

## 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

**Enflasyon ve İktisadi Faaliyet:** Orta vadeli tahminlere esas oluşturan enflasyon ve iktisadi faaliyete ilişkin başlangıç noktaları Tablo 7.1.1'de sunulmuştur. Tüketici enflasyonu 2020 yılının ilk çeyreğinde yüzde 12,6 ile bir önceki çeyrek sonuna göre artış kaydederek, Nisan Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Toplam talep koşulları enflasyonu sınırlarken, salgına bağlı birim maliyet artışlarının yansımalarıyla çekirdek enflasyon göstergelerinin eğilimlerinde yükseliş gözlenmektedir. Bu dönemde, petrol fiyatlarındaki toparlanmaya rağmen enerji fiyatları tüketici enflasyonunu sınırlamaya devam etmiş, gıda enflasyonu ise dönemsel ve salgına bağlı etkilerle artmıştır.

İktisadi faaliyette Mart ayının ikinci yarısında başlayan zayıflama, Nisan ayında belirginleşmiştir. Kademeli normalleşme adımlarıyla birlikte Mayıs ayında başlayan toparlanma artan kredi ivmesinin de etkisiyle Haziran ve Temmuz aylarında güç kazanmıştır. Bu çerçevede, hem arz hem talep yönlü etkilerle 2020 yılı ikinci ve üçüncü çeyrekleri için çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar yukarı güncellenmiştir. Kapasite kısıtlarına ilişkin arz yönlü etkilerin ortadan kalkmasıyla yılın ikinci yarısında talebin enflasyonu düşürücü etkilerinin belirginleşeceği öngörülmektedir.

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

	2020-I	2020-II
Çıktı Açığı (Yüzde)	-1,5 (-1,5)	-6,4 (-7,8)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	11,9 (11,9)	12,6 (10,4)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	11,6 (11,6)	11,9 (10,3)

\* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

\*\* B endeksi işlenmemiş gıda, alkol, tütün, enerji ve altın hariç TÜFE'yi ifade etmektedir.

#### Para Politikası ve Finansal Koşullar:

TCMB, salgını takip eden Mart-Mayıs döneminde talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümüne etkileri çerçevesinde 250 baz puanlık indirim yaparak politika faizini yüzde 8,25 seviyesine düşürmüştür. Haziran ve Temmuz aylarında ise enflasyon görünümüne bağlı olarak politika faizi sabit tutulmuştur. Faiz indirimlerinin birikimli etkisiyle finansal koşullarda gözlenen iyileşme ve destek paketlerinin katkısıyla krediler ivmelenmiştir. Alınan parasal ve mali tedbirler reel sektöre kredi akışının kesintisiz olarak devam etmesine ve iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecine önemli katkı yapmaktadır.

#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

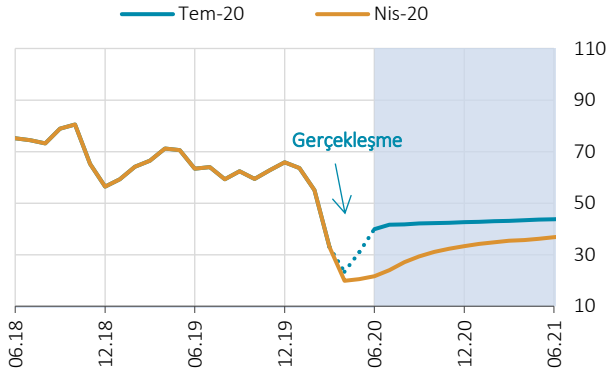
##### Küresel Büyüme ve Gelişmiş Ülke Para Politikaları:

Orta vadeli tahminler oluşturulurken dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin ima ettiği büyüme patikası varsayımı Nisan Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla 2020 yılı için belirgin şekilde aşağıya güncellenirken, 2021 yılı için yukarı yönlü güncellenmiştir. Küresel ölçekte atılmakta olan parasal ve mali adımların küresel finansal koşulları desteklemeye devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır.

## İthalat Fiyatları

Uluslararası ham petrol fiyatlarına ilişkin gerçekleştirmeler, Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarının belirgin ölçüde üstünde kalmıştır (Grafik 7.1.1). Bu gelişmede, OPEC+ ülkelerinin arz kısıntısı konusunda anlaşmaları ve talep tarafında en kötünün geride kaldığı yönündeki beklentiler rol oynamıştır. Yakın dönemde petrol fiyatlarında gözlenen toparlanmaya karşın, vadeli fiyatlar önümüzdeki dönemde oldukça ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Bu doğrultuda, Nisan Enflasyon Raporunda yer alan ham petrol fiyatları varsayımı 2020 yılı için ortalama 32,6 ABD dolardan 41,6 ABD dolarına, 2021 yılı için ise 36,8 ABD dolarından 43,8 ABD dolarına güncellenmiştir (Tablo 7.1.2, Grafik 7.1.1). ABD doları cinsinden ithalat fiyatları gerçekleştirmeleri ise Nisan ayı öngörülerinin bir miktar üzerinde seyretmiştir (Grafik 7.1.2). 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı, petrol fiyatlarında önceki dönemde gözlenen düşüşün gecikmeli yansımalarının yanı sıra alüminyum ve tarımsal emtia fiyatlarındaki yakın dönem eğilimleri dikkate alınarak, Nisan Enflasyon Raporu'na göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2 ve Tablo 7.1.2).

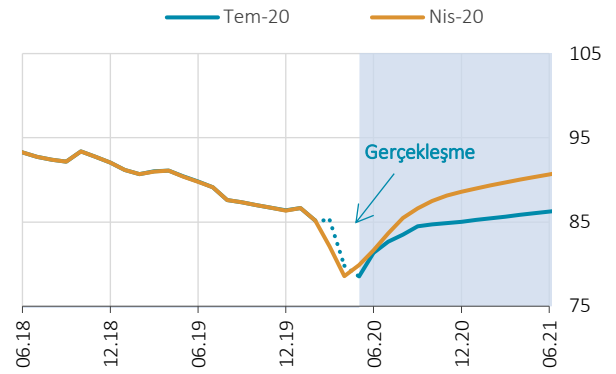
**Grafik 7.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\***  
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

**Grafik 7.1.2: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (Endeks, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

## Gıda Fiyatları

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının etki alanının görece daha dışında olduğu düşünülerek dışsal olarak alınan bir değişken de işlenmemiş gıda fiyatları patikasıdır. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu ikinci çeyrekte 2,88 puan artışla yüzde 12,93'e yükselmiştir. Bu artışı, taze sebze ve meyve fiyatları öncülüğünde işlenmemiş gıda fiyatları sürüklerken, işlenmiş gıda yıllık enflasyonu gerilemiştir. 2020 yılı için Nisan Enflasyon Raporu'nda yüzde 9,5 olacağı varsayılan gıda enflasyon tahminleri, işlenmemiş gıdadaki son dönem eğilimleri dikkate alınarak yüzde 10,5 olarak güncellenmiştir (Tablo 7.1.2). 2021 yılı için de gıda fiyatları varsayımı 1 puanlık yukarı yönlü güncelleme ile yüzde 8 olarak belirlenmiştir.

## Maliye Politikası, Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları

Salgının ekonomik etkilerini sınırlamak üzere dünya genelinde ve Türkiye'de kapsamlı mali önlemler alınmaktadır. Mevcut koşullar altında mali duruşun destekleyici olması; hanhalklarının tüketim alışkanlıklarının ve işgücü piyasasıyla olan bağlarının korunabilmesi; firmaların üretim ve istihdamda devamlılığı sağlayabilmesi; reel sektör ve finansal sektör arasındaki etkileşimin sağlıklı işleyebilmesi finansal istikrar açısından önem arz etmektedir. Bu süreçte atılan politika adımlarının hedefli ve geçici nitelikte olması politika etkinliğini destekleyecektir. Orta vadeli tahminler üretilirken, maliye politikası tedbirlerinin parasal ve finansal diğer tedbirlerle birlikte ekonominin üretim potansiyelini destekleyeceği ve salgın sonrası toparlanmaya katkı yapacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının enflasyondaki düşüş patikasıyla uyumlu şekilde belirleneceği varsayılmıştır.

Tablo 7.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\*

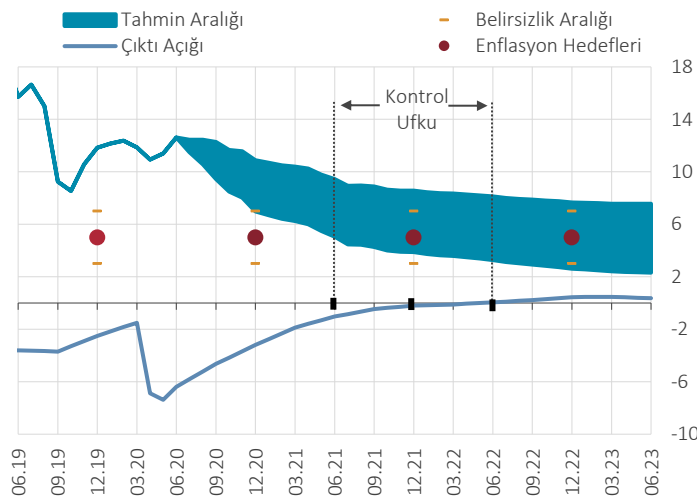
	2020	2021
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-7,56 (-4,75)	5,83 (4,38)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	41,6 (32,6)	43,8 (36,8)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-6,2 (-5,1)	3,3 (7,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	10,5 (9,5)	8,0 (7,0)

\* Parantez içindeki sayılar Nisan Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

## 7.2 Orta Vadeli Görünüm

Mevcut para politikası duruşu ve güçlü politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2020 yılı sonunda yüzde 8,9 olarak gerçekleşeceği, 2021 yıl sonunda yüzde 6,2'ye geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2020 yılı sonunda yüzde 6,9 ile yüzde 10,9 aralığında (orta noktası yüzde 8,9), 2021 yılı sonunda ise yüzde 3,9 ile yüzde 8,5 aralığında (orta noktası yüzde 6,2) gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Nisan Enflasyon Raporunu takip eden dönemde toplam talep koşullarındaki zayıf seyre karşın, salgına bağlı birim maliyet artışlarının yansımalarıyla enflasyon yükselmiş ve tahmin aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları, büyük ölçüde petrol fiyatlarındaki toparlanmaya bağlı olarak varsayımların bir miktar üzerinde kalırken, gıda enflasyonu dönemsel ve salgına bağlı etkiler nedeniyle yükselmiştir. Nisan Enflasyon Raporu öngörülerıyla kıyaslandığında, arz yönlü unsurların enflasyon üzerindeki etkisinin bir miktar daha güçlü seyrettiği değerlendirilmektedir. Bu gelişmede, tedarik zincirindeki aksamaların yanı sıra kademeli normalleşme kapsamında belli sektörlerde getirilen kapasite kısıtlamaları da etkili olmuştur. Ayrıca kredi ivmesinin önemli ölçüde güçlenmesi, finansman koşullarına duyarlı temel mal gruplarında daha hissedilir olmak üzere, toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü etkisinin Nisan Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülere göre daha sınırlı kalmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda, arz ve talep yönlü etkiler nedeniyle çıktı açığı tahminleri 2020 yılı ikinci çeyreğinden itibaren bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Salgına bağlı tedbirlerle kısa vadede

etkili olan arz yönlü unsurların, normalleşme sürecinin devamıyla kademeli olarak ortadan kalkacağı ve negatif çıktı açığı tahminlerinin işaret ettiği üzere yılın ikinci yarısında talep yönlü dezenflasyonist etkilerin daha belirgin hale geleceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, yakın dönemdeki enflasyon gerçekleştirmeleri ve enflasyon görünümünü etkileyen tüm unsurlar ışığında 2020 ve 2021 yıl sonu enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.2.1).

**Tablo 7.2.1: 2020 ve 2021 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları**

	2020	2021
2020-II (Nisan 2020) Tahmini	7,4	5,4
2020-III (Temmuz 2020) Tahmini	8,9	6,2
<b>2020-II Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	<b>+1,5</b>	<b>+0,8</b>
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları</b>		
Türk lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dahil)	+0,5	+0,1
Gıda	+0,2	+0,2
Çıktı Açığı	+0,3	+0,2
Birim İşgücü Maliyeti	+0,2	-
Enflasyon Tahminindeki Sapma/Enflasyonun Ana Eğilim	+0,3	+0,3

Kaynak: TCMB.

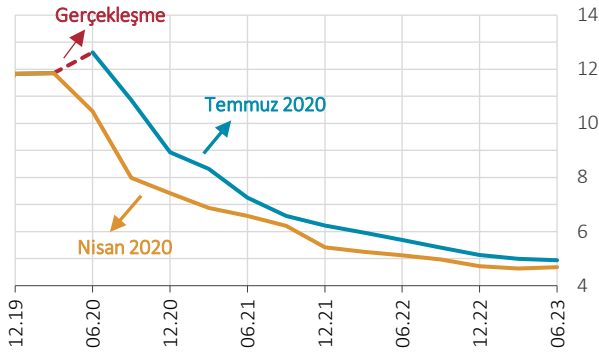
2020 yıl sonu enflasyon tahmini 1,5 puanlık güncellemeyle yüzde 7,4'ten yüzde 8,9'a yükseltilmiştir (Grafik 7.2.2). Bir önceki Rapor dönemine göre uluslararası ham petrol fiyatlarındaki toparlanmaya bağlı olarak yapılan yukarı yönlü güncelleme enflasyon tahminini 0,5 puan yükseltirken; 2020 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımındaki artış tahmine 0,2 puan yukarı yönlü etki yapmıştır. Çıktı açığında yapılan yukarı yönlü güncelleme ise enflasyon tahminini 0,3 puan yukarı çekmiştir.<sup>1</sup> Diğer taraftan, salgına bağlı tedbirlerle kısa vadede etkili olan arz yönlü unsurlara bağlı olarak birim maliyet artışlarının yıl sonu enflasyon tahminine etkisi 0,2 puan olarak hesaplanmaktadır.<sup>2</sup> Ayrıca, yılın ikinci çeyreğindeki tahmin sapması ve enflasyonun ana eğilimindeki yükselişin yıl sonu enflasyon tahminine 0,3 puan katkıda bulunacağı değerlendirilmiştir.

2021 yılı enflasyon tahmini ise yüzde 5,4'ten yüzde 6,2'ye güncellenmiştir (Grafik 7.2.2). Nisan Enflasyon Raporuna göre 0,8 puanlık yukarı yönlü güncellemeye petrol fiyatlarına bağlı olarak Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımında yapılan artış 0,1 puan katkıda bulunurken, gıda enflasyonu varsayımının yüzde 7'den yüzde 8'e çıkarılması 0,2 puan etki yapmıştır. Öte yandan, toplam talep koşullarında öngörülen toparlanmanın güçlenmesiyle çıktı açığında yapılan yukarı yönlü güncellenme 2021 yıl sonu tahminlerini 0,2 puan yükseltmiştir (Grafik 7.2.3). Son olarak, yakın dönemdeki gerçekleştirmelerin etkisiyle enflasyonun ana eğilimindeki artış tahmini 0,3 puan yukarı çekmiştir.

<sup>1</sup> Salgına bağlı olarak ortaya çıkan kapasite kısıtlarının potansiyel üretim ve çıktı açığı tahminlerine etkisine yönelik kavramsal hususlar Kutu 7.1'de detaylı olarak anlatılmaktadır.

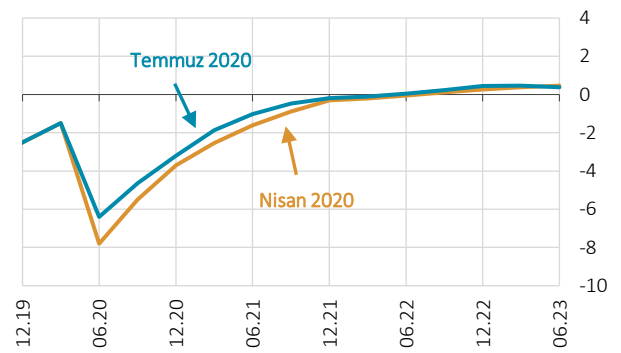
<sup>2</sup> Birim maliyetlerdeki gelişmelerin enflasyon üzerindeki etkileri Kutu 3.1'de incelenmektedir.

Grafik 7.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 7.2.3: Çıktı Açığı Tahmini



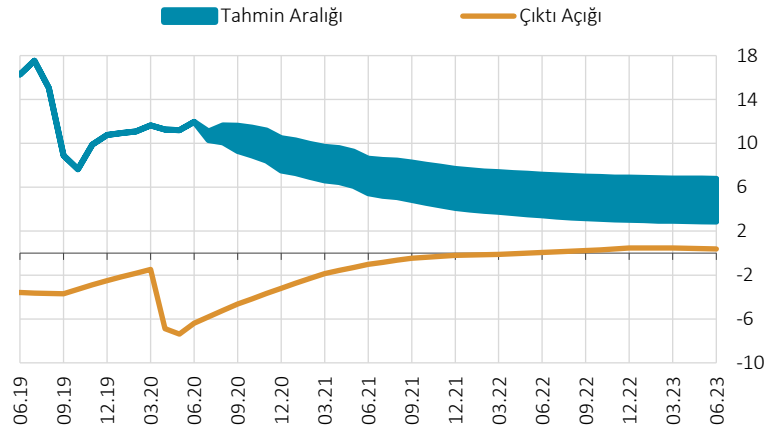
Kaynak: TCMB.

Yukarıda paylaşılan tahminler, salgında hareketliliği yeniden kısıtlamayı gerektirecek ikinci bir dalga olmayacağı varsayımı altında küresel ekonominin yılın ikinci yarısında toparlanmaya devam edeceği bir çerçevede elde edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin atmakta olduğu genişletici parasal ve mali adımlara karşın, bu politikaların etkinliğine ve toparlanmaya ilişkin belirsizliklerin sürmesi nedeniyle ülke risk primindeki iyileşmenin kademeli olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Salgının seyrine ve ekonomik etkilerine ilişkin küresel belirsizlikler, varsayımlara ve tahminlere dair belirsizliği belirgin olarak artırmaktadır.

Normalleşme adımlarının kapsamının genişletilmesiyle birlikte iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma güç kazanmaktadır. Salgına bağlı olarak yeniden tedbir gereksinimi oluşmayacağı ve normalleşmenin süreceği varsayımı altında ekonomideki toparlanmanın yılın ikinci yarısında devam edeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte toparlanma hızı normalleşme sürecinin yurt içindeki ve yurt dışındaki seyrine bağlı olacaktır. Parasal duruşun ana eğilime dair göstergeler dikkate alınarak enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve orta vadeli enflasyon hedefiyle uyumunu sağlayacak şekilde oluşturulacağı bir çerçeve altında, salgına bağlı tedbirlerle kısa vadede etkili olan arz yönlü unsurların, normalleşme sürecinin devamıyla kademeli olarak ortadan kalkacağı ve enflasyonun Temmuz ayından başlayarak düşüş eğilimine gireceği öngörülmektedir.

İşlenmemiş gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Söz konusu kalemlerin dışlanmasıyla elde edilen çekirdek enflasyon göstergeleri, görece daha az oynaklık göstermekte ve enflasyonun ana eğilimine dair daha fazla bilgi içermektedir. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır (Grafik 7.2.4). Buna göre B endeksi yıllık enflasyonunun son dönemdeki yükselişine rağmen Temmuz ayından başlayarak düşüş eğilimine gireceği ve orta vadede kademeli bir şekilde yüzde 5 hedefine yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini\*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

Fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi enflasyondaki düşüş sürecinin sürekliliği için kritik önem taşımaktadır. Mevcut durumda Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.2). Orta vadeli beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının üzerinde kalması, tüm makroekonomik politikaların para politikası ile eşgüdüm halinde enflasyonu düşürmeye odaklı bir şekilde belirlenmesinin önemine işaret etmektedir. Para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi ve kamu kontrolündeki fiyatların ve vergilerin geçmişe endekslemeyi azaltacak şekilde enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmesi beklenti yönetimine önemli katkı sağlayacaktır.

Tablo 7.2.2: TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2020 Yıl Sonu	8,9	10,2	5,0
12 Ay Sonrası	6,7	9,3	5,0
24 Ay Sonrası	5,6	8,4	5,0

Kaynak: TCMB.

\* Temmuz ayı Beklenti Anketi verileri.

### Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Enflasyon tahminleri oluşturulurken esas alınan görünümü ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan makro iktisadi riskler Bölüm 1.2'de ayrıntılı olarak paylaşılmaktadır. Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 7.2.3'te özetlenmektedir.

Tablo 7.2.3: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Salgının seyrine ve normalleşme adımlarına dair belirsizlikler	<p><b>Salgının Seyrine Dair Belirsizlikler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının yayılımını engellemeye yönelik alınan önlemlerin kademeli olarak geri alınmasıyla başlayan normalleşme sürecinin seyri toparlanmanın hızı ve kalıcılığı üzerinde belirleyici olacaktır. ↔</li> <li>Salgının küresel ve ulusal ölçekte yayılımını devam ettirmesi ve ikinci bir dalga yaşanma olasılığı dâhilinde toparlanmaya ilişkin belirsizlikler yüksek seyretmektedir. ↔</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının küresel ve ulusal ölçekteki seyri</li> <li>Salgın eğrileri</li> <li>Salgını önleme amacıyla alınacak tedbirler ve normalleşme adımlarıyla ilgili haber akışı</li> </ul>
Küresel büyüme görünümü ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına dair belirsizlikler	<p><b>Dış Talep ve Küresel Finansal Koşullar:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının seyrine ve ekonomik etkilerine ilişkin devam eden belirsizlikler küresel büyüme görünümünü olumsuz etkileyerek gerek dış ticaret gerekse sermaye akımları kanalıyla yurt içi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↓</li> </ul> <p><b>Küresel Risk İştahı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel iktisadi faaliyet görünümüne ve politika tedbirlerinin etkinliğine ilişkin belirsizlikler küresel risk iştahını azaltmakta; artan güvenli liman arayışı gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑</li> <li>Salgının seyrine bağlı olarak, gelişmiş ülkelerde atılmakta olan genişletici parasal ve mali adımlar risk iştahını artırarak gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını destekleyebilecektir. ↓</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının küresel ölçekte yayılımının seyri</li> <li>Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile bunlara ilişkin tahminler</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel üretim endeksi</li> <li>İmalat ve hizmetler sektörü faaliyetine ilişkin göstergeler</li> <li>Küresel ekonomi ve ticaret politikaları</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Küresel sermaye akımlarının seyri ve kompozisyonu, Türkiye'nin payı</li> </ul>
Talep ve büyüme görünümüne ilişkin belirsizlikler	<p><b>Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Normalleşme sürecinin uzun sürmesi durumunda arz yönlü unsurlara (küresel ve yurt içi tedarik zincirleri, normalleşme sürecinde uygulanan kapasite kısıtları, sosyal mesafe gibi önlemler) bağlı olarak iktisadi faaliyetteki toparlanma belirli sektörlerde daha yavaş olabilecektir. ↓</li> <li>Salgının ve sağlık önlemlerinin tüketim alışkanlıkları ve genel harcama davranışına olası etkilerine yönelik belirsizlikler devam etmektedir. Gelir ve güven kanalı harcamalardaki toparlanma hızı üzerinde belirleyici olacaktır. ↔</li> <li>Talep yönlü unsurların yanı sıra salgının sektörel arz koşullarını da farklı şekilde etkilemesi fiyatlama davranışında sektörel farklılaşmayı artırabilecektir. ↔</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Talep ve büyüme bileşenlerinin seyri</li> <li>Toplam talep ve kredi kompozisyonu</li> <li>Eğilim anketleri</li> <li>Güven endeksleri</li> <li>İşsizlik açığı, kredi açığı ve çıktı açığı göstergeleri</li> <li>Sektörler ve alt gruplar bazında talep ve enflasyon göstergeleri</li> </ul>

Tablo 7.2.3: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Kredi arzı ve kompozisyonuna yönelik riskler	<p><b>Bilanço ve Banka Kredi Verme Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Alınan parasal, finansal ve mali tedbirler ve büyük ölçüde kamu bankalarının genişletilen kredi arzı toparlanma hızı üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır.</li> </ul> <p><b>Kredi Kompozisyonu ve Finansal İstikrar:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Son dönemde tüketici kredilerindeki ivmelenmenin büyüme, enflasyon, cari açık ve risk primi üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir. Bu kapsamda, kredi büyümesinin iç ve dış dengeye yansımaları dâhilinde yurt içi/yurt dışı yerleşiklerin portföy tercihlerinin ve dış finansman imkânlarındaki gelişmelerin finansal istikrara ve fiyat istikrarına olası etkileri izlenmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Firmaların kredi kullanımı</li> <li>Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler</li> <li>Sektörler ve kredi türleri cinsinden yakın izlemedeki krediler ile TGA'lar, karşılıksız çekler ve protestolu senetler</li> <li>Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi)</li> <li>Kredi talebine ilişkin göstergeler</li> <li>Finansal ve reel kesim bilançoları, nakit akımları</li> <li>Konut ve ticari gayrimenkul fiyatları</li> <li>Türk bankalarının dış borç çevirme oranları ve borçlanma maliyetlerindeki gelişmeler</li> <li>Firmaların dış borç çevirme oranları ve yurt dışından sağladığı kredilerdeki gelişmeler</li> <li>Bireysel/ticari kredi ayrımı ile ticari kredilerin vade yapısı, sektörler ve firma büyüklüklerine göre kompozisyonuna ilişkin veriler</li> <li>Bankalar bazında kredi gelişmeleri, kredi/mevduat oranları, likidite rasyoları, aktif/pasif yapısı</li> <li>Dış denge, enflasyon ve risk primi</li> </ul>
Gıda fiyatlarının seyrine dair riskler	<p><b>Gıda Fiyatları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>İşlenmemiş gıda fiyatlarında hava koşulları ve arz yönlü etkilere bağlı olarak oynaklıklar gözlenebilmekte ve enflasyon tahminleri üzerinde her iki yönde risk yaratabilmektedir.</li> <li>Toplam arz içinde ithalat payı yüksek olan kalemlerden bakliyat grubu fiyatlarının seyri ve mevcut artışların ikincil etkileri yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Buğday fiyatlarındaki artışlar da yakından takip edilmektedir.</li> <li>İhracat ve turizmdeki yavaşlamaya bağlı olarak gıda fiyatları üzerinde aşağı yönlü riskler bulunmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tarımsal üretime dair arz yönlü gelişmeler</li> <li>İhracat ve turizm gibi yurt içi arzı etkileyen diğer unsurlar</li> <li>Tarımsal emtia fiyatları</li> <li>İşlenmemiş gıda fiyatlarının tarihsel trendinden sapması</li> <li>Gıda Komitesi tedbirleri ve etkileri</li> </ul>



Tablo 7.2.3: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seyri	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri fiyatlama davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir.</li> <li>Enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine ve enflasyon sürprizlerine hassasiyetinin yüksek olması beklenti yönetimi açısından risk oluşturmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Yayılm endeksleri</li> <li>Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Sektörler ve alt gruplar bazında enflasyon göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
İşgücü piyasası üzerindeki riskler	<p><b>Gelir ve Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Hanehalkında yaşanabilecek gelir kayıpları ve artan işsizlik iç talep koşullarını aşağı yönlü etkileyebilecektir. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın işgücü piyasasına yansımaları ve istihdamın korunmasına yönelik önlem paketlerinin etkinliği bu konuda belirleyici olacaktır.</li> </ul> <p><b>Verimlilik ve Maliyet Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Normalleşme sürecinde arz yönlü kısıtların azalmasıyla birlikte birim ücretlerden enflasyona gelen etkinin zayıflaması beklenmekle birlikte, olası ikincil etkiler yakından takip edilmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reel birim işgücü maliyetleri</li> <li>Kısmi işgücü ve toplam faktör verimliliği gelişmeleri</li> <li>İstihdam ve katılım oranı gelişmeleri</li> <li>İstihdamı koruma yönündeki önlem paketlerine ilişkin gelişmeler</li> </ul>
Ülke risk primindeki oynaklıklar	<p><b>Fiyatlama Davranışı ve Beklenti Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Salgın ile birlikte artan ülke risk primi ve kur oynaklığı Nisan ER sonrası dönemde bir miktar gerilese de görece yüksek seyretmektedir. Bu durum döviz kuru oynaklığı ve beklenti kanalıyla enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.</li> </ul> <p><b>Finansal Koşullar ve Talep Kanalı:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ülke risk primi ve kur oynaklığında oluşabilecek yukarı yönlü hareketler finansal koşullar kanalıyla iktisadi faaliyeti aşağı yönlü etkileyebilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risk primi göstergeleri</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>Enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> <li>Kur geçişkenliği tahminleri</li> <li>İma edilen kur oynaklıkları</li> <li>Yurt içi makroekonomik göstergeler</li> <li>Finansal koşullar</li> <li>Kredi piyasası göstergeleri</li> <li>Çıktı açığı göstergeleri</li> <li>Talep ve faaliyete ilişkin öncü göstergeler</li> <li>Finansal ve reel kesim bilançoları</li> <li>Sermaye akımları</li> <li>Jeopolitik gelişmelere ilişkin haber akışı</li> </ul>

Tablo 7.2.3: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\*

Para ve maliye politikası eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<p><b>Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Ayarlamaları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının etkilerini sınırlamaya yönelik tedbirlerin kamu finansman ihtiyacını artırmaya bağlı olarak yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li> </ul> <p><b>Risk Primi:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bütçe dengesi ve borç stokunun orta vadeli seyri ülke risk primini etkileyebilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>Maliye politikası tedbirleri</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> </ul>
Ham petrol ve ithalat fiyatlarındaki oynaklıklar	<p><b>İthalat Fiyatları:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Son dönemde petrol fiyatlarında görülen toparlanmaya karşın, küresel iktisadi faaliyete dair belirsizlikler nedeniyle ham petrol fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü riskler canlılığını korumaktadır.</li> <li>Salgının seyrine ve etkilerine dair belirsizlikler, küresel finansal piyasalardaki oynaklıklar ve küresel düzeyde süregelen yüksek ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının küresel ölçekte yayılma seyri</li> <li>Ham petrol ve diğer emtia fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>Küresel ticaret politikaları</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içinde akaryakıt fiyatlarına dair düzenlemeler</li> <li>İthalat gelişmeleri ve cari işlemler dengesi</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.

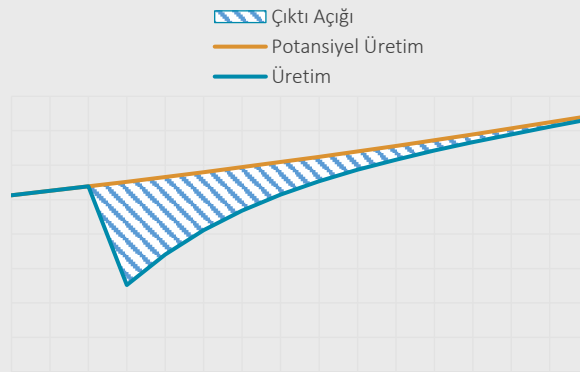
## Kutu 7.1

### Salgına Bağlı Arz ve Talep Şoklarının Potansiyel Üretim ve Çıktı Açığına Etkisi

Koronavirüs salgını, tüm dünya için ciddi bir sağlık tehdidi oluştururken ekonomileri derinden etkilemektedir. Salgının yayılımını azaltmaya yönelik tedbirlerin, tüketim davranışlarına, tedarik zincirlerine, üretime ve istihdama önemli yansımaları olmaktadır. Bu dönemde arz ve talep şoklarının eş anlı olarak gözlenmesi ve etkileşim içerisinde olması, ikinci çeyrekte iktisadi faaliyette gözlenen zayıflamanın ve takip eden dönemdeki toparlanmanın çıktı açığının ve enflasyon üzerindeki etkilerinin tahmini konusunda yüksek bir belirsizliğe neden olmaktadır. Bu kutuda salgının arz ve talep yönlü ekonomik etkilerinin potansiyel üretim ve çıktı açığına yansımaları kavramsal olarak değerlendirilmektedir.

Potansiyel üretim, teknoloji veri iken emek ve sermaye faktörleri etkin kullanılarak enflasyonda bir artışa neden olmaksızın ulaşılabilecek en yüksek üretim düzeyi anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda çıktı açığı, mevcut üretimin potansiyel düzeyinden farkı olarak tanımlanmaktadır (Grafik 1). Üretim seviyesinin potansiyelinden düşük (yüksek) olması, diğer bir ifadeyle çıktı açığının negatif (pozitif) olması, talep koşullarının dezenflasyonist (enflasyonist) etki yaratabileceğini göstermektedir.

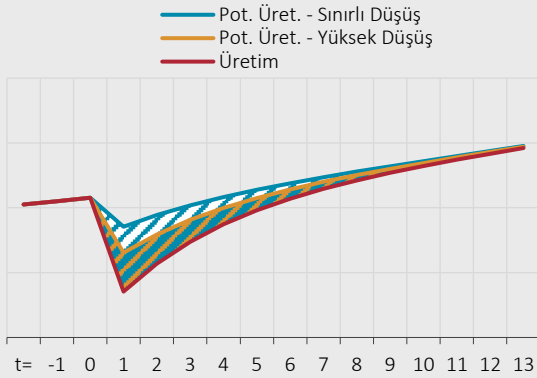
Grafik 1: Potansiyel Üretim ve Çıktı Açığı



Normal koşullar altında kısa dönemde verimlilik ile emek ve sermaye faktörlerinin ani değişimler göstermeyeceği düşünüldüğünde, potansiyel üretimin de yüksek oynaklık göstermemesi beklenir. Ancak, sayılan üretim faktörlerinde ani değişimlere neden olabilecek salgın, doğal afet gibi şoklar potansiyel üretim seviyesinde büyük hareketlere yol açabilmektedir. Koronavirüs salgını, gerek hastalığın işgücü üzerindeki doğrudan etkilerine gerekse salgına karşı alınan önlemlere bağlı olarak nüfusun bir kısmının kısa vadede üretim ve tüketim açısından çekilmesine neden olmuştur. Bu unsurlar emek verimliliğinde ve işgücünde önemli düşüşlere yol açan geçici bir arz şoku yaratarak potansiyel üretimin kısa vadede gerilemesine yol açmıştır. Salgına bağlı kısıtlamalarla bir taraftan üretim ve tedarik zinciri olumsuz etkilenirken, diğer taraftan hareketlilikteki azalış ve hanehalkı gelir kaybının yanı sıra güven ve belirsizlik kanalıyla da yurt içi talep daralmıştır. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetlerdeki zayıflamanın bir kısmı kapasite kısıtlarından, bir kısmı da talepteki düşüşten kaynaklanmaktadır. Söz konusu etkilerin ayrıştırılması, çıktı açığının tahmini ve talep koşullarının enflasyona etkisini anlamak açısından önem arz etmektedir.

2020 yılının ikinci çeyreğinde sosyal yalıtım ve sokağa çıkma yasakları gibi tedbirlere bağlı arz yönlü unsurlar neticesinde potansiyel üretimin geçici olarak gerilediği tahmin edilirken, bu gerilemenin büyüklüğüne ilişkin yüksek bir belirsizlik söz konusudur. Üretimdeki sert daralmayı veri olarak aldığımızda, potansiyel üretimin hiç değişmediği durumda, çıktı açığının oldukça derinleşmesi ve enflasyon üzerinde belirgin bir yavaşlatıcı etki yaratması beklenir. Ancak, daralmanın ne kadarının potansiyel üretimdeki düşüşten kaynaklandığına bağlı olarak çıktı açığı tahminleri farklılaşmaktadır (Barba Navaretti ve diğerleri, 2020; World Bank, 2020). Arz yönlü etkileri görselleştirmek adına, Grafik 2’de faaliyetteki daralma veri iken potansiyel üretimdeki düşüşün farklılaştığı durumlarda oluşan çıktı açığı seviyeleri karşılaştırılmaktadır. Mavi çizgi ile betimlenen ekonomide şokun ekonomiyi etkilediği  $t = 1$  anında, potansiyel üretimde daha sınırlı bir düşüş, turuncu çizgi ile betimlenen ekonomide ise potansiyel üretimde görece yüksek bir düşüş meydana gelmektedir. Taralı alanlarla gösterilen çıktı açığı büyüklükleri karşılaştırıldığında, potansiyel üretimdeki gerilemenin daha belirgin olduğu durumda çıktı açığı daha sınırlı kalmaktadır (Grafik 3). Diğer bir ifadeyle, arz şoklarına bağlı olarak talep koşullarının enflasyonu düşürücü etkisi daha zayıf olmaktadır.

**Grafik 2: Potansiyel Üretimde Farklı Oranlarda Düşüşler ve Oluşan Çıktı Açıkları**



Mavi taralı alan, mavi çizgi ile gösterilen potansiyel üretimde daha sınırlı düşüşe karşılık gelen çıktı açığını, turuncu taralı alan ise turuncu çizgi ile gösterilen potansiyel daha belirgin düşüşe karşılık gelen çıktı açığını göstermektedir.

**Grafik 3: Potansiyel Üretimde Farklı Oranlarda Düşüş Sonucunda Oluşan Çıktı Açıkları (t = 1 Dönemi)**



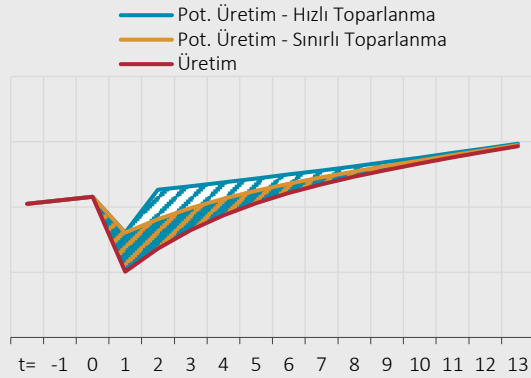
Mavi taralı sütun t=1 döneminde potansiyel üretimde daha sınırlı düşüşe (soldaki grafikte mavi taralı alana) karşılık gelen çıktı açığını, turuncu sütun ise t=1 döneminde potansiyel üretimde daha yüksek düşüşe (soldaki grafikte turuncu taralı alana) karşılık gelen çıktı açığını göstermektedir.

2020 yılı üçüncü çeyreğinde normalleşme adımları kapsamında salgına karşı alınan önlemler kademeli olarak geri alınmaya başlamıştır. Bu çerçevede işyerlerinin açılması ve üretim faktörlerinin toparlanmasıyla potansiyel üretimin salgın öncesi seviyelere yakınsamaya başladığı değerlendirilmektedir. Tıpkı daralma döneminde olduğu gibi, normalleşme sürecinde de iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ne kadarının arz yönlü unsurlara (kapasite kısıtları altında faaliyete dönüş, işyerlerinde uygulanan sosyal mesafe kuralları, vb.) atfedileceği sorusu, talep-enflasyon ilişkisini sağlıklı bir şekilde değerlendirebilmek açısından önemlidir. Bu durumu görselleştirmek adına, Grafik 4’te t=2 dönemindeki büyüme oranı veri iken normalleşme adımlarına bağlı olarak potansiyel üretimin farklı hızlarda toparlandığı durumlarda oluşan çıktı açığı seviyeleri karşılaştırılmaktadır.

Normalleşme dönemine girilen  $t = 2$  dönemi için mavi çizgi ile betimlenen ekonomide, arz yönlü unsurların tamamen ortadan kalkması sonucu potansiyel üretimin geçmiş eğilimine hızla döndüğü bir resim sunulmaktadır. Turuncu çizgi ile betimlenen ekonomide ise, arz yönlü kısıtların daha kademeli olarak ortadan kalkması sonucunda potansiyel büyümede daha yavaş bir toparlanma görülmektedir. Potansiyel büyümedeki toparlanmanın daha hızlı olduğu durumda

çıkıtı açığına daha derin (talep koşullarının daha dezenflasyonist) olduğu görülmektedir (Grafik 5). Dolayısıyla, normalleşme döneminde görülebilecek görece yüksek büyüme oranlarının enflasyona yansımaları değerlendirilirken, ikinci çeyrekteki arz yönlü etkilerin takip eden dönemde ne ölçüde ortadan kalktığı da dikkate alınmalıdır. Nitekim orta vadeli öngörülere temel oluşturan kısa dönemli çıkıtı açığı tahminleri, ikinci çeyrekteki daralmanın ve üçüncü çeyrekteki toparlanmanın önemli bir kısmının arz yönlü unsurlara (potansiyel üretime) atfedildiği bir çerçevede oluşturulmuştur.

**Grafik 4: Normalleşme Döneminde Potansiyel Üretimde Farklı Oranlarda Toparlanma ve Oluşan Çıkıtı Açıkları**



Mavi taralı alan, mavi çizgi ile gösterilen potansiyel üretimde daha hızlı toparlanmaya karşılık gelen çıkıtı açığını, turuncu ile taralı alan ise turuncu çizgi ile gösterilen potansiyel üretimde daha sınırlı toparlanmaya karşılık gelen çıkıtı açığını göstermektedir.

**Grafik 5: Normalleşme Döneminde Potansiyel Üretimde Farklı Oranlarda Toparlanma Altında Oluşan Çıkıtı Açıkları (t = 2 Dönemi)**



Mavi taralı sütun t=2 döneminde potansiyel üretimde daha hızlı toparlanmaya (soldaki grafikte mavi taralı alana) karşılık gelen çıkıtı açığını, turuncu sütun ise t=2 döneminde potansiyel üretimde daha sınırlı toparlanmaya (soldaki grafikte turuncu taralı alana) karşılık gelen çıkıtı açığını göstermektedir.

Salgına bağlı tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin arz yönlü yansımaları birim maliyetler üzerinde de görülmektedir. İşgücü ödemeleri, kira, enerji, vb. maliyetlerin tamamen esnek bir şekilde uyarlanabildiği durumda üretim/satış ve girdiler aynı oranda azaltılarak birim maliyet baskıları sınırlanabileceken, sabit maliyetler nedeniyle bu mümkün olmamaktadır. Nitekim lokanta-otel, ulaştırma hizmetleri, perakende ticaret, kuaför ve berber hizmetleri gibi sektörlerde sosyal mesafe tedbirleri kapsamında uygulanan kapasite kısıtları birim maliyetlerde artışa neden olmuştur. Bu sektörlerde Nisan ayında faaliyete ara verilmesi nedeniyle normalleşme adımlarını takiben gecikmeli şekilde yapılan fiyat ayarlamaları, enflasyon açısından arz ve talep koşullarının bir arada değerlendirilmesi gereğine dair örnek teşkil etmiştir. Salgına bağlı tedbirlerle kısa vadede etkili olan arz yönlü unsurların, normalleşme sürecinin devamıyla kademeli olarak ortadan kalkacağı öngörülmektedir. Böylelikle potansiyel üretim toparlanırken, birim maliyet artışlarının da azalacağı ve yılın ikinci yarısında talep yönlü dezenflasyonist etkilerin daha belirgin hale geleceği değerlendirilmektedir.

### Kaynakça

Barba Navaretti, B., G. Calzolari, A. Dossena, A. Lanza and A. F. Pozzolo (2020), "In and out lockdowns: Identifying the centrality of economic activities", Covid Economics: Vetted and Real-Time Papers 17.

World Bank (2020), "Global Economic Prospects: Chapter 3, June 2020". Washington, DC: World Bank.

