

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

Türkiye ekonomisi, üçüncü çeyrekte güçlü kredi desteğiyle belirgin şekilde toparlanmış ve iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla daha kuvvetli seyretmiştir. Bu çerçevede, 2020 yılı üçüncü ve dördüncü çeyrekleri için çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1, Kutu 3.1). İktisadi faaliyet, büyük ölçüde salgına bağlı tedbirler, kısmen de finansal koşullardaki sıkılaştırma nedeniyle son dönemde bir miktar ivme kaybetmekle birlikte 2020 yılının son çeyreğinde oldukça güçlü seyretmiştir. Kasım ve Aralık PPK toplantılarında gerçekleştirilen güçlü parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir.

Tüketici enflasyonu 2020 yılının son çeyreğinde yüzde 14,6 ile Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin bandının üst sınırından daha yüksek gerçekleşmiştir. Yurt içi talepte gözlenen hızlı toparlanma, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri ve gıda fiyatlarındaki gelişmeler neticesinde enflasyon öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemiştir (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, gıda enflasyonu uluslararası fiyatların da etkisiyle yükselişini sürdürmüştür. Kredi genişlemesinin desteğiyle talep koşullarının güçlü seyrettiği sektörlerde tüketici fiyatları üzerindeki talep ve maliyet baskıları artarken, salgına bağlı önlemlere daha hassas sektörlerde maliyetlerin enflasyona yansımaları daha sınırlı olmuştur.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2020-III	2020-IV
Çıktı Açığı (Yüzde)	2,0 (-1,8)	2,8 (-0,9)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	11,7 (11,7)	14,6 (12,1)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	11,6 (11,6)	14,5 (12,4)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

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

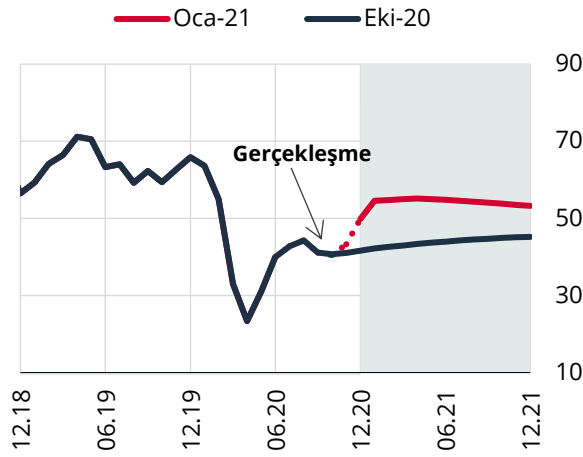
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Dış talep büyüme varsayımı 2020 yılı için yukarı yönlü güncellenirken, bu güncellemenin baz etkisi dışında 2021 yılı için öngörülen toparlanma eğiliminde özellikle yılın ikinci yarısı için sınırlı bir miktar artış gözlenmiştir. Ülkelerin uyguladığı kapsamlı kısıtlama tedbirleri dördüncü çeyrekte küresel büyüme görünümüne ilişkin risklerin ağırlıklı olarak aşağı yönlü olduğuna işaret ederken, iktisadi faaliyet salgın öncesi düzeylerinin altında seyretmektedir. Salgının seyrine, aşılma sürecine ve ekonomi politikalarının olası etkilerine bağlı olarak toparlanmaya ilişkin belirsizlikler yüksek seyretmektedir.

Küresel ölçekte uygulanan genişleyici politikaların küresel finansal koşulları desteklemeye devam edeceği bir çerçevede esas alınmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler genişleyici parasal ve mali duruşlarını sürdürmektedir. Gelişmiş ülkelerde uzun vadeli faiz oranları tarihsel düşük seviyelerdeki seyrini sürdürürken, gerek merkez bankalarının açıklamaları gerekse piyasa beklentileri, düşük faiz ortamının uzun bir süre devam edeceğine işaret etmektedir.

Uluslararası ham petrol fiyatlarında daha belirgin olmak üzere ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenmiştir. Petrol fiyatlarına ilişkin 2020 yıl ortalaması varsayımı 42,3 ABD doları ile Ekim Enflasyon Raporu ile uyumlu seyretmiştir. Son dönemde petrol fiyatlarındaki yükseliş ve küresel iktisadi faaliyette toparlanma öngörülerinin güçlenmesiyle ham petrol fiyatlarına dair beklentiler yukarı yönlü güncellenmiştir. Raporun tahmin tarihine kadar olan on dört günlük ortalama vadeli fiyat eğrisinin ima ettiği ortalama ham petrol fiyatı 2021 yılı için 54,4 ABD doları seviyesindedir. Vadeli fiyat eğrileri ham petrol fiyatlarının 2022 yılında bir miktar gerileyerek ortalama 52,1 ABD dolarına düşeceğine işaret etmektedir (Grafik 3.1.1, Tablo 3.1.2). Öte yandan, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları, ham petrolün yanı sıra endüstriyel metal ve tarımsal ürünler gibi emtia fiyatlarında da öngörülerin üzerinde bir seyre işaret etmiştir (Grafik 3.1.2). Bu doğrultuda, 2021 yılına ilişkin ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı Ekim Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

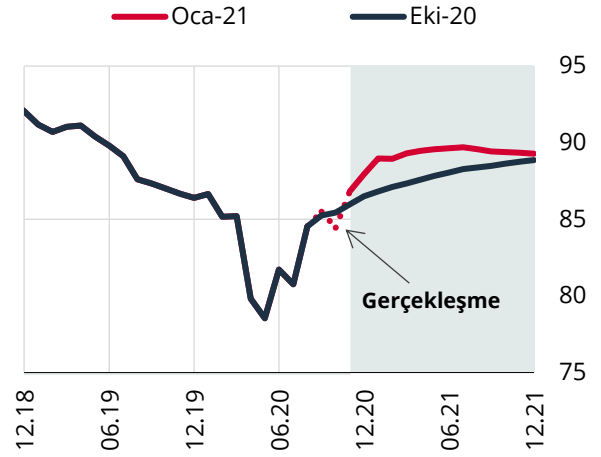
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 3.1.2: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (Endeks, 2010=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

İşlenmemiş gıda fiyatları, döviz kuru gelişmeleri ve uluslararası fiyatların son dönem eğilimleri dikkate alınarak 2021 yılı için gıda enflasyonu varsayımı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu dördüncü çeyrekte 5,67 puan artışla yüzde 20,61'e yükselmiştir. Gıda enflasyonunun yüksek seyrinde döviz kuru gelişmeleri ve uluslararası gıda fiyatları etkili olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde tarımsal emtia fiyatlarındaki görünümüne ek olarak birikimli maliyet etkilerine bağlı yönetilen fiyat ayarlamaları ve asgari ücret artışı grup enflasyonu üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturacaktır. Arz yönlü unsurların bir müddet daha etkili olacağı, ilerleyen dönemde ise döviz kuru etkilerinin hafifleyeceği bir çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı Ekim Enflasyon Raporu'na kıyasla 1 puan yukarı güncellenerek 2021 yılı için yüzde 11,5 olarak belirlenmiştir (Tablo 3.1.2). Bu varsayım üzerindeki yukarı yönlü en belirgin riskler, uluslararası fiyatların seyri ve yıl içerisinde turizm görünümündeki olası iyileşmeye bağlı talep etkileri olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2020	2021	2022
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-6,6 (-6,9)	4,7 (5,1)	4,3 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	42,3 (41,6)	54,4 (43,8)	52,1 (-)
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-6,0 (-5,9)	6,5 (5,0)	0,3 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	20,6 (13,5)	11,5 (10,5)	9,4 (-)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

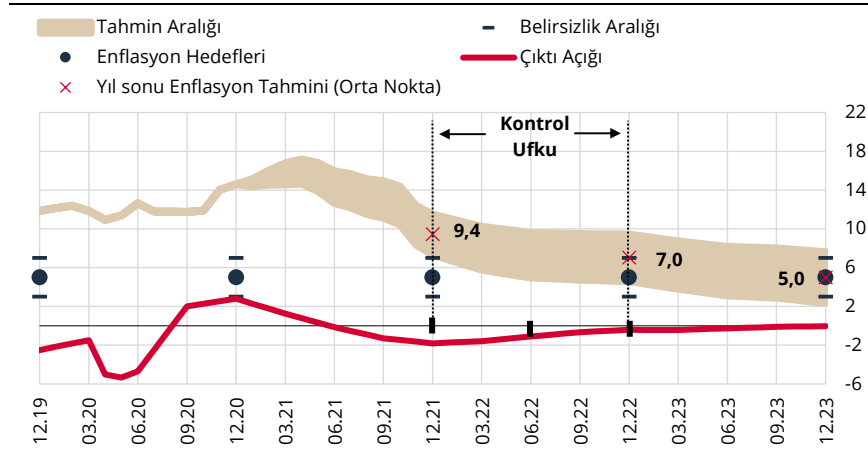
Maliye politikası ve finansal politikaların, para politikası ile eşgüdüm içerisinde, enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu bir makro çerçevede belirleneceği bir orta vadeli görünüm esas alınmıştır. Yılın ilk çeyreğinde reel ücretlerdeki artışın yurt içi talebi desteklemesi, bununla birlikte yıl genelinde özellikle maliyet kanalıyla enflasyonu olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Başta hizmetler sektörü olmak üzere asgari ücretli çalışanların ağırlıklı olduğu faaliyet kollarında enflasyon katılığının artması dezenflasyon sürecini geciktirebilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Nitekim Ocak ayı PPK karar metninde iletişimi yapıldığı üzere, enflasyon görünümü üzerinde önemini koruyan ücret gelişmeleri, para politikasındaki sıkı duruşun geçmiş öngörülerden daha uzun bir müddet korunmasını gerektiren unsurların başında gelmiştir.

Politika koordinasyonu başlığı altında önümüzdeki dönemde etkili olabilecek bir diğer unsur kredi gelişmeleridir. İç ve dış dengesizliklere bağlı mevcut makrofinansal risklerin sınırlandırılması ve dezenflasyon sürecinin başlaması için başta bireysel krediler olmak üzere kredilerin ılımlı bir patikada ilerlemesi kritik önemdedir. Kredi piyasasındaki yakın dönem eğilimleri bu açıdan olumlu değerlendirilmektedir. Para, kredi ve maliye politikaları arasında güçlü bir eşgüdümle makro politika bileşiminin enflasyondaki düşüş sürecini ve cari dengeyi destekleyecek şekilde belirlenmesi, büyümenin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi açısından büyük önem arz etmektedir.

3.2 Orta Vadeli Görünüm

TCMB para politikası kararlarını orta vadeli bir perspektifle oluşturmakta, enflasyonu etkileyen tüm unsurları ve bu unsurların etkileşimini temel alan bir çerçevede, gelecekteki enflasyonun hedefle uyumlu seyretmesine odaklanmaktadır.

Bölüm 3.1'de anlatılan varsayımlar ve kısa vadeli öngörüler çerçevesinde enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yılı sonunda yüzde 9,4 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 7'ye ve 2023 yıl sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5 seviyesine gerileyerek istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2021 yılı sonunda orta noktası yüzde 9,4 olmak üzere, yüzde 7,3 ile yüzde 11,5 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 7,0 olmak üzere yüzde 4,6 ile yüzde 9,4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. (Grafik 3.2.1).

Grafik 3.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yüzde 5 enflasyon hedefine ulaşma yolunda parasal duruşun sıklık düzeyi şu şekilde belirlenecektir:

Yüzde 5 hedefine varıncaya kadar gerçekleşen/beklenen enflasyon oranı patikası ile para politikası faiz oranı patikası arasındaki düzey güçlü bir dezenflasyonist denge gözetilerek oluşturulacak ve bu denge sürekli korunacaktır. Mevcut verilerin yanı sıra, elde edilecek her türlü yeni verinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında orta vadeli hedef patikasından sapma riskine işaret etmesi durumunda ilave sıkılaştırma önlen yapılacaktır.

Enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sıkı para politikası duruşunun kararlılıkla uzun bir müddet sürdürüleceği bir görünüm altında Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen enflasyon tahminlerinde güncelleme yapılmamıştır. İktisadi faaliyetin 2020 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerden daha güçlü olduğu gözlenmektedir. Son dönemde kredi büyümesinde belirgin bir yavaşlama görülmekle birlikte salgın dönemindeki yüksek kredi büyümesinin birikimli etkileri iç talebi canlı tutmaktadır. Yüksek seviyelerde seyreden COVID-19 vaka sayıları, aşılama süreci ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin sürmesine rağmen ihracatta yükseliş eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Son Rapor sonrası dönemde uluslararası gıda ve emtia fiyatlarındaki yükseliş, enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmayı sürdürmektedir. Salgına bağlı sebeplerle bazı sektörlerde ortaya çıkan arz kısıtları, döviz kuru gelişmelerinin birikimli etkileri, birim iş gücü maliyeti ve yönetilen-yönlendirilen fiyatlardaki güncellemeler de enflasyon beklentileri ve enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturan diğer unsurlardır. Bu riskler gözetilerek Kasım ve Aralık PPK toplantılarında gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın etkisiyle finansal koşullar sıkılaştırmaya devam etmektedir. Bu eğilimin krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin zamanla daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir. Böylelikle enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurları kademeli olarak zayıflayacaktır.

Öngörülebilirliği ve şeffaflığı artırılmış bir politika çerçevesi dâhilinde, fiyat istikrarına odaklı sıkı para politikası duruşu ve güçlü politika eşgüdümü, enflasyondaki düşüş sürecinin başlamasını ve makrofinansal risklerin azalmasını sağlayarak ülke risk primine düşüş yönü katkıda bulunacaktır. Sıkı para politikası duruşunun kararlılıkla uzun bir müddet korunacak olması ve risk primindeki düşüşün devam etmesinin enflasyon beklentilerine de olumlu yansıtacağı öngörülmektedir. Bu gelişmelerin Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının güçlenmesine ve dolayısıyla TCMB uluslararası rezervlerinin yükselmesine yardımcı olacağı gibi, yurt içi yerleşiklerin portföy tercihlerini Türk lirası lehine değiştirebileceği bir zemin oluşturmak suretiyle ters para ikamesini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

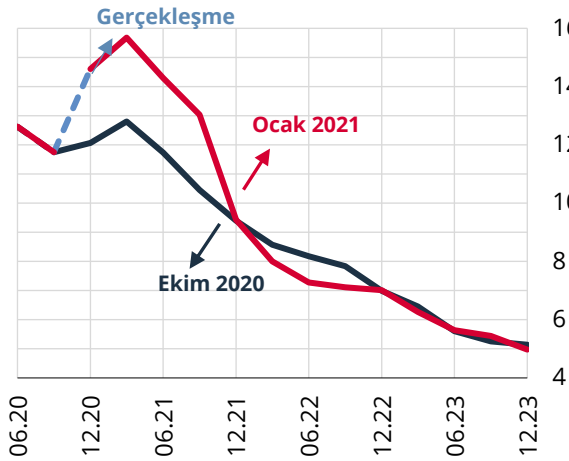
Tablo 3.2.1: 2021 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2021
2020-IV (Ekim 2020) Tahmini (%)	9,4
2021-I (Ocak 2021) Tahmini (%)	9,4
2020-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dâhil)	-0,4
Gıda	+0,2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,3
Birim İş Gücü Maliyeti	+1,0
Çıktı Açığı	0,0
Enflasyon Beklentileri	-0,5

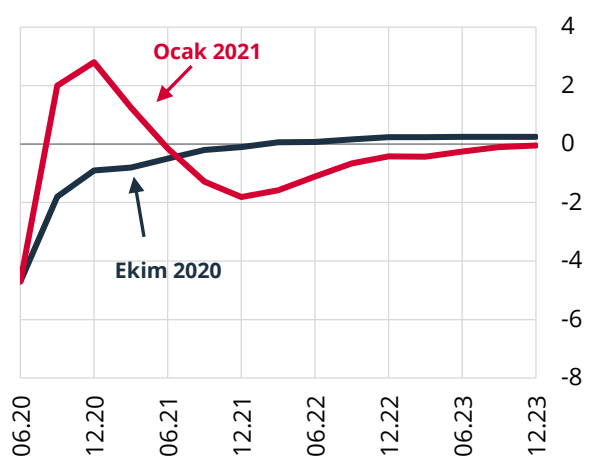
Kaynak: TCMB.

2021 ve 2022 yıl sonu enflasyon tahminleri sırasıyla yüzde 9,4 ve yüzde 7,0 oranlarında sabit tutulmuştur.

Bir önceki Rapor dönemine göre Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına bağlı güncelleme enflasyon tahminini 0,4 puan düşürürken; birim iş gücü maliyeti, 2021 yılı için belirlenen asgari ücret artışına bağlı olarak 1,0 puan yükseltici yönde etki yapmıştır. Öte yandan gıda fiyatlarında öngörülen yüksek seyir enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı itmiş; yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, büyük ölçüde tütün ürünlerindeki vergi ayarlamasının etkisiyle, tahmini 0,3 puan aşağı çekmiştir. Ayrıca, sıkı parasal duruşun devamıyla enflasyon beklentilerinde öngörülen iyileşmenin yıl sonu tahminine 0,5 puan düşürücü yönde katkıda bulunacağı değerlendirilmiştir (Tablo 3.2.1). Tahminler, enflasyonun 2021 ve 2022 tahmin hedefleriyle uyumunu sağlayacak bir parasal sıkılık düzeyi altında üretilmiştir.

Grafik 3.2.2: Enflasyon Tahmini

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini

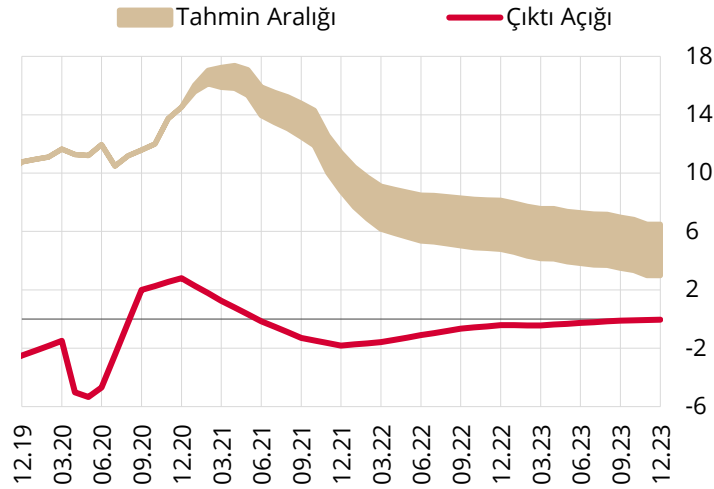
Kaynak: TCMB.

Tahminler, küresel büyüme ve dış talep görünümünde salgın kaynaklı olumsuz bir şokun yaşanmayacağı, küresel risk iştahında yaşanan olumlu gelişmeler ile birlikte Türkiye'ye özgü risk algılarında iyileşmenin devam edeceği bir görünüm esas almaktadır. COVID-19 salgınına ilişkin aşı çalışmalarının hızlanması ve gelişmiş ülkelerin genişleyici mali ve parasal politikaları sürdüreceği beklentileri küresel risk iştahının 2020 yılının son çeyreğinde yükselmesini sağlamıştır. Bununla birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde düşük faiz ortamının uzun bir süre devam edeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun sade bir çerçevede enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek olmasının, ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlamaya devam edeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Salgın tedbirlerinin ve parasal sıkılaştırmanın etkileriyle birlikte son dönemde iktisadi faaliyetin yavaşlamaya başladığı görülmektedir. Salgına yönelik kısıtlamaların azaltılması ve güçlü kredi ivmesinin etkileriyle 2020 yılının üçüncü çeyreğinde gözlenen hızlı toparlanmanın ardından yılın son çeyreğinde de iktisadi faaliyet güçlü seyretmiştir. Kredilerdeki yavaşlamanın gecikmeli etkilerinin önümüzdeki dönemde belirginleşmesi beklenmekle birlikte, kısa vadede oldukça etkili olan arz yönlü enflasyonist unsurlar nedeniyle yıllık enflasyonun birkaç ay daha yukarı yönlü seyredebileceği değerlendirilmektedir. Türk lirasındaki değerlenmeye rağmen emtia fiyatlarındaki artışlar ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine yol açmaktadır. Yönetilen fiyatlar tarafında elektrik, doğalgaz ve çiğ süt referans alım fiyatındaki artışlara karşılık, tütün ürünlerindeki vergi ayarlaması kısa vadeli enflasyon görünümünde belirleyici olmuştur. Asgari ücretin özellikle hizmet fiyatları kanalıyla oluşturacağı ilave enflasyon katılığı, para politikasındaki sıkı duruşun geçmiş öngörülere kıyasla daha uzun bir süre korunmasını gerektirmektedir. Sıkı parasal duruş, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal piyasa gelişmeleri bağlamında dışsal ve geçici oynaklıklara karşı önemli bir tampon işlevi görecektir. Ayrıca, parasal duruşun talep koşulları üzerindeki birikimli etkilerine bağlı olarak çıktı açığının yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir.

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, enflasyonun ana eğilimine dair daha fazla bilgi içermektedir. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Buna göre B endeksi yıllık enflasyonunun önümüzdeki dönemde bir miktar yükseldikten sonra 2021 yılı ilk çeyreğini takiben düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.4).

Grafik 3.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

3.3. 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 3.2.2'de özetlenmektedir.

Tablo 3.2.2: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler*

Temel Riskler	Takip Edilen Göstergeler
<p>Maliyet Baskıları</p> <ul style="list-style-type: none"> Küresel talep gelişmelerine ve iktisadi faaliyetteki toparlanma beklentilerine bağlı olarak uluslararası gıda ve diğer emtia fiyatlarında son dönemde belirginleşen yükseliş eğilimi enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Arz yönlü enflasyonist unsurların beklentiler üzerindeki ikincil etkileri ve finansal göstergelerle etkileşimi yakından takip edilecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Endüstriyel metal fiyatları Tarımsal emtia fiyatları Tarım ürünlerindeki arz-talep dengesi
<p>Para Politikası Aktarımına Dair Belirsizlikler</p> <ul style="list-style-type: none"> 2020 yılındaki hızlı kredi genişlemesinin iç talep üzerindeki birikimli etkilerinin devam etmesi nedeniyle parasal sıkılaştırmanın yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi dezenflasyon sürecini geciktirebilecektir. Yurt içi yerleşiklerin döviz/altın talebinin devam ediyor olması ve portföy tercihlerinin olumsuz haber akışına hassasiyeti, enflasyonun düşüş eğilimine girmesini geciktirebilecek riskleri canlı tutmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Talep ve büyüme bileşenlerinin seyri Toplam talep ve kredi kompozisyonu Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi) Dolarizasyon göstergeleri
<p>Normalleşme Sürecinde Sektörel Ayrışma</p> <ul style="list-style-type: none"> Salgının küresel ölçekte etkisini yitirmesiyle başlayacak normalleşme sürecinde iç talepte ve turizmde görülebilecek toparlanma, giyim ve ayakkabı ile konaklama, eğitim, eğlence ve kültür, paket tur gibi salgından olumsuz etkilenen mal ve hizmet kalemlerinin enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir. Salgına bağlı olarak talep koşullarının ve kapanmaların sektörler itibarıyla farklılaşması ile istihdamı korumaya yönelik tedbirler, çıktı açığı ve birim işgücü maliyetlerinin ölçümünü zorlaştırmakta ve enflasyon tahmin belirsizliğini artırmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Salgının küresel ölçekte yayılımının seyri İhracat, turizm ve taşımacılık gelişmeleri Sektörler ve alt gruplar bazında talep ve enflasyon göstergeleri Ücret ve işgücü maliyet endeksleri Çalışan kişi ve çalışılan saat bazında kısmi emek verimliliği göstergeleri
<p>Enflasyon Beklentilerinin Yüksek Seyri</p> <ul style="list-style-type: none"> Enflasyonun kısa vadedeki yukarı yönlü seyri orta vadeli enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyerek beklentilerin tahmin hedeflerine yakınsama hızını yavaşlatma riski oluşturmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Ankete ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri Geçmiş endeksleme davranışına dair göstergeler Enflasyon belirsizliği göstergeleri

Tablo 3.2.2: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler*

Para, Maliye ve Finansal Politikaların Eşgüdümü	
<ul style="list-style-type: none">Salgının etkilerini sınırlamaya yönelik tedbirlerin kamu finansman ihtiyacını artırmasına bağlı olarak yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.Başta bireysel krediler ve alt kalemleri olmak üzere kredi büyümesini yukarı yönde etkileyebilecek ve sıkı parasal duruşun aktarımını sınırlayabilecek dışsal unsurlar; toplam talep, cari denge ve dış finansman ile risk primi kanallarıyla enflasyon görünümünü olumsuz etkileyebilecektir.	<ul style="list-style-type: none">Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarıVergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmelerKamu ücret politikalarıBütçe ve kamu borç stoku göstergeleriMali duruş (yapısal bütçe dengesi)

* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminleri üzerindeki etkisine dair değerlendirmeler verilmektedir. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.

Kutu 3.1

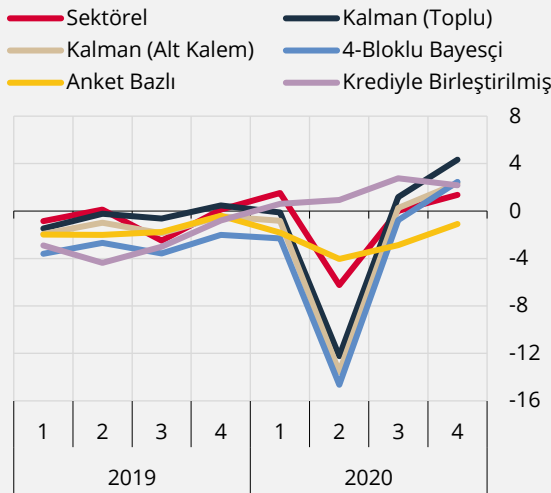
Çıktı Açığı Tahminlerine İlişkin Teknik Bir Değerlendirme

Enflasyon üzerindeki talep ve kapasite baskılarını takip etmek için ekonominin döngüsel durumunu gösteren çıktı açığı göstergelerinden yararlanılmaktadır. Çıktı açığı, iktisadi faaliyetin enflasyon yaratmayan potansiyel düzeyinden farkı şeklinde ifade edilmektedir. Aşırı ısınma dönemlerinde ekonomideki toplam arz-toplam talep dengesinin enflasyonist olması durumu “pozitif” çıktı açığı ile ifade edilmektedir. İş çevrimlerinin durgunluk/soğuma fazları ise çıktı açığının sıfırın altında kaldığı ve dezenflasyonist etki oluşturduğu durumlarla temsil edilmektedir.

Çıktı açığı, enflasyon hedeflemesi rejiminin teknik altyapısının merkezinde yer alan “tahmin ve politika analiz sistemi”nde (FPAS) önemli bir yere sahiptir. Bu kutuda, TCMB bünyesinde takip edilen çıktı açığı göstergelerinin enflasyonu tahmin etme gücü karşılaştırılmaktadır. 2020 yılı büyüme ve enflasyon gelişmeleri ışığında söz konusu göstergelerin görece üstünlüklerine dair değerlendirmeler ve politika çıkarımları yapılmaktadır.

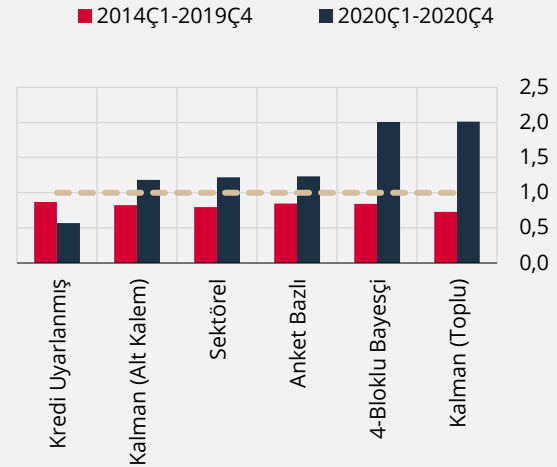
Farklı model ve yaklaşımlarla hesaplanan çıktı açığı göstergeleri Grafik 1’de sunulmaktadır. Bunlar içinde “anket bazlı” gösterge, kapasite kullanım oranı ve uçak doluluk oranı gibi tanımı itibarıyla doğrudan çıktı açığına işaret eden değişkenlerin toplulaştırılmasıyla oluşturulmaktadır. Diğer göstergeler ise iktisadi faaliyet göstergelerinin filtrelenmesiyle elde edilmektedir. Kredi uyarlanmış gösterge milli gelirin filtrelenmesine dayalı çıktı açığı ile net kredi kullanımının tarihsel ortalamasından sapmasının ağırlıklı ortalaması şeklinde hesaplanmaktadır.

Grafik 1: Çıktı Açığı Göstergeleri¹ (%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: Farklı Çıktı Açığı Kullanan Modellerin Tahmin Performansı² (Çıktı Açığı Kullanmayan Modele Göre Tahmin Hataları)*



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

* Tahmin hataları 2014Ç1-2019Ç4 ve 2020Ç1-2020Ç4 için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Çıktı açığı kullanmayan modelin tahmin hatası 1 olarak endekslenmiştir.

¹ Grafikte yer verilen çıktı açığı serilerine ilişkin yöntemlerle ilgili çalışmalar şu şekildedir: Sektörel: Çelgin ve Yılmaz (2019), Kalman-Toplu: Koca (2021), Kalman-Alt Kalem: Alp, Ögünç ve Sarıkaya (2012), Koca ve Kalafatçılar (2021), 4-Bloklu Bayesçi: Gökcü (2021), Anket Bazlı: Coşar, Kösem ve Sarıkaya (2012), Coşar, Kösem ve Sarıkaya (2013), Coşar (2018) ve Krediyle Birleştirilmiş: Ekim 2020 Enflasyon Raporu Kutu 2.3

² Vergi etkisinden arındırılmış B enflasyonu dönemlik değişimi bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Sepet kur ve enerji hariç emtia fiyatları açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Bu açıklayıcı değişkenlerle oluşturulan baz modele farklı çıktı açıkları ayrı ayrı eklenerek tahmin performansı karşılaştırılmıştır. Tahminler bir çeyrek sonrası için örneklem dışı tahmin performansı yöntemi ile 2014Ç1-2020Ç4 dönemi için yapılmıştır. Örneğin, 2020Ç1’e kadar olan regresyonla elde edilen katsayılar açıklayıcı değişkenlerin 2020Ç2 verileri ile çarpılarak 2020Ç2 tahmini elde edilmiştir. Daha sonra 2020Ç2’ye kadar yapılan bir regresyondan elde edilen katsayılar ve değişkenlerin 2020Ç3 değerleri ile 2020Ç3 tahmini elde edilmiştir. Modellerde 2018Ç3 için kukla değişken kullanılmıştır. Tahmin hatalarının analizi 2018Ç3 hariç yapılmıştır. Grafikte tahmin hatalarının ortalamasının karekökü, çıktı açığı kullanmayan modele ilişkin bu değer 1’e normalize edilerek sunulmaktadır.

Göstergeler genel olarak birbiriyile uyumlu gibi görünse de, aynı çeyrek için oldukça farklı sinyaller verebilmektedir. Arz ve talep şoklarının birarada görüldüğü salgın dönemi ele alındığında, özellikle 2020 yılının ikinci çeyreğinde göstergeler arasında belirgin ayrışmalar görülmesi, enflasyon tahminlerine ilişkin belirsizliğin de artmasına neden olmuştur. Bu dönemde ekonomideki sert daralma milli gelir bazlı çıktı açığı göstergelerinde düşüğe neden olurken, hızlı kredi genişlemesine bağlı olarak kredi uyarlanmış çıktı açığı ısınma sinyalleri vermeye başlamıştır. Yılın ikinci yarısında ekonomideki belirgin toparlanmayla birlikte göstergeler arasındaki uzlaşma artmıştır. Son çeyrek için göstergelerin çoğu aşırı ısınma sinyali vermektedir.

Göstergeler arasında bu denli büyük farklılaşmaların görülebilmesi, hangi çıktı açığı göstergesinin enflasyonu açıklamada öne çıktığı sorusunu gündeme getirmektedir. Bu kapsamda, çıktı açığı göstergelerinin B-endeksi enflasyonuna yönelik bir çeyrek sonrası tahmin performansı incelenmiştir. Sonuçlar, 2014-2019 döneminde çıktı açığı kullanan modellerin çıktı açığı kullanmayan modele göre yüzde 20'ye yakın daha az hata yaptığını göstermektedir (Grafik 2). Enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri nedeniyle tahmin ufku uzadıkça çıktı açığı değişkenlerini kullanan modellerin öngörü başarısı artmaktadır.

2020 yılı öncesi için yapılan analizler, göstergelerden herhangi birinin enflasyonu tahmin etmede sistematik bir üstünlüğü olmadığına işaret etmektedir. 2020 yılında ise kredi uyarlanmış çıktı açığı değişkenini kullanan model hariç olmak üzere, çıktı açığı kullanmak enflasyon tahminlerinde bir iyileşmeye neden olmamaktadır. Kredi uyarlanmış çıktı açığı kullanıldığında ise çıktı açığının kullanılmadığı duruma göre 2020 yılında yaklaşık yüzde 40 daha düşük tahmin hatası yapılmaktadır. Milli gelirin ikinci çeyrekteki düşüşünde arz şoklarının da önemli rol oynaması, artan işsizliğe karşın hızlı kredi genişlemesinin harcama imkânlarını desteklemesi ve sektörel talep koşullarının belirgin şekilde ayrışması gibi unsurlar çıktı açığının ve enflasyona etkisinin ölçümünü zorlaştırmıştır.

Türkiye ekonomisine ilişkin geçmiş çalışmalar, (i) kredilerin enflasyonu tahmin etmede çıktı açığıyla birlikte kullanıldığında ek bilgi sağlayabildiğine, (ii) krediden etkilenen kalemlerin daha çok temel mal grubunda yer aldığına, (iii) kredilerin enflasyon üzerindeki etkisinin çıktı açığına kıyasla daha gecikmeli olduğuna ve (iv) kredi göstergesi olarak net kredi kullanımının işlevsel bir gösterge olarak öne çıktığına işaret etmektedir (Özmen ve Sarıkaya 2014, Ögünç ve Sarıkaya 2015, TCMB 2020). Ayrıca, kredilerin milli gelir verilerine kıyasla daha erken açıklanıyor olması ve filtreleme yöntemiyle elde edilen çıktı açıklarının aksine net kredi kullanımının veri akışı ile güncellenmemesi de ilave bir üstünlük olarak değerlendirilebilir. 2020 yılı gelişmeleri, toplam arz-toplam talep dengesi (çıkta açığı) değerlendirilirken finansal çevrimin de dikkate alınması halinde enflasyon tahmin performansının önemli ölçüde artabileceğini göstermiştir. Ancak, kredileri içermenin her dönem için geçerli, sistematik bir avantaj sağlamıyor olması nedeniyle, hangi dönemde hangi göstergeye daha fazla ağırlık verileceği konusunda yargısal uzman görüşleri önemli olmaktadır. Enflasyonun diğer belirleyicileri de kontrol edildiğinde, 2020 yılının ikinci yarısında geçmiş öngörülerden daha güçlü seyreden toplam talep koşullarının ekonomide aşırı ısınmaya işaret ettiği değerlendirilmesinde bulunulmuş ve çıktı açığı tahminlerinde belirgin bir yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır.

Kaynakça

Alp, H., Ögünç, F., ve Sarıkaya, Ç. (2012). Monetary Policy and Output Gap: Mind the Composition. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No:12/07.

Çelgin, A., ve Yılmaz, T. (2019). Sektörel Çıktı Açığı. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No:19/10.

Coşar, E. E. (2018). Türkiye Ekonomisi için Güncellenmiş Doğrudan Çıktı Açığı Göstergesi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No:18/04.

Coşar, E. E., Kösem, S., ve Sarıkaya, Ç. (2012). Alternatif Çıktı Açığı Göstergeleri. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No:12/22.

Coşar, E. E., Kösem, S., ve Sarıkaya, Ç. (2013). Do We Really Need Filters In Estimating Output Gap?: Evidence from Turkey. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No:13/33.

Gökcü, M. (2021). The Tale of Two Episodes: Estimating Time-Varying Potential Output and NAIRU Using a Multivariate Filter for Turkey. Devam eden çalışma.

Koca, Y. K. (2021). An Estimated Small Open Economy DSGE Model for the Turkish Economy. Devam eden çalışma.

Koca, Y. K. ve Kalafatçılar, M. K. (2021). Çıktı Açığının Talep Bileşenlerine Ayrıştırılması. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, Yayım aşamasında.

Öğünç, F. ve Sarıkaya Ç. (2015). Enflasyonu Açıklamada Kredilerin Bilgi Değeri. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No:15/12.

Özmen, M. U. ve Sarıkaya, Ç. (2014). Enflasyonun Çıktı Açığı ve Kredilere Duyarlılığı. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No:14/17.

TCMB (2020). Talep Koşullarının Enflasyona Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme. Enflasyon Raporu 2020-IV, Kutu 2.3.