilirken yukarıda özetlenen makro görünüm esas alınmakta; buna ek olarak ithalat fiyatları, gıda fiyatları ve maliye politikası gibi dışsal unsurlar için varsayımlar oluşturulmaktadır. Buna göre, küresel talep görünümündeki zayıflamaya bağlı olarak Ocak Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2020 yılı için ortalama 60,0 ABD dolarından 32,6 ABD dolarına düşürülmüştür (Grafik 1.1.1). 2020 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımında da, petrol fiyatlarına göre daha sınırlı olmakla birlikte belirgin bir aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 1.1.2). Küresel talepteki toparlanmaya bağlı olarak 2021 yılı için petrol ve ithalat fiyatları artış hızında yukarı yönlü bir güncelleme yapılmıştır. Diğer taraftan, 2020 yılı için Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 11 olacağı varsayılan gıda enflasyon tahminleri, işlenmemiş gıdadaki son dönem eğilimleri ve turizmde beklenen yavaşlama dikkate alınarak yüzde 9,5 olarak güncellenmiştir. Orta vadeli tahminler oluşturulurken maliye politikası tedbirlerinin alınan diğer parasal ve finansal tedbirlerle birlikte salgın sürecinde ekonominin üretim potansiyelini destekleyeceği ve salgın sonrası toparlanmaya katkı yapacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının, enflasyondaki düşüş patikasıyla büyük ölçüde uyumlu şekilde belirleneceği varsayılmıştır.

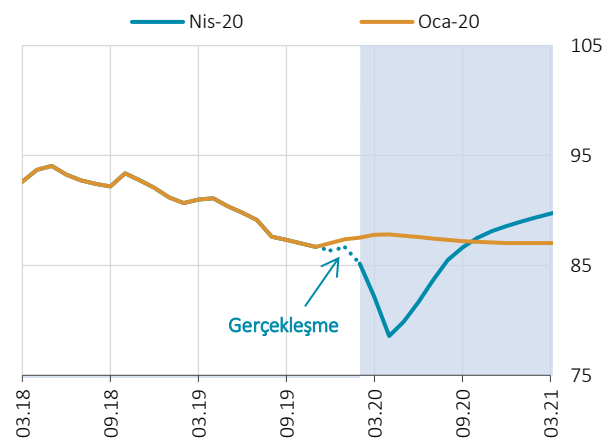
Grafik 1.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 1.1.2: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (Endeks, 2010=100)



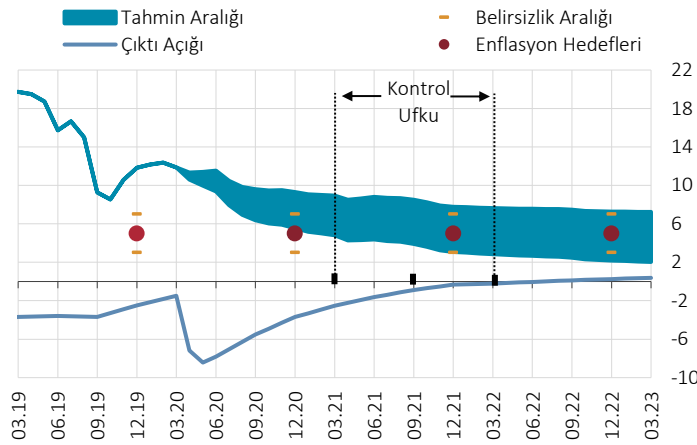
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Orta Vadeli Tahminler

Mevcut para politikası duruşu ve güçlü politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2020 yılı sonunda yüzde 7,4 olarak gerçekleşeceği, 2021 yıl sonunda yüzde 5,4'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2020 yılı sonunda yüzde 5,5 ile yüzde 9,3 aralığında (orta noktası yüzde 7,4), 2021 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 7,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.1.3).

Grafik 1.1.3: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Toplam talep koşullarına ilişkin tahminler oluşturulurken, iktisadi faaliyette ikinci çeyrek için öngörülen zayıflamada belli sektörlerde üretime ara verilmesi ve işyerlerinin kapalı olması gibi arz yönlü unsurlar da dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda, çıktı açığı 2020 yılı ikinci çeyreğinden itibaren belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiş ve toplam talep koşullarının bir önceki Rapor dönemine göre enflasyonu düşürücü etkisinin güçlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Enflasyonu etkileyen tüm unsurlar ışığında, 2020 yıl sonu enflasyon tahmini aşağı yönlü güncellenmiştir. Tahmine aşağı ve yukarı yönde etki eden unsurların birbirini dengelemesiyle 2021 yılına ilişkin enflasyon tahmini değiştirilmemiştir.

2020 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 8,2'den yüzde 7,4'e güncellenmiştir. Bir önceki Rapor dönemine göre çıktı açığında yapılan aşağı yönlü güncelleme, tüketici enflasyonu tahminini 1,2 puan; 2020 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımındaki düşüş ise enflasyon tahminini 0,3 puan aşağı çekmiştir. Diğer taraftan, salgının yayılımını engellemeye yönelik önlemler nedeniyle üretim ve satışlarda görülen düşüşe bağlı birim işgücü maliyet artışlarının yıl sonu enflasyon tahminine etkisi 0,5 puan olarak hesaplanmaktadır. Bir önceki Rapor dönemi sonrasında küresel gelişmelerin etkisiyle Türk lirasında görülen değer kaybına karşın, ham petrol fiyatlarındaki keskin düşüşün devamına bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarının yıl sonu enflasyon tahminine katkısı 0,2 puan ile sınırlı kalmıştır.

2021 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 5,4 olarak korunmuştur. 2020 yılı ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlayacağı öngörülen çıktı açığının seviye olarak bir önceki Rapor döneminin altında kalması 2021 yıl sonu tahminini 0,3 puan düşürücü yönde etkilemektedir. Diğer taraftan, küresel faaliyetteki toparlanmaya bağlı olarak petrol ve ithalat fiyatlarında öngörülen artışların 2021 yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan yükselteceği tahmin edilmektedir.

Yukarıda paylaşılan tahminler, salgının küresel ve yerel ölçekte finansal oynaklıklar ve iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin yılın ikinci yarısında kademeli olarak zayıfladığı bir çerçevede elde edilmiştir. Bu kapsamda, küresel risk iştahının zayıf seyri nedeniyle küresel finansal koşullardaki sıkılığın kısa vadede devam edeceği varsayılmıştır. Salgına bağlı olumsuzlukların hafiflemesiyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının atmakta olduğu genişletici adımların küresel risk iştahı ve ülke risk primlerine olumlu yansımalarının yılın ikinci yarısında belirginleşeceği öngörülmüştür.

Tahminler güncellenirken, parasal duruşun enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve orta vadeli enflasyon hedefiyle uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir görünüm esas alınmıştır. Salgın hastalığa bağlı olumsuz etkilerin geçici olduğu ve yılın ikinci yarısıyla birlikte, yurt içi talepte nispeten daha güçlü ve erken olmak üzere, ekonominin toparlanma eğilimine gireceği öngörülmektedir. İktisadi faaliyetin toparlanma hızı normalleşme sürecinin yurt içindeki seyri kadar küresel ekonomideki gidişata da bağlı olacaktır. Salgın hastalığa bağlı gelişmelerin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması açısından finansal piyasaların, kredi kanalının ve firmaların nakit akışının sağlıklı işleyişinin devamı büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, yakın dönemde uygulamaya konulan parasal ve mali tedbirlerin ekonominin üretim potansiyelini destekleyerek finansal istikrara ve salgın sonrası toparlanmaya katkı yapacağı değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, salgının yayılma hızının azalması ve sağlık tedbirlerinin hafiflemesiyle birlikte faaliyet üzerindeki arz yönlü etkilerin görece hızlı ortadan kalkacağı; yılın ikinci yarısından itibaren toplam talebin kademeli olarak toparlanacağı tahmin edilmektedir. Sağlık tedbirlerinin ortadan kalkmasıyla talep koşullarının enflasyon üzerindeki etkilerinin daha belirgin hale geleceği ve yıllık enflasyondaki düşüşün Temmuz ayından itibaren hızlanacağı öngörülmektedir.

1.2 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Para Politikası Tepkisi

Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Ana senaryoda esas alınan görünümü ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan başlıca aşağı ve yukarı yönlü makro iktisadi riskler şunlardır:¹

- Salgının seyrine ve yayılımını sınırlamaya yönelik önlemlere dair belirsizlikler;
- Küresel büyüme görünümüne ilişkin riskler;
- Yurt içi talep ve büyüme görünümüne ilişkin belirsizlikler;
- Hanehalkı, firmalar ve finansal sektör arasındaki nakit akışına ilişkin riskler;
- Kredi piyasasına yönelik riskler;
- Birim iş gücü maliyetleri ile işgücü piyasasına ilişkin riskler;
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrine ilişkin belirsizlikler ile ülke risk priminde ve döviz kurundaki oynaklıklar;
- Orta vadeli enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefinin üzerinde seyretmesi;
- Ham petrol ve ithalat fiyatlarındaki oynaklıklar;
- Para ve maliye politikası eşgüdümüne (mali duruş, yönetilen/yönlendirilen fiyat, ücret ve vergi ayarlamaları) dair riskler;

Salgının küresel ve ulusal ölçekte yayılım hızına ve normalleşme sürecine dair belirsizlikler sürmektedir. Bu kapsamda, seyahat kısıtlamaları, evden çıkma yasağı, sosyal yalıtım gibi salgının yayılımını sınırlamayı hedefleyen önlemlerin süresi ve zamanlaması kadar bunların tüketim alışkanlıkları ve genel harcama davranışına olası etkilerine yönelik belirsizlikler devam etmektedir. Mevcut tahminler Türkiye'de ve dünya genelinde salgının yayılım hızının yıl ortasına doğru belirgin ölçüde azalacağı ve sağlık tedbirlerinin yılın üçüncü çeyreğinden itibaren hafifletileceği bir çerçeveyi esas almaktadır. Normalleşmenin daha uzun sürmesi durumunda küresel ve yurt içi büyüme görünümündeki zayıflama daha belirgin olabilecek ve ilave tedbir gereksinimi ortaya çıkabilecektir.

Salgına bağlı gelişmelerin başta hizmetler, ihracat, turizm ve bağlantılı sektörler olmak üzere yurt içi büyüme üzerindeki etkileri ve işgücü piyasasına yansımaları yakından izlenmektedir. Hastalıktan etkilenen veya yüksek risk grubunda yer alan bireyler işgücünden çekilirken, faaliyete ara veren işyerlerinde

¹ Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 7.2.3'te özetlenmektedir.

çalışanlar gelir kaybına uğramakta ve verimlilik kayıpları gözlenmektedir. Kısa çalışma ödeneği gibi istihdamı korumaya yönelik önlem paketleri istihdam ve gelir kayıplarını kısmen sınırlasa da, üretimdeki düşüşe bağlı olarak birim işgücü maliyetleri artmakta ve gelir kanalıyla yurt içi talep zayıflamaktadır. Salgın, ödenemeyen ücretler ve tahsil edilemeyen alacaklar gibi unsurlar kanalıyla hanehalkı, firmalar ve finansal sektör arasındaki nakit akışını da etkilemekte; tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de bu sorunları en aza indirmeye yönelik parasal ve mali tedbirler uygulanmaktadır. Bu çerçevede, nakit akışına ilişkin gelişmeler ve alınan parasal tedbirlerin etkinliği finansal istikrar açısından yakından takip edilmektedir.

Küresel risk iştahının zayıflaması finansal piyasalarda oynaklığın belirgin şekilde artmasına neden olmuştur. Yakın dönemde, hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi ve tahvil piyasalarında ciddi dalgalanmalar gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerden yoğun sermaye çıkışları izlenirken, genel eğilimle birlikte Türkiye’nin ülke risk primi de yükselmiş, Türk lirası değer kaybetmiş ve kur oynaklığı artmıştır. Salgına ilişkin belirsizliklerin azalmasını takiben, alınan parasal ve mali tedbirlerin de katkısıyla, küresel gelişmelerin ülke risk primi ve kur oynaklığı üzerindeki olumsuz etkilerinin hafifleyeceği tahmin edilmektedir. Belirsizliklerin yüksek seyrettiği bu süreçte, salgın hastalığın sermaye akımları, finansal koşullar, dış ticaret ve emtia fiyatları kanalıyla oluşturmada olduğu küresel etkiler yakından takip edilmektedir. Bu kapsamda Merkez Bankası, salgının Türkiye ekonomisine etkilerini izleyerek elindeki araçları fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda kullanmaya devam edecektir. Artan risk algılamaları karşısında kredi piyasasının olumsuz etkilenmesini önlemek amacıyla alınan kapsamlı tedbirlerin yanı sıra kamu bankalarının kredi arzını artırmasının etkisiyle Türk lirası kredi büyümesindeki güçlü seyir korunmakla birlikte, kredi piyasasındaki gelişmeler yakından izlenecek ve kredi kanalının sağlıklı işleyişini sağlamak için gerekli tedbirler uygulanacaktır.

Güncel enflasyon tahminleri üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde talep koşullarının enflasyonu yavaşlatıcı yönde belirgin bir katkı yapması beklense de, söz konusu etkinin boyutuna yönelik önemli belirsizlikler söz konusudur. Büyümedeki yavaşlamanın ne ölçüde arz ne ölçüde talep kaynaklı olduğu konusu çıktı açığının ölçümüne ilişkin önemli bir belirsizlik oluşturmaktadır. Ayrıca sosyal yalıtım önlemleri çerçevesinde birçok fabrika ve işyerinin faaliyetlerine ara vermek durumunda kalması, kısa dönemde enflasyonun talep koşullarına olan duyarlılığını sınırlayabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, iç ve dış talep koşullarında beklenenin ötesinde bir yavaşlama ihtimali enflasyon tahminleri üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Başta ham petrol ve metal fiyatları olmak üzere uluslararası emtia fiyatlarındaki keskin düşüş enflasyon görünümünü olumlu etkilemektedir. Küresel ham petrol stokları hâlihazırda oldukça yüksek düzeylerde seyrederken, petrol arzındaki kısıntı planları talepteki düşüşün gerisinde kalabilecektir. Bu doğrultuda, ham petrol fiyatları üzerinde talep kaynaklı aşağı yönlü riskler bulunmaktadır. Öte yandan, küresel risk iştahına bağlı olarak kur oynaklığının yüksek seyretmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bunun yanı sıra, üretim ve satışlardaki düşüşe bağlı birim maliyet artışları ve tedarik zinciri kaynaklı olası yukarı yönlü etkiler de yakından takip edilmektedir. Yıl sonu ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflenen düzeylerin üzerinde seyretmesi, fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir.

Salgın hastalığa bağlı iktisadi risklerin en aza indirilmesi açısından para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümün sürdürülmesi büyük önem arz etmektedir. Salgının ekonomiyi birçok farklı kanaldan etkilemesi, başta nakit akışının düzenlenmesi ve istihdamın korunmasına yönelik tedbirler olmak üzere şirketler ve hanehalkı üzerindeki etkilerin asgari düzeyde tutulabilmesi için koordineli politika uygulamaları gerektirmektedir. Dolayısıyla, makro ölçekteki para ve maliye politikalarının yanı sıra en çok etkilenen iktisadi birimleri hedefleyen ve sektörel etkileşimleri dikkate alan politika uygulamalarının kritik önemde olduğu değerlendirilmektedir. Bu süreçte atılacak politika adımlarının hedefli ve geçici nitelikte olması politika etkinliğini destekleyecektir.

Kutu 1.1

Salgının Türkiye Ekonomisini Etkileme Kanalları ve Makro Politika Bileşimi

Koronavirüs salgınına önleyici tedbirlere bağlı olarak tüm dünyada büyüme görünümü zayıflamış; salgının seyrine ilişkin belirsizlikler finansal piyasalarda risk algılamalarının ve oynaklığın belirgin şekilde artmasına neden olmuştur. Halk sağlığının korunması temel amacı doğrultusunda salgının yayılım hızını yavaşlatmaya yönelik sağlık politikaları kritik önem taşımaktadır. Bu süreçte ekonomi politikalarına düşen rol ise salgının ve salgına karşı alınacak önlemlerin hanehalkı, firmalar ve finansal kesim üzerinde oluşturduğu ekonomik ve finansal etkileri en aza indirmek ve bu kesimler arasındaki parasal akışın devamını sağlamak olmaktadır (Gourinchas, 2020).

Salgın dolayısıyla ülkelerin çoğunda daha önceki küresel krizlerin aksine, hem reel sektör (hanehalkı ve firmalar) hem de finansal sektör aynı anda farklı olumsuz şoklara maruz kalmakta; sektörler arasındaki güçlü etkileşimler nedeniyle bu şoklar küresel büyüme görünümüne güçlü bir şekilde sirayet etmektedir (Kutu 2.1). Küresel ticaret hacmi zayıflamakta, artan belirsizlik algısı görece daha riskli finansal varlıklardaki satış baskısını artırmakta ve küresel finansal koşulların sıkışmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, salgının ekonomik ve finansal etkilerine yönelik olarak tüm dünyada büyük ölçekli parasal, finansal ve mali tedbirler uygulanmaktadır (Kutu 2.2). Küresel gelişmelerin yanı sıra salgının yurt içinde yayılımını önlemeye yönelik sosyal yalıtım, karantina ve seyahat kısıtları gibi önlemler de hanehalkı, firmalar kesimi ve finansal sektör arasındaki gelir akımlarını olumsuz etkilemektedir. Söz konusu etkilerin sınırlanması ve istihdam ile üretim potansiyelinin korunmasına yönelik olarak Türkiye’de de kapsamlı parasal ve finansal politikalar (Kutu 5.1) ile mali tedbirler (Kutu 6.1) uygulamaya konulmuştur.

Bu kutuda, salgının Türkiye ekonomisini etkileme kanalları incelenmekte ve makro politika bileşiminin temelde hangi kanallara yönelik olarak belirlendiği ortaya konulmaktadır. Bu amaçla, dış dünya ile ülke ekonomisi arasındaki ticari ve finansal bağlantılar ile yurt içindeki farklı sektörler arasındaki mal/hizmet ve gelir akımlarını gösteren dairesel bir akış şeması kullanılmaktadır (Şema 1). Şemada iktisadi birimler arasındaki akışta oluşabilecek aksaklıklar kırmızı çarpı (X) işaretiyle gösterilmekte ve farklı etkiler şema üzerinde belirtilmektedir.¹

Küresel Büyüme Görünümü ve Dış Ticaret

Salgın 2019 yılı Aralık ayında Çin’de ortaya çıkmış ve kısa zamanda diğer ülkelere de yayılarak tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Salgının dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan ve küresel tedarik zincirinde kritik rol oynayan Çin’de başlaması nedeniyle, yurt içine yansımaları başlangıçta küresel büyüme görünümünde zayıflama ve tedarik zincirinde olası aksamalar kanalıyla kendini göstermiştir (Şema 1, Etki 1 ve Etki 2). Ancak salgın kısa sürede İran, Irak gibi Türkiye’ye sınırı olan ticaret ortaklarına ve Türkiye’nin ihracatında önemli paya sahip olan Avrupa ülkelerine de yayılmış ve Türkiye dâhil birçok ülke sınır kapatma, seyahat kısıtlama, karantina ve evden çıkma yasağı gibi önlemler almak zorunda kalmıştır. Salgının giderek tüm ülkelere yayılmasıyla küresel büyüme görünümündeki zayıflama daha belirgin hale gelmiştir (Kutu 2.1). Söz konusu unsurlar, Türkiye ekonomisini başta ihracat, turizm ve bağlantılı sektörlerin faaliyetlerini sınırlamak suretiyle etkilemektedir (Kutu 4.1).

¹ Şema 1’in parasal akımlara odaklanan başka bir versiyonu Baldwin (2020)’de yer almaktadır.

Yurt İçi İktisadi Faaliyet ve Sektörler Arası Gelir Akışı

Salgının görüldüğü tüm ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de yayılımı yavaşlatmaya yönelik sosyal yalıtım, evden çıkma yasağı, seyahat kısıtlamaları gibi önlemler hayata geçirilmiştir. Söz konusu önlemler başta hizmet sektörü ve küçük işletmelerde olmak üzere faaliyette güçlü bir yavaşlamaya neden olmaktadır (Şema 1, Etki 6). Birincil doğal öncelik olan halk sağlığının korunmasını hedefleyen bu önlemler kısa vadede nüfusun bir kısmının üretim ve tüketim açısından çekilmesi anlamına gelmektedir. Ayrıca salgına yakalanmış olan, yakalanma riski yüksek olan ve uzaktan çalışma imkânı olmayan işgücünün iktisadi faaliyetten çekilmesinin yanı sıra aile içi yaşlı, hasta ve çocuk bakım sorumlulukları gibi çeşitli nedenlerle işgücü ve verimlilik kayıpları söz konusu olmaktadır (Şema 1, Etki 7). Bu unsurlar, üretim ve tedarik zincirini olumsuz etkilemekte ve hanehalkı gelir kaybı kanalıyla (Şema 1, Etki 8) yurt içi talepte daralmaya neden olmaktadır (Şema 1, Etki 9). Tüketim ve yatırım davranışları belirsizlik ve güven kanalıyla da olumsuz etkilenmektedir. Bununla birlikte, satışlarda gözlenen yavaşlama ve finansal oynaklıklardaki artış firmaların nakit akışı ve bilançoları üzerinde risk oluşturmaktadır. Söz konusu risklerin banka kredi verme iştahına ve firmaların borçlanma maliyetlerine yansımalarının sınırlanması açısından hanehalkı ve firmalara uygulanan gelir ve nakit akışı destekleri ve finansal sektöre sağlanan likiditenin artırılması büyük önem taşımaktadır. Bu politikalarla, firmaların bilanço yapılarının bozulmasının önüne geçilmesi ve kredi geri ödemelerine ilişkin sorunların en aza indirilmesi hedeflenmektedir. Böylelikle, bu gelişmelerin banka bilançolarına olası olumsuz etkileri sınırlanabilecek ve bankacılık sektörü ile reel sektör arasında kredi koşullarının daha da sıkılaşmasına neden olabilecek olumsuz bir geri besleme döngüsünün önüne geçilebilecektir (Şema 1, Etki 10). Bu çerçevede, Türkiye’de de finansal piyasaların ve kredi kanalının sağlıklı işleyişinin devamı, istihdamın ve hanehalkı gelirlerinin korunması ve firmaların nakit akışının desteklenmesini sağlayacak kapsamlı bir makro politika bileşimi uygulamaya konulmuştur. Bahsi geçen etki kanallarına yönelik olarak alınan parasal, finansal ve mali tedbirler Kutu 5.1 ve Kutu 6.1’de detaylarıyla anlatılmaktadır.

Kuşkusuz ki bu dönemde en büyük öncelik halk sağlığının korunması ve salgının yayılımının yavaşlatılmasıdır. Bu durum göz önünde bulundurularak, salgın hastalığa bağlı oluşan ekonomik ve finansal etkilerin en aza indirilmesi açısından para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümün sürdürülmesi büyük önem arz etmektedir. Salgın hastalığın ekonomiyi birçok farklı kanaldan etkiliyor olması, makro ölçekteki para ve maliye politikalarının yanı sıra en çok etkilenen iktisadi birimleri hedefleyen ve sektörel etkileşimleri dikkate alan politika uygulamalarının kritik önemde olduğu değerlendirilmektedir. Bu süreçte atılacak politika adımlarının hedefe yönelik ve şokun süresiyle sınırlı olması politika etkinliğini destekleyecektir.

Kaynakça

Baldwin, R. (2020), “Keeping the lights on: Economic medicine for a medical shock”, VOX CEPR Policy Portal.

Gourinchas, P.O. (2020), “Flattening the pandemic and recession curves”, in *Mitigating the COVID Economic Crisis edited by Richard Baldwin and Beatrice Weder di Mauro*, CEPR Press.