

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

### 3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

***İktisadi faaliyet, 2020 yılının son çeyreğinde geçmiş öngörülerle büyük ölçüde uyumlu şekilde güçlü bir seyir izlemiştir.*** Milli gelir verilerine istinaden dördüncü çeyreğe ilişkin çıktı açığı tahmini sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. 2021 yılı ilk çeyreğinde ise iktisadi faaliyet, iç ve dış talep kaynaklı olarak öngörülenden daha güçlü seyretmiştir. Ocak Enflasyon Raporu'nda toplam talep koşullarının yılın ilk çeyreğinde sıkı para politikası ve kredilerdeki yavaşlamayla zayıflayacağı öngörülmüştü. Ancak, parasal genişlemenin birikimli etkileri, Mart ayında başlayan kısmi açılma süreci ve öngörülenden daha güçlü ihracat performansının etkisiyle talep koşulları geçmiş öngörülerden daha enflasyonist olmak üzere eğiliminin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, çıktı açığı tahmini yukarı yönlü güncellenerek bir önceki çeyreğe yakın bir düzeye çekilmiştir (Tablo 3.1.1)

***2021 yılının ilk çeyreğinde yüzde 16,2 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonu Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin bandının üst sınırına yakın seyretmekle birlikte, sepet ağırlıklarındaki güncelleme dikkate alındığında tahminlerle uyumlu bir seyir gözlenmiştir.*** 2021 yılı ile birlikte tüketici enflasyon sepetindeki ağırlıklar güncellenmiştir. Söz konusu güncellenmenin Ocak Enflasyon Raporu tahmin patikasına etkisinin Nisan ayında 0,5 puana ulaştıktan sonra kademeli olarak azalarak, yıl sonu itibarıyla ortadan kalkacağı öngörülmektedir. Bu kapsamda manşet enflasyon Ocak ayı tahminleriyle uyumlu seyrederken, çekirdek B göstergesi öngörülerin üzerinde kalmıştır. İlk çeyrekte uluslararası emtia fiyatlarındaki artış, güçlü talep koşulları, arz kısıtları, yüksek enflasyon beklentileri ve birikimli döviz kuru etkilerine bağlı olarak enflasyon yükselişini sürdürmüştür (Tablo 3.1.1). Diğer taraftan, 2021 yılının ilk çeyreğinde olumlu seyreden taze meyve ve sebze fiyatları ve akaryakıt fiyatlarındaki eşel mobil uygulaması bu dönemde enflasyonu sınırlamıştır.

**Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi\***

	2020-IV	2021-I
Çıktı Açığı (Yüzde)	2,5 (2,8)	2,3 (1,3)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	14,6 (14,6)	16,2 (15,7)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	14,5 (14,5)	17,5 (16,6)

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

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

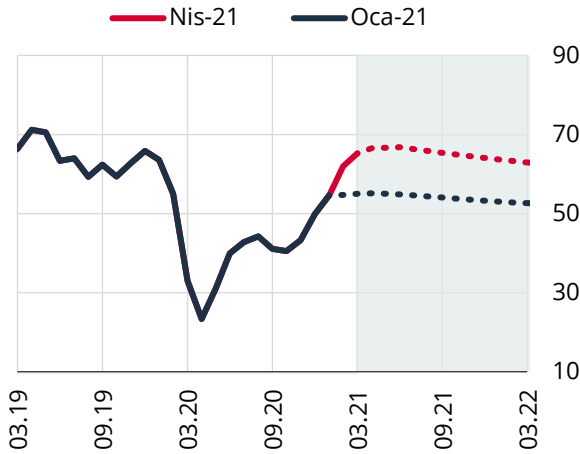
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

***Salgının seyri ve aşılama hızlarında oluşan farklılaşmalara bağlı olarak ülkelerin büyüme performansları farklılaşmakla birlikte geçtiğimiz rapor dönemine kıyasla dış talep varsayımında belirgin bir değişiklik olmamıştır.*** Salgın hastalıkta yeni dalgaların etkisiyle alınan tedbirler, imalat ve hizmet sektörleri arasında ayrışmaya yol açarken kısıtlamalardan daha olumsuz etkilenen emek yoğun hizmetler sektörü istihdam piyasasındaki toparlanmayı geciktirmektedir. Diğer yandan, salgının seyri, aşılama faaliyetleri ve açıklanan mali teşvik paketlerine bağlı olarak gelişmiş ülkeler arasında büyüme tahminlerinin farklılaştığı görülmüştür.

**Küresel ölçekte uygulanan genişleyici politikaların küresel finansal koşulları desteklemeye devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır.** Her ne kadar gelişmiş ülkelerin genişleyici parasal ve mali duruşlarını korumasıyla kısa vadeli faiz oranları tarihi düşük seviyelerinde kalmaya devam etmiş olsa da, son Rapor döneminde ABD'de enflasyon ve büyüme görünümüne bağlı olarak uzun vadeli tahvil faizlerinde artış görülmüştür. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerde politika duruşunun destekleyici kalmaya devam edeceği öngörüldürken, gelişmekte olan ülkelerde artan döviz kuru ve emtia fiyatlarına bağlı olarak yükselen enflasyon baskıları neticesinde politika faizlerinin normalleşme sürecine girebileceği düşünülmektedir (Kutu 3.1).

**Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenmiştir.** Ham petrol fiyatları Ocak Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalmıştır (Grafik 3.1.1 ve Tablo 3.1.2). Vadeli fiyat eğrisi, petrol fiyatlarının bir miktar daha yükseldikten sonra yılın ikinci yarısında gerileyeceğini, böylece 2021 yılı ortalamasının 64,4 ABD doları, 2022 yılı ortalamasının ise 61,9 ABD doları seviyesinde oluşacağı bir fiyatlamaya işaret etmektedir. Diğer yandan, TÜİK, Ocak ayı bülteniyle birlikte dış ticaret endekslerinde revizyona gitmiş; ihracat birim değer endeksinin hesaplanmasında genel ticaret sistemine göre dış ticaret istatistikleri kullanılmaya başlanmış ve temel yılı değiştirilmiştir. Aylık değişimler değerlendirildiğinde ithalat fiyatlarında geçmiş öngörülerin üzerinde bir artış olduğu gözlenmektedir (Grafik 3.1.2). 2021 yılına ilişkin ithalat fiyatları varsayımı da Ocak Enflasyon Raporu'na göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.2). Diğer yandan, uluslararası piyasalarda oluşan vadeli fiyat eğrisi 2022 yılında ithalat fiyatlarında sınırlı bir gerileme öngörmektedir.

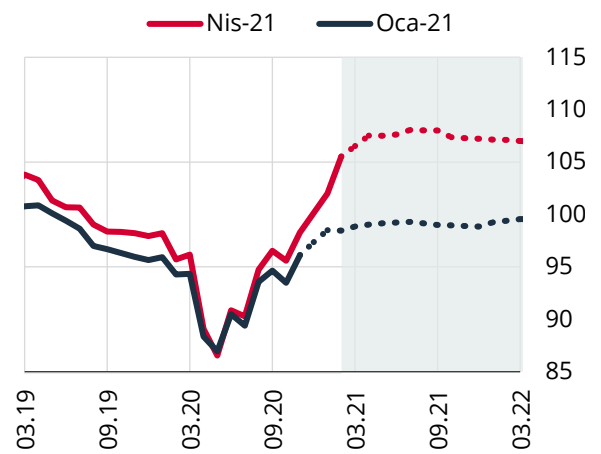
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

**Grafik 3.1.2: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (Endeks, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

\* Ocak ER'de paylaşılan ithalat fiyatları serisi yapılan revizyonla uyumlu olarak 2015=100 olacak şekilde güncellenmiştir.

**Döviz kuru gelişmeleri ve uluslararası fiyatların son dönem eğilimleri dikkate alınarak gıda enflasyonu varsayımı 2021 ve 2022 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu birinci çeyrekte yüzde 20,6'dan yüzde 17,4'e düşmüştür. Gıda enflasyonundaki düşüşte taze meyve sebze fiyatlarındaki olumlu seyir etkili olmuştur. Diğer yandan, uluslararası emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak taze meyve sebze dışı gıda fiyatlarında yüksek seviyeler korunmuştur. Uluslararası gıda fiyatlarındaki artışın gecikmeli etkilerinin ve son dönem döviz kuru hareketlerinin önümüzdeki dönemde gıda fiyatları üzerinde etkili olması beklenmektedir. Gıda enflasyonu varsayımı üzerindeki yukarı yönlü en belirgin riskin uluslararası fiyatların seyri olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, 2021 ve 2022 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı yönlü güncellenerek sırasıyla yüzde 13 ve yüzde 9,8 olarak belirlenmiştir (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

	2021	2022
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	4,4 (4,7)	4,4 (4,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	64,4 (54,4)	61,9 (52,1)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	13,3 (6,5)	-0,5 (0,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	13,0 (11,5)	9,8 (9,4)

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

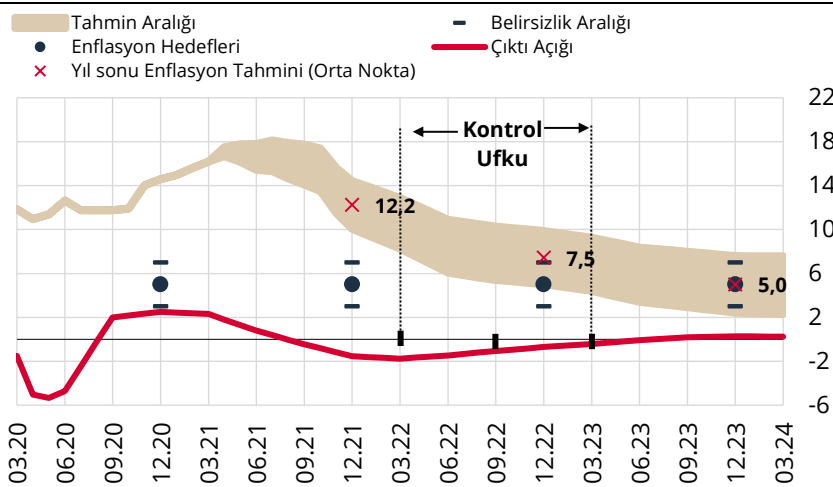
**Maliye politikası ve finansal politikaların, para politikası ile eşgüdüm içerisinde, enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu bir makro çerçevede belirleneceği bir orta vadeli görünüm esas alınmıştır.**

Uluslararası petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı hareketleri sınırlamak amacıyla akaryakıt fiyatları üzerindeki vergilerin nihai tüketici fiyatını sabit tutacak şekilde değiştirildiği eşel mobil uygulaması, akaryakıt fiyatlarının dolaylı etkileri de dikkate alındığında, önemli bir enflasyon baskısını bertaraf etmektedir. Bu bağlamda, kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyondaki düşüşün devamını önceliklendiren güçlü politika koordinasyonu risk primi ve belirsizlik algılamalarındaki iyileşmenin devam etmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

### 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.

**Temel varsayımlar ve kısa vadeli öngörüler çerçevesinde, politika faizinin güçlü dezenflasyonist etkiyi muhafaza edecek şekilde, enflasyonun üzerinde bir düzeyde oluşturulmaya devam edileceği bir görünüm altında enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir.** Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yılı sonunda yüzde 12,2 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 7,5'e 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 12,2 olmak üzere, yüzde 10,0 ile yüzde 14,4 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 7,5 olmak üzere yüzde 5,0 ile yüzde 10,0 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.

**Yakın dönemdeki enflasyon gerçekleştirmeleri ve enflasyon görünümünü etkileyen tüm unsurlar ışığında 2021 ve 2022 yıl sonu enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir** (Grafik 3.2.2). 2021 yılı ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyet ve ekonominin döngüsel durumuna ilişkin Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyre işaret etmektedir. Salgının sınırlayıcı etkilerine rağmen, iç ve dış talep kaynaklı olarak yurt içi iktisadi faaliyet güçlü seyretmektedir. Finansal koşullardaki sıkılaşmayla birlikte kredi büyümesi bir miktar yavaşlasa da özellikle bireysel krediler canlıdır. Söz konusu gelişmeler toplam talep koşullarının enflasyonist etkisinin Ocak Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülere göre daha güçlü kalmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda, çıktı açığı tahminleri 2021 yılı için yukarı yönlü güncellenmiştir. Diğer yandan, Ocak Enflasyon Raporu sonrasındaki dönemde uluslararası gıda ve emtia fiyatlarındaki yükseliş, enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmayı sürdürmektedir. Küresel enflasyon beklentilerindeki yükseliş, risk iştahı ve döviz kurlarında oynaklığı artırmaktadır. Söz konusu gelişmelerin enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü riskler dikkate alınarak, Mart ayında önden yüklemeli ve güçlü bir ilave parasal sıkılaştırma yapılmış, Nisan ayında da duruş korunmuştur. Mevcut parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin ikinci çeyrekte itibaren belirginleşeceği öngörülmektedir.

**Tablo 3.2.1: 2021 ve 2022 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

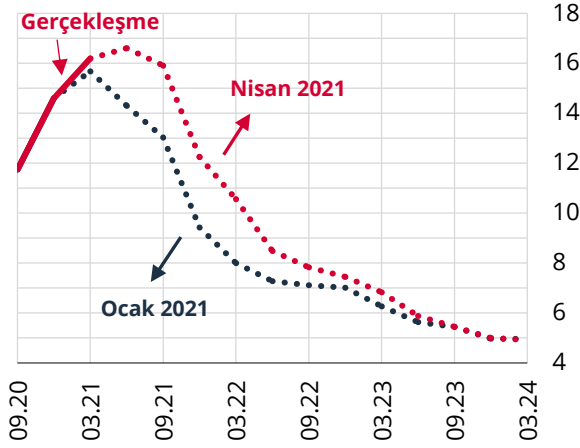
	2021	2022
2021-I (Ocak 2021) Tahmini (%)	9,4	7,0
2021-II (Nisan 2021) Tahmini (%)	12,2	7,5
<b>2021-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	+2,8	+0,5
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dâhil)	+1,8	+0,3
Gıda	+0,4	+0,1
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	+0,1	-
Çıktı Açığı	+0,4	-0,2
Enflasyon Tahminindeki Sapma / Enflasyonun Ana Eğilimi	+0,1	+0,3

Kaynak: TCMB.

**2021 yıl sonu enflasyon tahmini 2,8 puanlık güncellemeyle yüzde 9,4'ten yüzde 12,2'ye yükseltilmiştir.** Bir önceki Rapor dönemine göre Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına bağlı güncelleme enflasyon tahminini 1,8 puan artırırken; gıda fiyatlarında öngörülen yüksek seyir enflasyon tahminini 0,4 puan yukarı itmiştir. Diğer yandan, yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, büyük ölçüde haberleşme hizmetleri özel iletişim vergisi artışı ve Ocak ayında yapılan tütün ürünlerindeki vergi ayarlamasının yansımalarıyla, tahmini 0,1 puan yukarı çekmiştir. Ayrıca, toplam talep koşullarının öngörülenden güçlü seyri nedeniyle çıktı açığı patikasında yapılan yukarı yönlü güncelleme yıl sonu tahminine 0,4 puan artırıcı yönde katkıda bulunmuştur (Tablo 3.2.1). Son olarak, enflasyon ana eğiliminde bir önceki Rapor dönemine göre gözlenen artış 2021 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan yükseltmiştir.

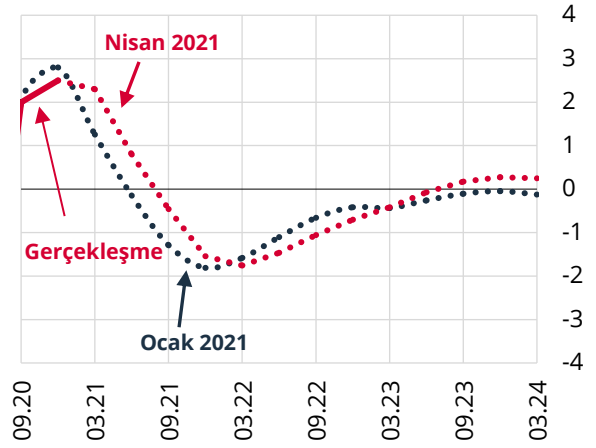
**2022 yılı enflasyon tahmini yüzde 7'den yüzde 7,5'e güncellenmiştir.** 2021 yıl sonu tahminindeki güncelleme, geçmişe endeksleme davranışına ve ana eğilime etkilerine bağlı olarak 2022 yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan yukarı çekmektedir. Diğer yandan, Türk lirası cinsi ithalat fiyatları tahmini 0,3 puan yukarı çekerken, gıda enflasyonu varsayımındaki güncelleme tahmini 0,1 puan yükseltmiştir, Buna karşılık, çıktı açığındaki güncelleme ise tahmine 0,2 puan azaltıcı yönde katkıda bulunmaktadır (Grafik 3.2.3).

Grafik 3.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini

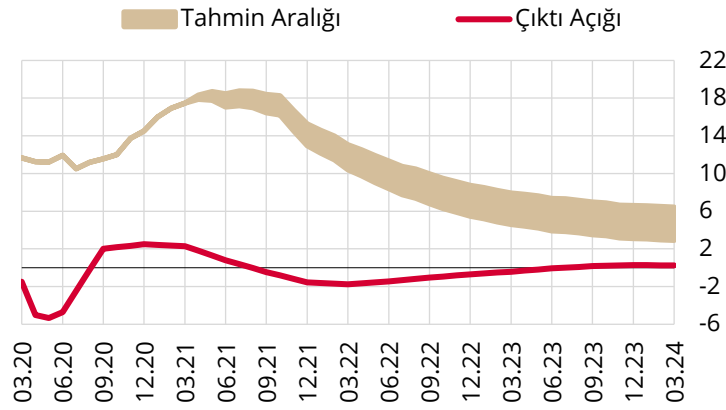


Kaynak: TCMB.

**Tahminler, küresel büyüme ve dış talep görünümünde salgın kaynaklı olumsuz bir şokun yaşanmayacağı ve küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı bir görünüm çerçevesinde üretilmiştir.** Genişleyici parasal ve mali politikalar ile aşılama sürecinde yaşanan olumlu gelişmelerin etkisiyle iyileşen küresel büyüme görünümü beraberinde küresel enflasyon beklentilerinde artışı getirmiştir. Küresel enflasyon baskıları para politikalarında mevcut öngörülerden daha erken bir sıkılaşmaya neden olabilecektir. Küresel finansal piyasalarda veri duyarlılığının ve buna bağlı oynaklıkların artacağı bir döneme girilmiştir. Bu bağlamda Türkiye'de para politikasındaki sıkı duruşun enflasyonda kalıcı düşüşe işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek olması, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

**İktisadi faaliyette yılın ilk çeyreğinde görülen güçlü seyrin ardından, parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin belirginleşmesiyle takip eden dönemde ılımlı bir eğilim öngörülmektedir.** İktisadi faaliyetteki ana eğilimin ilk çeyrekte güçlü olduğu ve toplam talep koşullarının enflasyonist düzeylerdeki seyrini sürdürdüğü değerlendirilmektedir. Mart ayında yapılan önden yüklemeli ve güçlü ilave parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin önümüzdeki dönemde belirginleşmesi beklenmekle birlikte, salgının gidişatı ve aşılama sürecine bağlı olarak iktisadi faaliyet üzerinde her iki yönde riskler bulunmaktadır. Diğer yandan, yakın dönemdeki döviz kuru hareketleri ve kısa vadede oldukça etkili olan arz yönlü enflasyonist unsurlar nedeniyle yıllık enflasyonun birkaç ay daha yüksek seyredebileceği değerlendirilmektedir. Bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları ve döviz kuru gelişmelerinin de etkisiyle üretici enflasyonundaki yükseliş sürmektedir. Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar tarafında ise çığ süt referans alım fiyatı ve ekmek fiyatları ile hizmet sektörü ve tütün ürünlerindeki vergi ayarlamalarının seyri kısa vadeli enflasyon görünümünde belirleyici olacaktır. Ayrıca, parasal duruşun talep koşulları üzerinde belirginleşeceği öngörülen etkilerine bağlı olarak çıktı açığının yılın üçüncü çeyreğinden itibaren dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir. Bu çerçevede, enflasyonda kalıcı düşüşe işaret eden güçlü göstergeler oluşana ve orta vadeli yüzde 5 hedefine ulaşınca kadar politika faizi, güçlü dezenflasyonist etkiyi muhafaza edecek şekilde, gerçekleşen ve beklenen enflasyonun üzerinde bir düzeyde oluşturulmaya devam edilecektir.

**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 üçüncü çeyreğinde düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.4). Eşel-mobil uygulamasının sınırlayıcı etkisiyle enerji enflasyonu başta olmak üzere B endeksinden dışlanan kalemlerde yıl genelinde çekirdek göstergelere kıyasla daha olumlu bir görünüm öngörülmektedir.

**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 görünüm 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><b>Maliyet Baskıları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Uluslararası emtia fiyatlarının bulunduğu yüksek seviyeler, enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Petrol üreticisi ülkelerin arz kısıtlamalarını ne hızda ve derecede gevşetecekleri petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinde belirleyici olacaktır.</li> <li>Küresel tedarik zincirindeki aksamalar üretici fiyatlarının artmasına sebep olmaktadır.</li> <li>Üretici fiyatlarının tüketici fiyatlarına geçişkenliği ve bunun kaynakları yakından takip edilmektedir.</li> <li>Arz yönlü enflasyonist unsurların beklentiler üzerindeki ikincil etkileri ve finansal göstergelerle etkileşimi yakından takip edilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Endüstriyel metal fiyatları</li> <li>Tarımsal emtia fiyatları</li> <li>Tarım ürünlerindeki arz-talep dengesi</li> <li>Üretici ve tüketici fiyatları farklılaşmasına ilişkin göstergeler</li> </ul>
<p><b>Para Politikası Aktarımına Dair Belirsizlikler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Son dönemde ülke risk primindeki artış, finansal piyasalardaki oynaklık ve portföy çıkışları kur üzerindeki yukarı yönlü baskıları artırmıştır. Bu durum fiyatlamaya davranışları ve enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaktadır.</li> <li>Küresel talepteki toparlanma ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş uzun vadeli tahvil getirilerini yükseltmektedir. Gelişmiş ülke para politikalarına bağlı olarak risk iştahında gözlenen dalgalanmalar sermaye akımları kanalıyla döviz kurları ve enflasyon üzerinde etkili olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Talep ve büyüme bileşenlerinin seyri</li> <li>Toplam talep ve kredi kompozisyonu</li> <li>Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler</li> <li>Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi)</li> </ul>

**Tablo 3.2.2: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler\***

<ul style="list-style-type: none"> <li>2020 yılındaki hızlı kredi genişlemesinin ve tasarruf artışının birikimli etkilerinin yanı sıra 2021 yılının ilk çeyreğinde bireysel kredilerde gözlenen canlı seyrin iç talebi desteklemesi parasal sıkılaştırmanın yavaşlatıcı etkilerini ve dezenflasyon sürecini geciktirmektedir.</li> <li>Yurt içi yerleşiklerin yabancı para birimi cinsinden mevduatlarını azaltma eğilimi Türk lirası ve Türk lirası cinsi varlıklar üzerindeki baskıyı azaltmakla birlikte, bu eğilimin kalıcılığı yakından takip edilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ödemeler dengesi finansmanı</li> <li>Hisse senedi ve DİBS piyasalarına portföy akımları</li> <li>Gelişmiş ülke tahvil getirileri ve para politikası duruşları</li> <li>Risk primi göstergeleri</li> <li>Dolarizasyon göstergeleri</li> </ul>
<p><b>Salgın ve İktisadi Faaliyet</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının yurt içi ve yurt dışındaki seyri ile aşılama süreci iktisadi faaliyet üzerinde her iki yönde risk oluşturmaktadır. Artan vaka sayıları sonrasında alınan kısıtlama kararları iktisadi faaliyeti kısa vadede yavaşlatacaktır. Diğer yandan yurt içinde ve dışında aşılamanın öngörülenden daha süratli gerçekleşmesi, mal ve hizmet ihracatı ile yurt içi hizmet sektörlerindeki iyileşmeyi destekleyebilecektir.</li> <li>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.</li> <li>Salgının küresel ölçekte etkisini yitirmesiyle başlayacak normalleşme sürecinde turizmde görülebilecek toparlanma, talep ve dış denge kaynaklı olarak enflasyon üzerinde etkili olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının ve aşılama sürecinin yurt içi ve yurt dışındaki seyri</li> <li>İhracat, turizm ve taşımacılık gelişmeleri</li> <li>Sektörler ve alt gruplar bazında talep ve enflasyon göstergeleri</li> <li>Ücret ve işgücü maliyet endeksleri</li> <li>Çalışan kişi ve çalışılan saat bazında kısmi emek verimliliği göstergeleri</li> </ul>
<p><b>Enflasyon Beklentilerinin Yüksek Seyri</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyonun kısa vadedeki yukarı yönlü seyri orta vadeli enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyerek beklentilerin tahmin hedeflerine yakınsama hızını yavaşlatma riski oluşturmaktadır.</li> <li>Finansal oynaklık ve enflasyon belirsizliğinin artması fiyatlama davranışlarına dair riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ankete ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> <li>Geçmiş endeksleme davranışına dair göstergeler</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Finansal oynaklık göstergeleri</li> </ul>
<p><b>Para, Maliye ve Finansal Politikaların Eşgüdümü</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının etkilerini sınırlamaya yönelik tedbirlerin kamu finansman ihtiyacını artırmaya bağlı olarak yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li> <li>Kredi büyümesini yukarı yönde etkileyebilecek ve sıkı parasal duruşun aktarımını sınırlayabilecek dışsal unsurlar; toplam talep, cari denge, dış finansman ve risk primi kanallarıyla enflasyon görünümünü olumsuz 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>Kamu ücret politikaları</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Mali duruş (yapısal bütçe dengesi)</li> </ul>

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

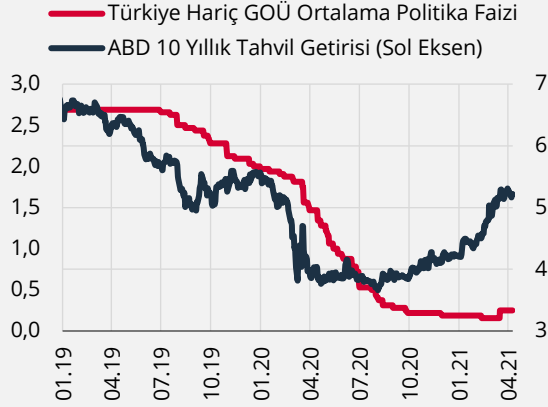


## Kutu 3.1

### Fed Para Politikası Şoklarının Türkiye Ekonomisine Aktarımı

Gelişmiş ülke para politikalarının başlıca belirleyicisi olduğu küresel finansal çevrimler (Rey, 2015) gelişmiş ve gelişmekte olan ülke (GOÜ) faiz oranları arasında belirgin bir ortak harekete neden olmaktadır. Merkez bankaları kendi iç talep koşullarına tepki olarak politika faizlerini ayarlamaları dışında, küresel arz ve talep şoklarına da politika tepkisi vermek durumunda kalmaktadır. Bu açıdan, küresel finansal çevrimin belirleyicilerinden önemli bir aktör olan Fed'in politika faizi, Türkiye gibi küçük-açık ekonomiler için önemli bir role sahip olmaktadır. Yapılan çalışmalar<sup>1</sup>, diğer ülke faiz oranlarının ABD'deki politika faizi ve uzun dönem faiz oranlarıyla beraber hareket ettiğini göstermekte ve küresel, dışsal şokların gelişmekte olan ülkeler için önemini vurgulamaktadır.

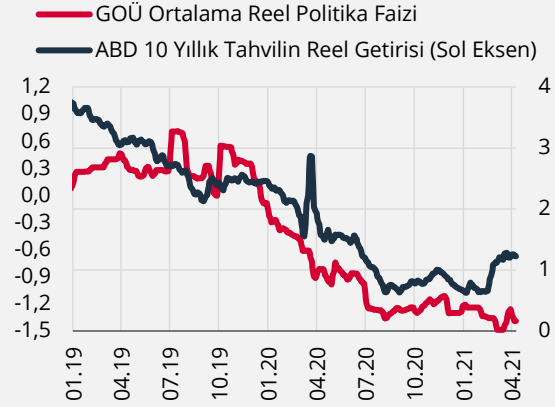
**Grafik 1: ABD Tahvil Getirisi ve GOÜ\* Politika Faizi (%)**



Kaynak: Bloomberg.

\* Gelişmekte Olan Ülkeler: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Meksika, Rusya ve Türkiye.

**Grafik 2: ABD 10 Yıl Vadeli Tahvilin Reel Getirisi ve GOÜ\* Ex Post Reel Politika Faizi (5 Günlük HO, %)**



Kaynak: Bloomberg.

\* Gelişmekte Olan Ülkeler: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Meksika, Rusya ve Türkiye.

ABD tahvil faizleri ile GOÜ politika faizleri arasındaki paralellik küresel faiz oranlarının birlikte hareket ettiği bir çevrime işaret etmektedir (Grafik 1 ve 2). 2019 yılında küresel büyüme görünümündeki zayıflık ve düşük enflasyon beklentileri nedeniyle ABD'de gerileyen faizlere GOÜ merkez bankaları da indirimle eşlik edebilmiştir. Nitekim 2019 yılının ikinci yarısında Türkiye'de de hızlı bir faiz indirim süreci yaşanmıştır. Salgınla birlikte 2020 yılının başlarından itibaren ABD reel faizlerindeki düşüş hızlanmış ve GOÜ için de önemli bir parasal gevşeme alanı oluşmuştur. Son dönemde ise yükselişe geçen ABD tahvil getirilerinin GOÜ para politikası faizlerine kademeli şekilde artış yönünde yansımaları beklenmektedir.

Önümüzdeki dönemde, ABD tahvil faizleri bileşenlerinin seyri, Türkiye gibi GOÜ'lerin varlıklarına yönelik risk iştahı açısından önem arz etmektedir. Yükselen enflasyon beklentileri ile reel ekonomide güçlenen büyüme beklentileri, hem enflasyon telafileri hem de reel faizler üzerinde yukarı yönlü bir hareket alanı oluşturmaktadır. ABD tahvil getirilerinin artış eğilimine girdiği bir ortamda, bir noktada Fed politika faizinin de enflasyon ve büyüme beklentileri doğrultusunda artış eğilimine girmesi beklenmektedir (Kutu 2.2).

<sup>1</sup> Uluslararası makroekonomi literatüründe ABD kısa ve uzun vadeli faiz oranları ile politika faiz oranlarının gelişmekte olan ülkelere olan yansımalarına ilişkin bakınız Georgiadis (2016), Caceres ve diğ. (2016), Dedola ve diğ. (2017).



ABD enflasyon beklentilerinde son dönemdeki yükseliş, Fed'in politika faizi aracını kullanabileceğine dair piyasa beklentilerini beslemektedir. Sıkılaştıran küresel finansal koşullar ve bozulan risk iştahı Türk lirasını ABD faizlerine karşı daha duyarlı hale getirmekte, olası bir Fed para politikası sıkılaşmasına karşı yurt içi makroekonomik değişkenlerin hassasiyetini artırmaktadır. Fed para politikası şoku, yurt içi arz ve talep şokları, risk primi şoku ile küresel arz ve talep şoklarının Türkiye gibi küçük-açık bir ekonomiye olan yansımalarını göstermek üzere yapısal bir BVAR modelinden yararlanılmıştır (Tüzün, 2021). Modelin şok ayrıştırması Tablo 1'de sunulan işaret ve sıfır kısıtlarına dayanmaktadır.

**Tablo 1: Yapısal BVAR Modeli İşaret ve Sıfır Kısıtları**

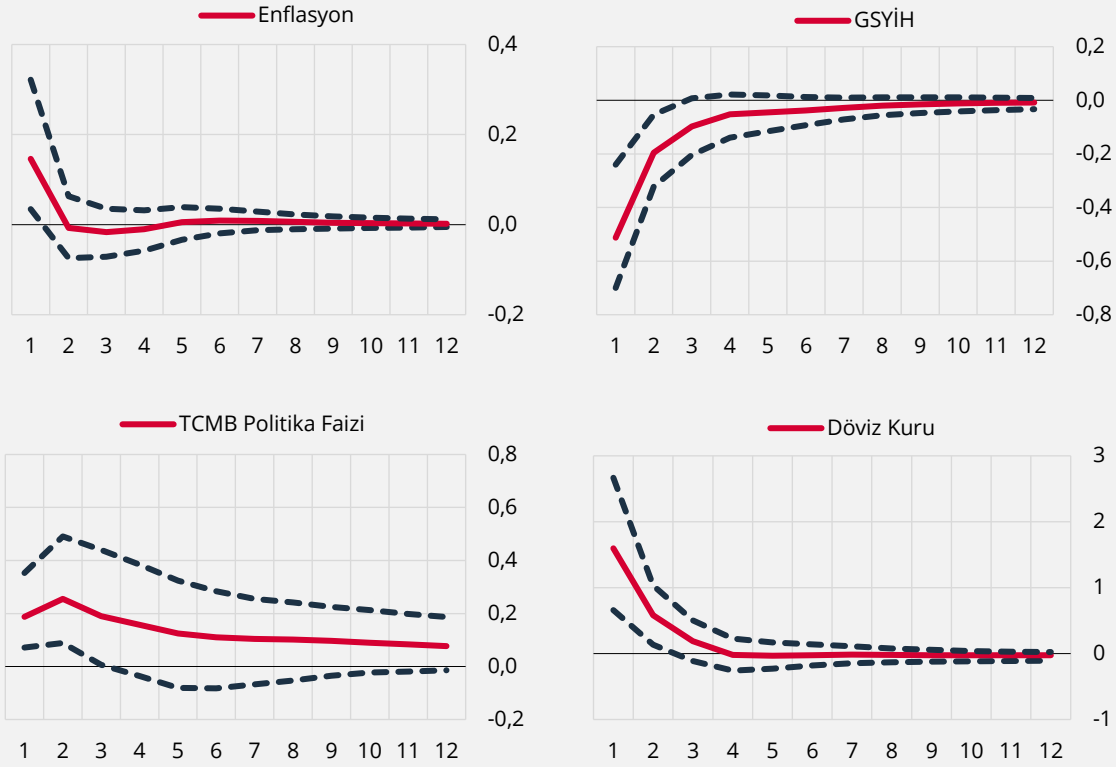
Şoklar Değişkenler	Yurt İçi Para Politikası	Yurt İçi Arz	Yurt İçi Talep	Risk Primi	Küresel Talep	Petrol Fiyatı	Yurt Dışı Para Politikası
Küresel Talep	0	0	0	0	+	-	●
Petrol Fiyatları	0	0	0	0	+	+	●
FED Politika Faizi	0	0	0	●	●	0	+
Yurt İçi Enflasyon	-	-	+	-	+	+	●
Yurt İçi GSYİH	-	+	+	+	+	●	●
TCMB Politika Faizi	+	●	+	●	●	●	+
Döviz Kuru*	-	0	●	-	●	●	●

\* Döviz kurunun negatif işareti (-) Türk Lirası'nın değer kazancına işaret etmekte olup, tüm kısıtlar yapısal şokların ilk dönemine uygulanmıştır. Siyah noktalar, herhangi bir işaret veya sıfır kısıtı bulunmadığını göstermektedir.

İşaret kısıtlarına göre, yurt içi para politikası şoku enflasyonu ve milli geliri düşüren, Türk lirasında değer kazancı sağlayan sıkılaştırıcı bir şok olarak tanımlanırken, yurt dışı para politikası şoku FED efektif fonlama faizinde ve TCMB politika faizinde artışa neden olan yapısal bir şok olarak belirlenmiştir. Modeldeki arz şokları enflasyon ve iktisadi faaliyeti zıt yönde, talep şokları ise bu değişkenleri aynı yönde hareket ettiren yapısal şoklar olarak ayrıştırılmaktadır. Para politikası literatüründe arz şoklarının birincil etkilerine merkez bankaları tepki vermediğinden, ilgili yerlere sıfır kısıtları eklenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin küçük-açık ekonomi olmaları gereği, yurt içi kaynaklı şokların küresel değişkenlere etkisi bulunmamaktadır (blok dışsallık varsayımı). Söz konusu işaret ve sıfır kısıtları altında, 10 baz puanlık bir yabancı para politikası şokuna Türkiye ekonomisi temel makroekonomik değişkenlerinin 12 çeyrek boyunca verdiği tepkiler Grafik 3'te sunulmuştur.

Fed para politikasında görülen pozitif bir şok dış finansal koşulları sıkılaştıran ve küresel risk iştahını olumsuz yönde etkileyen, aynı anda faaliyette daralma ve enflasyonda yükselişe yol açan, maliyetli bir dışsal şoktur. 10 baz puanlık bir Fed politika faizi artışı, dış finansal koşulların sıkılaşmasına, yurt dışından borçlanma maliyetlerinin yükselmesine ve döviz kurundaki yükselişe bağlı olarak yabancı para cinsinden yükümlülüğü bulunan firmaların bilançolarının bozulmasına neden olmaktadır. Dış finansman koşullarının sıkılaşması, cari işlemlerin finansman maliyetinin artmasına ve dolayısıyla döviz kurunun cari işlemler açığını dengeleyici şekilde yükselmesine neden olmaktadır. Döviz kuru geçişkenliği nedeniyle enflasyon yükselirken, yurt içi para politikasının ve bilanço kanalı kaynaklı olarak iç finansal koşulların sıkılaşması nedeniyle de iktisadi faaliyette ilave daralma gözlenmektedir. Model sonuçları, tarihsel davranış kalıpları ışığında, 10 baz puan büyüklüğündeki Fed para politikası şokuna paralel olarak aynı çeyrekte yurt içi politika faizinin ortalama 20 baz puan arttırıldığını; buna ekonomik aktivitede ortalama yüzde 0,51 oranında daralmanın, enflasyonda ise 0,15 puanlık artışın eşlik ettiğini göstermektedir. Yurt içi politika faizi üzerindeki etki, en yüksek düzeyine (26 baz puan) bir çeyrek gecikmeyle ulaşırken, büyüme üzerindeki birikimli etki de takip eden çeyrekte anlamlı bir şekilde artmaktadır. Fed sıkılaşmasından sonra Türk lirası üzerinde etki ilk çeyrekte %1,6 değer kaybı olurken, yurt içi para politikası tepkisi ile beraber bu kayıp geri alınmaya başlanmaktadır.

### Grafik 3: 10 Baz Puanlık Fed Para Politikası Şokuna Yurt İçi Makroekonomik Değişkenlerin Tepkisi\*



Kaynak: Yazarın hesaplamaları.

\* Kırmızı çizgiler şoka verilen medyan tepkiyi, kesikli çizgiler arasında kalan alan ise tepkilerin yüzde 68'lik güven aralığını göstermektedir.

Tahmin sonuçları, gelişmekte olan ekonomilerin, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarını takip ettiği ve bire birden daha fazla tepki verdiği bulgularıyla uyumludur. Yurt içi finansal koşullar, bazı dönemlerde dış finansal koşullardan farklı bir eğilim sergileyebilmekle birlikte, bu ayrışma makro dengeler açısından kalıcı ve sürdürülebilir olmamaktadır. ABD uzun vadeli tahvil faizlerinin seyri başta olmak üzere küresel finansal koşullara ilişkin göstergeler, risk iştahına ve yurt içi para politikasına yansımaları nedeniyle Türkiye ekonomisi için önemli olmaya ve yakından takip edilmeye devam edecektir.

#### Kaynakça

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

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

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

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

Tüzün, G. (2021). The Importance of External Shocks and Global Monetary Conditions for a Small-Open Economy. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No:21/09.