



# ENFLASYON RAPORU

## 2021-I

28 Ocak 2021

## İçindekiler

<b>1. Genel Değerlendirme .....</b>	<b>1</b>
1.1 Para Politikası Kararları .....	3
1.2 Orta Vadeli Tahminler .....	4
1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler .....	6
<b>2. Ekonomik Görünüm.....</b>	<b>10</b>
2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler .....	10
2.2 Finansal Koşullar .....	14
2.3 İktisadi Faliyet .....	19
2.4 Enflasyon .....	27
<b>3. Orta Vadeli Öngörüler .....</b>	<b>56</b>
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar .....	56
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	58
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları .....	62
<b>Kutular .....</b>	<b>8</b>
<b>Kutu 1.1</b> Yakın Dönem Para Politikası Kararları ve Finansal Göstergelere Etkileri .....	8
<b>Kutu 2.1</b> Mevduat Dolarizasyonunu Etkileyen Unsurlar .....	38
<b>Kutu 2.2</b> Covid-19 Salgınının Firma Likiditesine Etkileri .....	41
<b>Kutu 2.3</b> Cari İşlemler Açığında Kredilerin Rolü .....	44
<b>Kutu 2.4</b> Üretici Enflasyonunun Belirleyicileri ve Riskler .....	47
<b>Kutu 2.5</b> 2020 Yılında Enflasyonun Temel Makro Belirleyicileri .....	50
<b>Kutu 2.6</b> Türkiye’de Ücret Dağılımı ve Ücretlerin Enflasyona Etkisi .....	53
<b>Kutu 3.1</b> Çıktı Açığı Tahminlerine İlişkin Teknik Bir Değerlendirme .....	64

# 1. Genel Değerlendirme

***İktisadi faaliyet, güçlü kredi ivmesinin desteğiyle 2020 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içi talep kaynaklı belirgin bir toparlanma kaydetmiştir.*** Ekonomideki toparlanma büyük ölçüde sektörler geneline yayılırken, salgından olumsuz etkilenen hizmet gruplarında faaliyet zayıf seyretmiştir. Güçlü kredi ivmesinin desteğiyle ertelenmiş talep hızlı bir şekilde devreye girmiş, özel tüketim ve yatırım harcamaları yılın üçüncü çeyreğinde yüksek oranda artmıştır. Öte yandan, turizmdeki zayıf seyrin de etkisiyle net ihracatın büyümeye katkısı tarihsel olarak en düşük seviyede gerçekleşmiştir.

***Milli gelir verilerini takip eden veri akışı iktisadi faaliyetin güç kazandığına işaret etmiştir.*** Sanayi üretimi ile ticaret ve hizmet cirolarındaki kuvvetli artış eğilimi Ekim-Kasım döneminde sürmüştür. Satış ve sipariş göstergeleri salgın öncesi düzeylerinin ve uzun dönem eğilimlerinin belirgin şekilde üzerine çıkmıştır. Dayanıklı tüketim malı siparişleri kredi genişlemesinin birikimli etkileriyle talep koşullarının canlı seyrettiğine işaret etmiştir. Yatırım talebindeki artış son çeyrekte devam etmiş, imalat sanayi firmalarının yatırım eğilimi güçlenmiştir. Bu veriler ışığında, ekonominin döngüsel durumuna ilişkin değerlendirmeler toplam talep koşullarının enflasyonist düzeylerde olduğu yönündedir. 2020 yılının ikinci yarısında iktisadi faaliyetin geçmiş öngörülerden güçlü seyri, çıktı açığı tahminlerinde belirgin bir yukarı yönlü güncellemeye neden olmuştur.

***Salgına bağlı kısıtlamaların ekonomi üzerindeki aşağı yönlü etkileri, geçtiğimiz yılın ikinci çeyreğine kıyasla daha sınırlı seyretmekle birlikte, hizmetler ve bağlantılı sektörlerdeki yavaşlama ve bu sektörlerin kısa vadeli görünümüne dair belirsizlikler devam etmektedir.*** Salgının ilk dönemine göre kısıtlamaların daha sınırlı olması ile tüketim kalıplarındaki değişim, kısıtlamaların faaliyet ve işgücü piyasası üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaktadır. Nitekim, fiziki temasın yüksek olduğu sektörlerdeki istihdam kayıpları, bilgi-iletişim ve ulaştırma-depolama sektörlerindeki istihdam artışı ile kısmen de olsa telafi edilebilmektedir. Salgının seyrine bağlı olarak başta hizmetler sektörü olmak üzere iç ve dış talebe ilişkin belirsizlikler sürmektedir.

***Salgın döneminde sağlanan yüksek kredi büyümesinin birikimli etkileriyle güç kazanan iç talebin cari işlemler dengesi ve enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi devam etmektedir.*** Güçlü kredi ivmesi, hem iç talep kanalıyla hem de enflasyon beklentileri ve dolarizasyon kanalıyla ithalatı artırmış ve 2020 yılında cari işlemler dengesindeki bozulmanın önemli bir belirleyicisi olmuştur. Son dönemde artış gösteren vaka sayılarına bağlı olarak dış ticaret ortaklarımızda iktisadi faaliyet yavaşlamakla birlikte salgın kısıtlamalarının imalat sanayi faaliyetini kapsamaması ihracat görünümünü desteklemektedir. Diğer taraftan, ithalat talebinde kısmi bir yavaşlama gözlenirken, altın ithalatı tarihsel ortalamaların üzerindeki seyrini korumaktadır. Finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte son dönemde kredilerde başlayan yavaşlamanın iç talep ve ithalatı sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesinin cari dengesi olumlu etkilemesi beklenmektedir.

***İç talep koşulları, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri, uluslararası gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki yükseliş ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler, enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir.*** Tüketici enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda paylaşılan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. 2020 yılının ilk on aylık döneminde yüzde 12 civarında yataya yakın bir seyir izleyen tüketici enflasyonu, temel mal ve gıda enflasyonundaki artışın belirginleşmesiyle son çeyrekte yükselmiş ve yıl sonunda yüzde 14,60 olarak gerçekleşmiştir. Temel mal enflasyonundaki yükselişte güçlü kredi ivmesine bağlı talep koşulları ile döviz kuru ve uluslararası emtia fiyatlarının sürüklediği maliyet baskıları etkili olmuştur. Salgına bağlı olarak talep koşullarının zayıf olduğu mal ve hizmet kalemleri tüketici enflasyonunu sınırlarken, kredi ve döviz kuru gelişmelerine görece daha duyarlı gruplarda enflasyon yüksek seyretmektedir. Bu görünüm altında çekirdek enflasyon göstergeleri yükselişini sürdürürken, fiyat artırma eğilimi genele yayılmaktadır.

***Güçlü parasal sıkılaştırmanın etkileriyle enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurlarının kademeli olarak zayıflayacağı öngörülmektedir.*** Bununla birlikte, uluslararası emtia fiyatlarındaki gelişmeler, bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları ile yakın dönemdeki ücret ve yönetilen fiyat ayarlamaları, orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki önemini korumaktadır. Türk lirasındaki değerlenmeye rağmen emtia fiyatlarındaki artışlar ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine yol açmaktadır. Kuraklık ve korumacı gıda politikalarının etkisiyle küresel gıda emtialarında sert fiyat artışları gözlenmektedir. Endüstriyel metal ve petrol fiyatlarındaki

yükselişler temel mal ve enerji grupları üzerinde etkili olmaktadır. Yönetilen fiyatlar tarafında elektrik, doğalgaz ve çiğ süt referans alım fiyatındaki artışlara karşılık, tütün ürünlerindeki vergi ayarlaması kısa vadeli enflasyon görünümünde belirleyici olmuştur. Asgari ücretteki enflasyon hedeflerine kıyasla belirgin yüksek artışın, önümüzdeki dönemde özellikle hizmet fiyatları ve artan enflasyon katılığı kanalıyla enflasyonu olumsuz etkileyeceği değerlendirilmektedir.

**Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde enflasyon görünümü üzerinde etkili olan unsurlar, sıkı para politikası duruşunun uzun bir müddet korunması gerektiğine işaret etmiştir.** Kredilerde başlayan yavaşlamanın gecikmeli etkilerinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesi beklenmekle birlikte, kısa vadede etkili arz yönlü unsurlar nedeniyle yıllık enflasyon oranlarının birkaç ay daha yukarı yönlü seyredebileceği değerlendirilmektedir. Sıkı parasal duruşun kararlı bir şekilde sürdürülmesi, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal piyasa gelişmelerinin dışsal ve geçici oynaklıklarına karşı önemli bir tampon işlevi görecektir. Mevcut verilerin yanı sıra elde edilecek her türlü yeni verinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında, orta vadeli dezenflasyon patikasından sapma riskine işaret etmesi durumunda kararlılıkla ilave sıkılaştırma yapılacaktır.

**TCMB Kasım ayından itibaren fiyat istikrarına odaklı para politikasının aynı zamanda makrofinansal risklerin sınırlanması için de kritik önemde olduğunu değerlendirerek enflasyon hedeflemesi rejimini tüm unsurlarıyla kararlı bir şekilde uygulayacağını açıklamıştır.** TCMB, Kasım ayının ilk haftasından itibaren mevcut riskleri dikkate alan ve enflasyonda düşüşü önceliklendiren bir politika duruşunu benimseyeceğine yönelik güçlü bir iletişim yapmıştır. Bu söylemle tutarlı olarak, enflasyon görünümü üzerindeki risklerin bertaraf edilmesi, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve dezenflasyon sürecinin en kısa sürede tesisi için, Kasım ve Aralık aylarında sade bir operasyonel çerçevede net ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmıştır. Para politikası kararları, TCMB'nin politika duruşunu sadece fiyat istikrarı odağıyla belirleyeceğine vurgu yapan bir iletişim politikası ile desteklenmiştir. Ocak ayı PPK toplantısında ise sıkı para politikası duruşunun enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar "uzun bir müddet" korunacağı ve "gerekmesi durumunda ilave sıkılaştırma yapılacağı" belirtilerek, ileriye dönük güçlü bir yönlendirme yapılmış ve politika öngörülebilirliği artırılmıştır.

**Para politikasındaki sıkılaştırma ve fiyat istikrarına yönelik güçlü iletişim piyasalara olumlu yansımış, finansal göstergelerde iyileşme sağlanmıştır.** Fiyat istikrarı odaklı sade bir operasyonel çerçeve benimsenerek politika öngörülebilirliğinin artırılması sonucunda, Kasım ayından itibaren risk primi, döviz kuru oynaklığı ve uzun vadeli faizler gerilemiş, sermaye girişleri artmıştır (Kutu 1.1). Ayrıca, enflasyon beklentilerindeki bozulma eğilimi, para politikasında sıkılaştırma adımlarının belirginleşmesiyle önemli ölçüde yavaşlamış ve Ocak ayında tersine dönmüştür. Nitekim, piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşen Kasım ayı enflasyon oranını ve Aralık ayında asgari ücret artışını takiben, orta vadeli enflasyon beklentilerinde büyük bir değişikliğin olmaması, fiyat istikrarı odaklı para politikası iletişiminin beklentilerin yönetilmesinde etkili olduğuna dair önemli bir göstergedir. Politika faizlerindeki artışın mevduat ve kredi faizlerine de yansımaları parasal aktarım mekanizmasının etkin işlediğini göstermektedir. Mevduat faizlerinin politika faizleriyle uyumlu hale gelmesi yerleşiklerin portföy tercihlerinde arzu edilen değişimin sağlanması için önemli bir etmendir. Sıkı para politikasının orta vadeli yüzde 5 hedefi gözetilerek kararlı bir şekilde uygulanması, enflasyon beklentilerinin hedefle uyumlu hale gelmesini, döviz kuru geçişkenliğinin makul oranlara gerilemesini ve enflasyon katılığının azalmasını sağlayacaktır.

**Mevcut makrofinansal risklerin sınırlanması için krediler ve yurt içi talebin ılımlı bir patikaya yönelmesi büyük önem arz etmektedir.** Aktarım mekanizmasının etkin çalışmasıyla birlikte, krediler önemli ölçüde yavaşlamaktadır. Bireysel kredilerin gelişimi yakından takip edilmekte; son dönemde bu alanda kullanılabilir hedefli makroihtiyati araçlar da ilgili paydaşlarla birlikte değerlendirilmektedir. Kasım ve Aralık PPK toplantılarında gerçekleştirilen güçlü parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin daha belirgin hale gelmesi beklenmekte, böylelikle enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurlarının kademeli olarak zayıflayacağı öngörülmektedir.

**Para politikası duruşu orta vadeli enflasyon hedefine kademeli olarak yakınsayacak şekilde oluşturulacaktır.** Para politikası kararlarının toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak görüldüğünden, politika duruşunun enflasyon tahminlerine yönelik oluşturulması daha etkin bir uygulamadır. Bu çerçevede, Enflasyon Raporlarında paylaşılan tahminler aynı zamanda bir "tahmin hedefi" olacak ve enflasyon beklentilerine referans oluşturmak suretiyle ara hedefdir. Bir diğer ifadeyle, orta vadeli enflasyon hedefine yakınsarken beklentileri daha etkin şekilde yönetebilmek için, enflasyonun gelecek dönemdeki seyri konusunda iktisadi birimler için referans olacak değer kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefleridir.

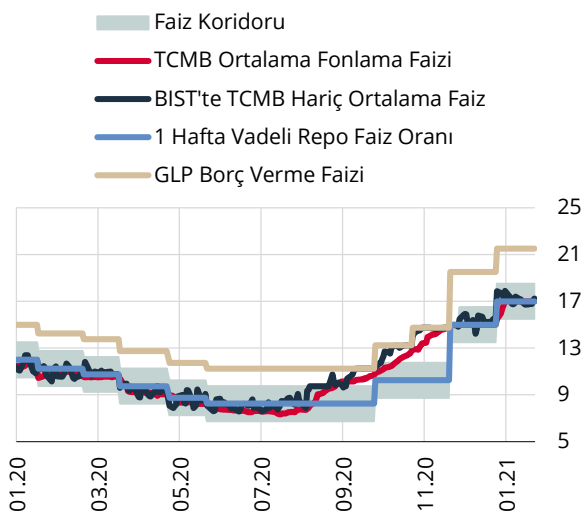
**TCMB, 2021 yılında enflasyon hedeflemesi rejimini tüm unsurlarıyla uygulayacak, para politikası kararlarını fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda alacaktır.** Parasal duruşun sıklığı, enflasyonu etkileyen tüm unsurlar dikkate alınarak, enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar kararlılıkla sürdürülecektir. Para politikası iletişimi şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörülebilirlik ilkeleri doğrultusunda güçlendirilecektir.

## 1.1 Para Politikası Kararları

**Enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve enflasyon görünümüne yönelik risklerin sınırlandırılması amacıyla, likidite yönetiminde Ağustos ayında başlanan sıkılaştırma adımlarına Kasım ayında da devam edilmiştir.** Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde, 3 Kasım 2020 tarihinden geçerli olmak üzere, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitleri sıfırlanmış, açık piyasa işlemleri (APİ) kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo işlemleri durdurulmuştur. Bu karara ek olarak Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası işlemlerinde uygulanan Türk lirası faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 13,25'e çıkarılmıştır. Salgın sonrası atılan sıkılaştırma adımları neticesinde Temmuz ayından Kasım ayı PPK toplantısına kadar geçen dönemde ağırlıklı ortalama fonlama faizi yaklaşık olarak 750 baz puan artış kaydederek yüzde 14,87 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.1).

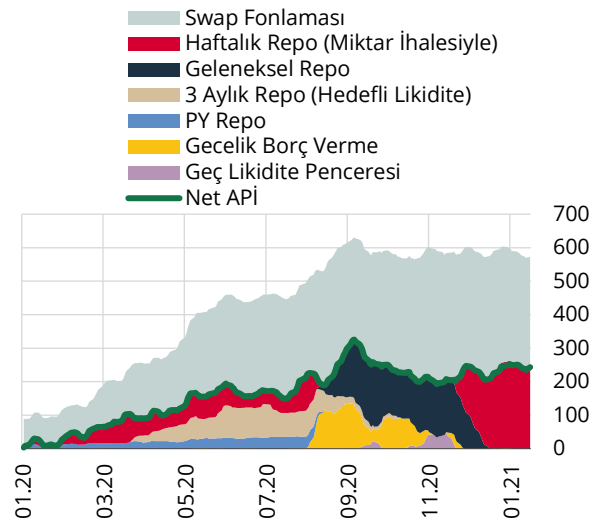
**TCMB, Kasım ayında enflasyon görünümüne dair risklerin bertaraf edilmesi, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve dezenflasyon sürecinin en kısa sürede yeniden tesisi için, net ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yaparak politika faizini yüzde 10,25'ten yüzde 15'e yükseltmiştir.** Yapılan parasal sıkılaştırmaya ek olarak, şeffaflığı ve öngörülebilirliği artırmak amacıyla sade bir operasyonel çerçeve benimsenmesine ve kısa vadeli tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar verilmiştir. Bu doğrultuda, TCMB tarafından bir ay vadeli geleneksel yöntemli repo ihaleleri ve Geç Likidite Penceresi (GLP) imkânlarıyla sağlanan fonlama, 20 Kasım 2020 tarihinden itibaren temel para politikası aracı olan bir hafta vadeli repo miktar ihaleleriyle yapılmaya başlanmıştır. Operasyonel çerçevede sade bir yapıya geçilmesinin ardından geleneksel repo ihalelerin vadesinin gelmesiyle likidite kompozisyonu da tamamen sade bir yapıya kavuşmuştur. Mevcut Rapor döneminde de sistemin fonlama ihtiyacı APİ fonlamasına ek olarak TCMB ve BİST bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmıştır. Bu çerçevede Döviz Karşılığı TL Swap Piyasası ve TL Karşılığı Altın Swap Piyasası'nda gerçekleştirilen işlemlerde de TL faiz oranının bir hafta vadeli repo faiz oranı olarak uygulanması kararlaştırılmıştır. 30 Ekim 2020 tarihi itibarıyla 373 milyar TL olan swap işlem tutarı 22 Ocak 2021 tarihi itibarıyla 320 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Aynı dönemde net APİ fonlaması ise yükseliş kaydederek 223 milyar TL seviyesinden 254 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.2). Son dönemde Para ve Kur Politikası Metninde de ifade edildiği üzere sistemin fonlama ihtiyacını kapsamında piyasa şartlarıncı swap işlemlerinin payının kademeli olarak azalma süreci gözlenmiş ve fonlama kompozisyonu içerisinde bir önceki Rapor dönemine göre APİ'nin payı artış göstermiştir.

**Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)**



Kaynak: BİST, TCMB.

**Grafik 1.1.2: TCMB Açık Piyasa ve Swap İşlemleri (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)**



Kaynak: TCMB.

**Kasım ayı PPK toplantısında, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak için zorunlu karşılık düzenlemesinde değişiklik ihtiyacı olduğu değerlendirilmiştir.** Bu çerçevede, reel kredi büyümesine göre farklılaşan zorunlu karşılık oranları ve faiz/nema oranları uygulamasının yürürlükten kaldırılmasına ve zorunlu karşılık oranlarının ve faiz/nema oranlarının tüm bankalar için aynı oranlar üzerinden uygulanacak şekilde yeniden belirlenmesine karar verilmiştir. Zorunlu karşılık sisteminin sade bir çerçevede uygulanması, para politikasında şeffaflığın ve öngörülebilirliğin artmasına katkı sağlamıştır. Buna ek olarak, Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişiklikler TCMB'nin parasal duruşu ile parasal aktarım mekanizmasını desteklemiştir.

**TCMB, Aralık ayında, 2021 yıl sonu tahmin hedefini göz önünde bulundurarak, güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir.** Para Politikası Kurulu'nun 24 Aralık 2020 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 15'ten yüzde 17'ye yükseltilmiştir. Enflasyon tahmin hedefine ilişkin karar metnine eklenen yeni ifade ile 2021 Yılı Para ve Kur Politikası metninde yer alan "Enflasyon Raporlarında paylaşılan tahminlerin enflasyon beklentilerine yönelik referans oluşturacak ara hedef işlevi göreceği" mesajı pekiştirilmiştir.

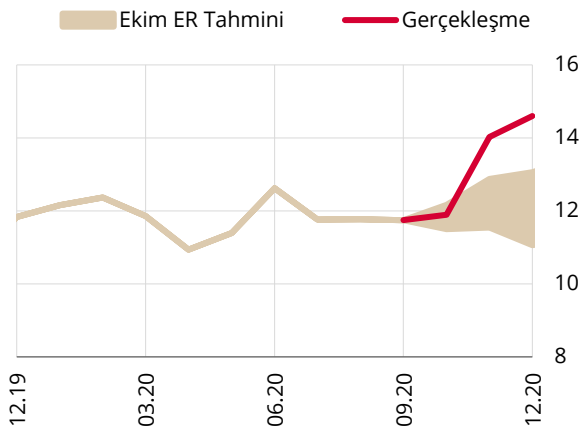
**Para Politikası Kurulu'nun 21 Ocak 2021 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 17 seviyesinde sabit bırakılırken sıkı para politikası duruşunun öngörülebilirliğini artırıcı net mesajlar verilmiştir.** Karar metninde, para politikası duruşu sıklığının enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar "uzun bir müddet" korunacağı ve "gerekmesi durumunda ilave sıkılaştırma yapılacağı" belirtilmesi ile TCMB sıkı para politikası duruşunu güçlendirmiştir. TCMB, enflasyonun seyri açısından hangi göstergelerin yakından izleneceğini de karar metninde belirterek "ileriye dönük yönlendirme" açısından ekonomik birimler ile olan iletişimini pekiştirmiştir.

**Mevcut Rapor döneminde finansal piyasaların etkin işleyişine ilişkin adımlar devam etmiştir.** BDDK'nın türev işlemlerinde getirdiği ilave esneklikler bankaların Türk lirası ve yabancı para likidite yönetimlerinde esnekliği artıran bir unsur olmuştur. Para politikasındaki sıkılaştırmaya BDDK düzenlemelerinin koordineli bir şekilde eşlik etmesi, kredilerin yavaşlaması ile aktarım kanalının etkin işleyişine katkıda bulunmuştur (Tablo 1.1).

## 1.2 Orta Vadeli Tahminler

**Tüketici enflasyonu 2020 yılının son çeyreğinde yüzde 14,6 ile Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin bandının üst sınırından daha yüksek gerçekleşmiştir.** Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksi de benzer bir hareket sergilemiştir (Grafik 1.2.1 ve Grafik 1.2.2). 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.

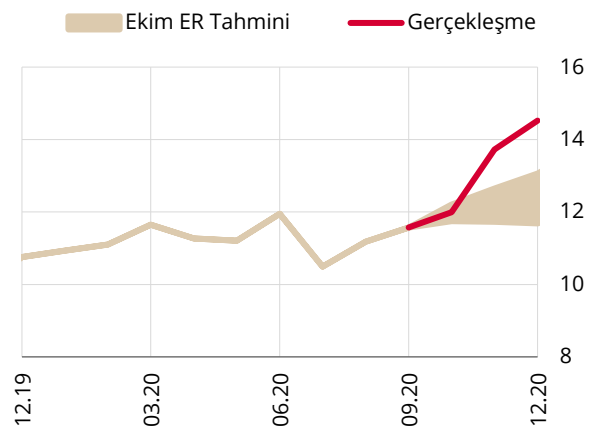
**Grafik 1.2.1: Tüketici Enflasyonu için Ekim 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler\* (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon (B Endeksi) için Ekim 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler\* (%)**

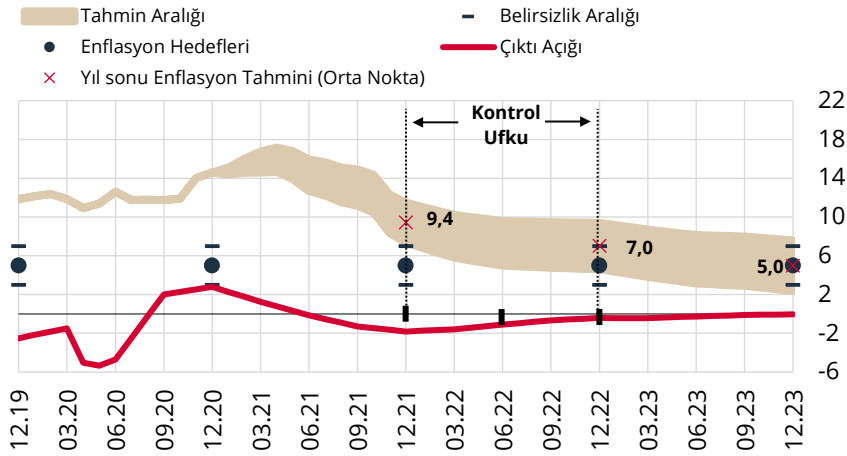


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları, petrol ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlarda yapılan güncellemeler ile enflasyonda kalıcı düşüğe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşunun enflasyon görünümüne etkileri çerçevesinde enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir.** 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 1.2.3).

**Grafik 1.2.3: 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 fiyatlandırma davranışlarında orta vadeli hedef patikasından sapma riskine işaret etmesi durumunda ilave sıkılaştırma önlen yapılacaktır.

**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 görünümü 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 düşüğe 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 çığ 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, fiyatlandırma 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.

### 1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler

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

**Salgının seyrine ve küresel ekonomideki toparlanmaya ilişkin belirsizlikler aşı ve tedaviye yönelik olumlu gelişmelerin etkisiyle geçtiğimiz rapor dönemine göre kısmen azalmıştır.** Diğer yandan virüsün yayılma hızına ve aşının etkin bir şekilde kullanılmasına dair belirsizlikler büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

**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.

**2021 yılında küresel enflasyon eğiliminin yukarı yönlü olması gelişmiş ülkelerdeki genişletici para politikası uygulamalarının ne zaman ve hangi hızda normalleşeceği konusunda belirsizlik yaratmaktadır.** Bu durum küresel risk iştahında ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında oynaklığa neden olabilecektir.

**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. 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.

**Salgın dinamikleri ve makro politika bileşimi çerçevesinde ortaya çıkan sektörel ayrışmaların normalleşme sürecinde de devam etmesi beklenmektedir.** 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.

**Yıl sonu ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflenen düzeylerin üzerinde seyretmesi, fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.** Asgari ücretteki yüksek oranlı artış ve uluslararası emtia fiyatlarında hâlihazırda gözlenen yükseliş eğilimi, döviz kurlarındaki görece istikrara rağmen enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirebilecektir. Bu görünüm altında enflasyonun kısa vadedeki yukarı yönlü seyri orta vadeli enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyerek beklentilerin tahmin hedeflerine yakınsama hızını yavaşlatma riski oluşturmaktadır.

**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.** Enflasyon hedeflerinin tüm paydaşlarca sahiplenilmesi, fiyat istikrarı yolundaki çabaların ortak bir anlayışla toplumsal mutabakat içerisinde yürütülmesi ve makro politikaların eşgüdüm içerisinde enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu şekilde belirlenmesi para politikası etkinliğini güçlendirecektir.

<sup>1</sup> Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden etkileyebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 3.2.2'de özetlenmektedir.



Tablo 1.1: Para Politikası Uygulamaları

Tarih	Kurum	Politika Kararı
2 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde, 3 Kasım 2020 tarihinden geçerli olmak üzere TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitlerinin sıfırlanması ve APİ kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo işlemlerinin durdurulması.</li> </ul>
3 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranının yüzde 11,75'ten yüzde 13,25'e çıkarılması.</li> </ul>
11 Kasım 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları vadede TL satım yönünde gerçekleştirilecek türev işlemlerde yasal özkaynak sınırlamasının gevşetilmesi.</li> </ul>
19 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Operasyonel çerçevede sadeleşmeye gidilerek tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar verilmesi.</li> <li>TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların gecelik vadede 17 Ağustos 2020 tarihinde geçerli olan limitleri dâhilinde ve BIST bünyesindeki Repo-Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarlarında borçlanabilmesine ve APİ kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo imkânından yararlanmalarına karar verilmesi.</li> </ul>
20 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranının yüzde 13,25'ten yüzde 15'e çıkarılması.</li> </ul>
24 Kasım 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktif Rasyosu hesaplamasına son verilmesine ve buna ilişkin tüm Kurul Kararlarının 31.12.2020 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmasına karar verilmesi.</li> </ul>
25 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Geleneksel yöntemle gerçekleştirilen Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap ihalesinde vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarının Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 50'sinden yüzde 60'ına yükseltilmesi.</li> </ul>
27 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reel kredi büyümesine göre farklılaşan zorunlu karşılık ve faiz/nema oranları uygulamasının yürürlükten kaldırılmasına ve zorunlu karşılık ve faiz/nema oranlarının tüm sektör için aynı oranlar üzerinden uygulanmasına karar verilmesi. Ek olarak, ABD doları cinsinden mevduat/katılım fonu yükümlülükleri için tesis edilen zorunlu karşılıklara yüzde 1,25 olarak uygulanan komisyon oranının yüzde 0 olarak belirlenmesi.</li> </ul>
30 Kasım 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları TL plasman, TL depo, TL repo ve TL kredi işlemlerinde yasal özkaynak sınırlamasının gevşetilmesi.</li> </ul>
25 Aralık 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemlerinde kullanılan TL faizinin yüzde 15'ten yüzde 17'ye yükseltilmesi.</li> </ul>

## Kutu 1.1

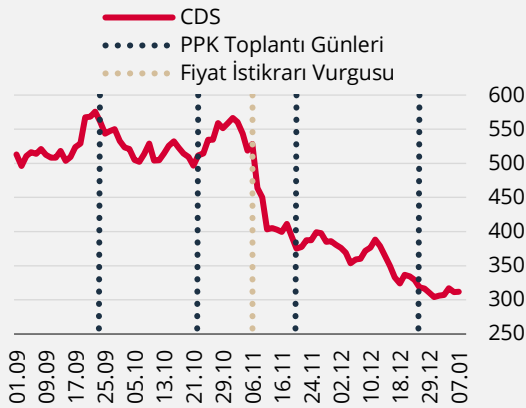
### Yakın Dönem Para Politikası Kararları ve Finansal Göstergelere Etkileri

Bu kutuda, Eylül-Aralık dönemindeki para politikası kararlarının enflasyon telafileri, CDS primi ve uzun vadeli faizlere etkisi incelenmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankaları, enflasyon görünümünde bir bozulma olması durumunda kısa vadeli politika faiz oranlarını yükselterek parasal sıkılaştırmaya gitmektedir. Parasal sıkılaştırmanın kısa vadede toplam talebi kısarak iktisadi faaliyeti yavaşlatması beklenmektedir.

Tasarruf ve yatırım kararları büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlıdır. Dolayısıyla enflasyonda kalıcı düşüşün ve fiyat istikrarının sağlanması, beraberinde düşük faiz oranları ve öngörülebilir bir yatırım ortamı getireceğinden ekonomideki üretim kapasitesini yükseltecektir. Enflasyonun yüksek ve oynak seyrettiği dönemlerde fiyat istikrarını hedefleyen sıkı para politikası uygulamaları, enflasyon beklentilerini ve ülke risk primini gerileterek uzun vadeli faizleri düşürebilmektedir.

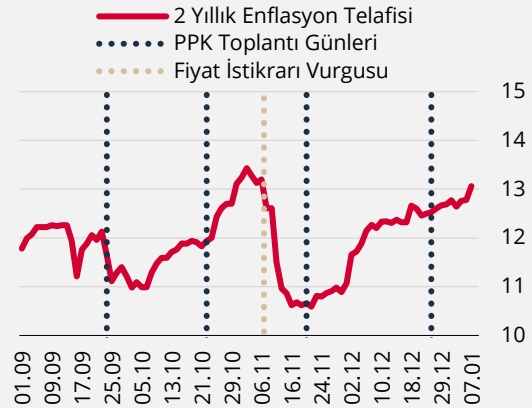
Parasal büyüklükler ve kredilerdeki hızlı genişlemeyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanma dış denge ve enflasyon görünümünde bozulmaya yol açmıştır. Bu doğrultuda TCMB 24 Eylül 2020 tarihli PPK toplantısında politika faizini 200 baz puan artırmıştır. Kararın ardından Türkiye'nin risk primi gerileme eğilimine girerken, piyasa faizlerinden türetilen enflasyon beklentileri olarak nitelendirilebilen 2 yıllık enflasyon telafisinde de 1 puana yakın düşüş gözlenmiştir (Grafik 1 ve Grafik 2). Böylece kısa vadeli piyasa faizleri politika faizine paralel olarak yükselirken uzun vadeli piyasa faizleri belirgin miktarda gerilemiştir (Grafik 3). Bu nedenle, söz konusu para politikası adımı, "genişletici bir sıkılaştırma" şeklinde değerlendirilebilir.

**Grafik 1: Türkiye 5 Yıllık CDS Primleri (Baz Puan)**



Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2: 2 Yıllık Enflasyon Telafisi (%)**



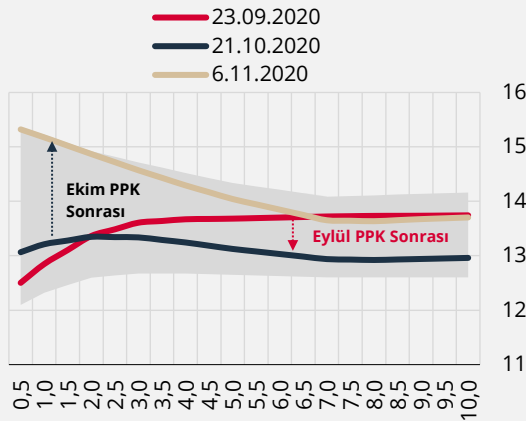
Kaynak: Bloomberg.

Ekim ayındaki PPK toplantısı öncesinde çeşitli kuruluşların düzenlediği anketlerde öngörülen faiz artırımının aksine TCMB faiz oranlarını sabit bırakmış ve gerekli olabilecek ek parasal sıkılaştırmayı likidite yönetimi aracılığıyla yapacağını sinyallerini vermiştir. Söz konusu karar sonrasında ülke risk primi yeniden Eylül ayı PPK Toplantısı öncesindeki seviyelerine çıkarken enflasyon telafisi de hızlı yükseliş eğilimi sergilemiştir. Risk primindeki artışa benzer bir şekilde uzun vadeli faizler de Eylül PPK toplantısı öncesi seviyelerine yükselirken kısa vadeli faizler ise likidite yönetimi aracılığıyla yapılan ek sıkılaştırmaların etkisiyle belirgin bir artış eğilimine girmiştir. Faizlerin, enflasyon beklentileri ve risk primi kanallarından tüm vadelerde belirgin olarak yükselmesi, Eylül kararının aksine iktisadi faaliyeti sınırlayıcı bir etkiye işaret etmektedir.

Kasım ayında TCMB'nin fiyat istikrarını önceliklendiren bir söylemle sade bir para politikası çerçevesi benimsemesiyle ülke risk primi ve enflasyon beklentilerinde belirgin gerilemeler gözlenmiştir. Bunun sonucunda piyasa faizleri de Kasım ayı içerisinde kısa vadelerde 1 puana yakın, uzun vadelerde 2 puana yakın düşüş göstermiştir (Grafik 4). Kasım ayı PPK Toplantısında sade bir operasyonel çerçevenin hayata geçirilmesi ve politika faizinin fiili para piyasası faiz oranlarına yakınsayacak şekilde artırılması ile ülke risk primindeki gerileme devam ederken enflasyon telafisi yatay seyretmiştir. Takip eden süreçte ise enflasyon telafisi manşet enflasyonda gözlenen hızlı artıştan etkilenecek bir miktar yükselmiştir. Bu yükseliş piyasa faizlerine de yansımıştır.

Enflasyon görünümüne yönelik risklerin sınırlanması amacıyla TCMB Aralık ayı PPK Toplantısında politika faizini 200 baz puan daha artırırken ülke risk primi bu karara olumlu tepki vermiş ancak enflasyon beklentilerindeki artış sınırlı da olsa devam etmiştir. Söz konusu artış uzun vadeli piyasa faizlerine de kısmen yansırken kısa ve orta vadelerde faizler yatay seyretmiştir.

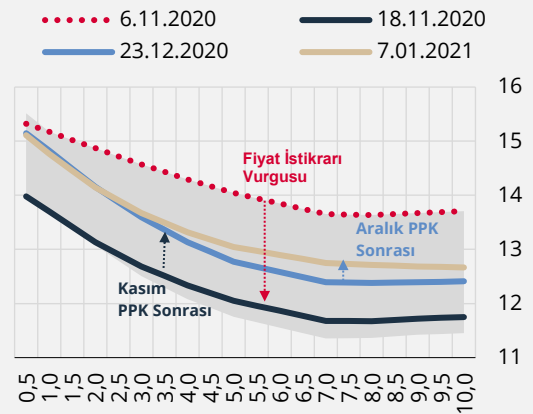
**Grafik 3: DİBS Getiri Eğrileri**  
(%, 1 Eylül-6 Kasım 2020 Dönemi)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı Bölge 1 Eylül-6 Kasım 2020 dönemine ait düşük ve en yüksek getirileri temsil etmektedir.

**Grafik 4: DİBS Getiri Eğrileri**  
(%, 6 Kasım 2020-8 Ocak 2021 Dönemi)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı Bölge 6 Kasım 2020-8 Ocak 2021 dönemine ait en düşük ve en yüksek getirileri temsil etmektedir.

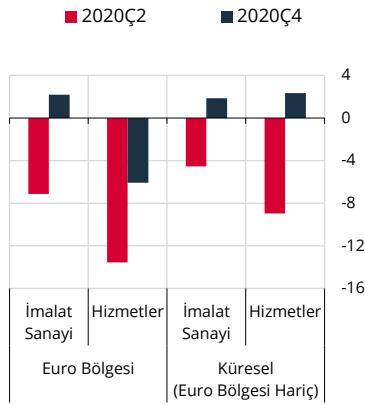
Para politikasındaki kararlı duruşun enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktıkça enflasyon beklentilerinin ve enflasyon belirsizliğinin önümüzdeki süreçte gerileyeceği değerlendirilmektedir. Nitekim ülke risk priminde Kasım ayı başlarından itibaren 200 baz puanı aşan düşüş, ekonomik istikrara olan inancın güçlendiğine işaret etmektedir. Düşük enflasyon ortamının kalıcı olarak tesisinin, ülke risk primi ile uzun vadeli faizlerdeki düşüşü destekleyerek iktisadi faaliyeti olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir.

## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler

**Yılın son çeyreğinde bazı ülkelerde tekrar uygulamaya konan salgın tedbirleri küresel büyümedeki toparlanma eğilimini yavaşlatmış, ancak aşı ve tedaviye yönelik olumlu gelişmeler 2021 yılı ikinci yarısında daha hızlı bir toparlanma beklentisini güçlendirmiştir.** Yakın dönemde tekrar uygulamaya konulan kısıtlamaların küresel ekonomik aktiviteyi 2020 yılının başına kıyasla çok daha sınırlı etkilediği görülmektedir. Bunun bir nedeni, tedbirlere daha sınırlı bir coğrafyada ihtiyaç duyulmuş olması iken bir başka neden de kısıtlamaların önceki kadar katı olmaması neticesinde birçok işyeri ve fabrikanın çalışmaya devam etmiş olmasıdır. Bunlara ilaveten, daha önce elde edilen deneyimle salgın koşullarına daha hazır olunması nedeniyle kısıtlamaların üretim sürecine etkisi sınırlı olmuştur. Genel olarak ülkelerde imalat sanayi faaliyetleri devam ederken, ekonomilerde daha çok hizmet sektörü ağırlıklı bir yavaşlama gözlenmiştir. Nitekim Euro Bölgesi dışarıda bırakıldığında, küresel PMI endeksi son çeyrekte yükselmiştir. Euro Bölgesi için imalat sanayi sektöründe toparlanmanın devam ettiği, olumsuz etkinin hizmetler sektöründe yoğunlaştığı ve bu yavaşlamanın sıkı kısıtlamaların uygulandığı ikinci çeyreğe göre düşük kaldığı görülmektedir (Grafik 2.1.1). Özetle, küresel iktisadi faaliyetin yılın üçüncü çeyreğinde geçmiş öngörülerden kuvvetli olması ve 2021 yılı ikinci yarısına ilişkin beklentilerin iyileşmesi sonucu, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla Türkiye'nin dış talep görünümü kısmen iyileşmiştir (Grafik 2.1.2). Buna ilaveten, Euro Bölgesi'ndeki kısıtlamaların imalat sanayi sektörüne etkisinin sınırlı kalması, Türkiye'nin ihracatı açısından dış talep göstergesinin ima ettiğiinden daha olumlu bir görünüme işaret etmektedir.

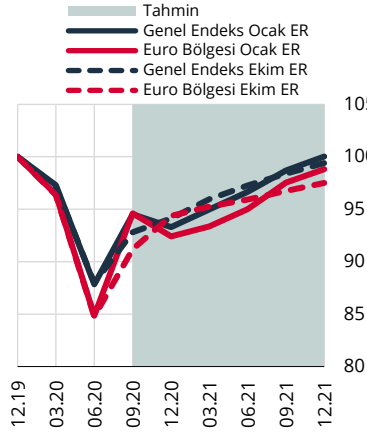
**Grafik 2.1.1: PMI Endeksleri\***  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Bir Önceki Çeyreğe Göre Değişim, Puan)



Kaynak: IHS Markit.

\* Çeyreklik PMI verileri için üç ayın ortalaması endeksi değeri kullanılmıştır.

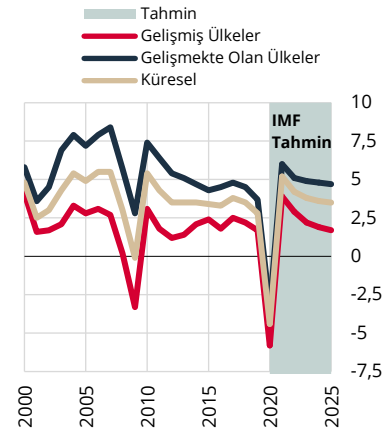
**Grafik 2.1.2: İhracat Ağırlıklı Küresel GSYİH\*** (2019 Ç4=100)



Kaynak: TCMB.

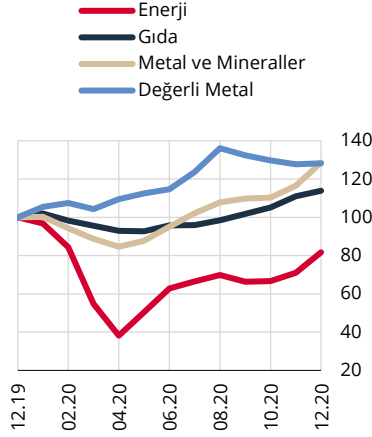
\* Türkiye'nin ticaret ortağı olan 110 ülkenin büyüme verileri Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış, 2020 ve 2021 yıllarına yönelik Consensus Economics ve IHS Markit tahminleri kullanılmıştır.

**Grafik 2.1.3: Küresel Büyüme Oranları ve IMF Tahminleri** (Yıllık Değişim, %)

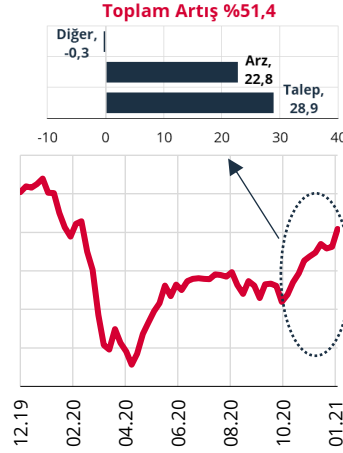


Kaynak: IMF.

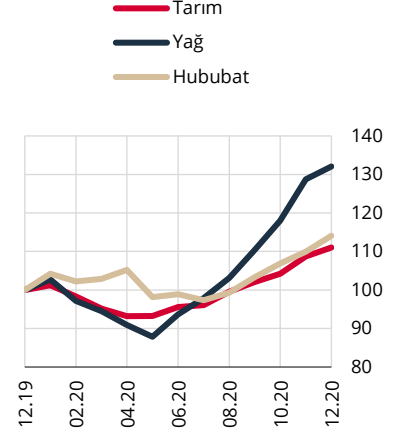
**Küresel toparlanmaya ilişkin belirsizlikler geçtiğimiz rapor dönemine göre bir miktar azalırken, virüsün mutasyon riski, aşının geniş topluluklara uygulanabilme süresinin uzaması gibi endişeler büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.** Küresel büyümenin orta vadedeki olası eğilimi değerlendirildiğinde risklerin iki yönlü olduğu görülmektedir. Belirleyici unsur, aşı ve tedavi yöntemlerinin hayata geçirilerek sosyal hayatın normale dönme hızı olacaktır. Güncel veriler salgın koşullarında iktisadi faaliyetin devam etmesi konusunda deneyim kazanıldığını gösterse de özellikle hizmet sektörünün kısıtlamalara duyarlılığı halen yüksek düzeydedir. Ayrıca genişletici ekonomi politikaları, devlet yardımları ve kredi destekleri gibi uygulamaların ekonomiler üzerindeki maliyetleri birikimli olarak artmaktadır. Dolayısıyla normalleşme sürecinin uzaması, salgın sonrasındaki toparlanma hızını sınırlayabilecek aşağı yönlü bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Diğer taraftan en olumlu senaryo altında dahi salgın öncesinde de geçerli olan büyümeye ilişkin yapısal sorunlar geçerliliğini korumaktadır. Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) uzun vadeli büyüme öngörülerini, 2021 ve 2022 yıllarında baz etkisine bağlı görece güçlü bir büyüme performansı sonrasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde büyüme hızlarının küresel finansal kriz sonrası dönem ortalamalarına döneceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3).

**Grafik 2.1.4: Emtia Fiyatları Endeksi**  
(2019 Aralık =100)

Kaynak: Dünya Bankası.

**Grafik 2.1.5: Brent Petrol Fiyatları**  
(ABD Doları/Varil)

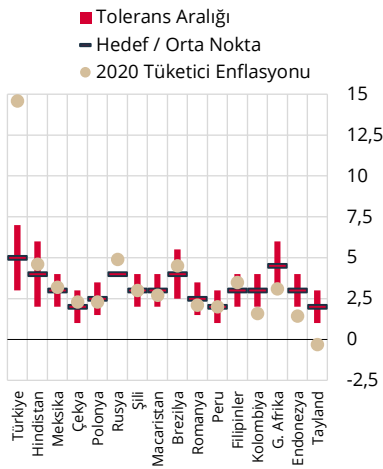
Kaynak: Bloomberg, New York Fed.

**Grafik 2.1.6: Tarımsal Emtia Fiyatları\***  
(2019 Aralık = 100)

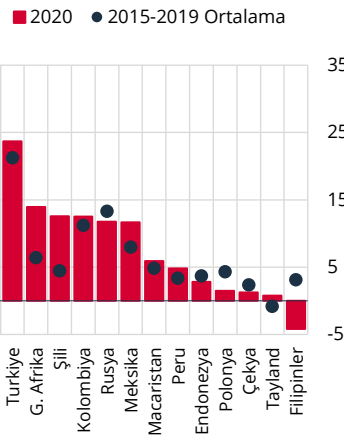
Kaynak: Dünya Bankası.

\* Dünya Bankası endekslerinde hububat kalemi ağırlıklı olarak pirinç, buğday ve mısırdan oluşurken, yağ kalemi ağırlıklı olarak soya fasulyesi, soya yağı ve palm yağından oluşmaktadır.

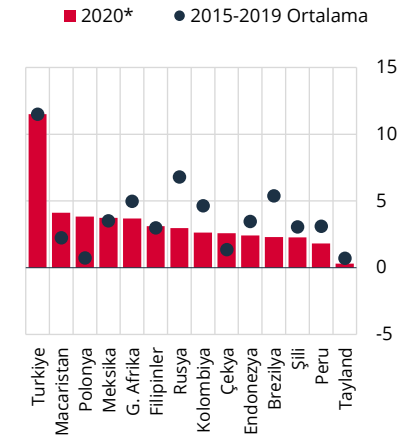
**Emtia fiyatlarındaki yükseliş belirginleşmekte ve küresel enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Enerji dışı emtia fiyatlarında yılın ikinci yarısında başlayan artışlar son dönemde de devam etmiş, görece olarak düşük kalan enerji fiyatları Kasım ayından itibaren belirgin olarak artmıştır. Özellikle tarımsal emtia ve endüstriyel metal fiyatları yılın son çeyreğinde belirgin şekilde hızlanmıştır (Grafik 2.1.4). Emtia fiyatlarındaki söz konusu artışların bir bölümü küresel talep gelişmelerine ve iktisadi faaliyetteki toparlanma beklentilerine atfedilebilir. New York Fed'in faktör ayrıştırması analizi Kasım ayı başından bugüne gerçekleşen ham petrol fiyat artışında talebin oldukça etkili olduğunu göstermektedir (Grafik 2.1.5). Tarımsal emtia içerisinde yağ ve hububat fiyatlarındaki artış dikkat çekicidir (Grafik 2.1.6). Kuraklık ve salgına bağlı yerel gıda politikalarının etkili olduğu bu artışlar uluslararası gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Emtia fiyatlarının yanı sıra, son dönemde navlun (nakliye) maliyetleri de keskin biçimde artmıştır. Salgın sırasında zarar gören arz ve tedarik zincirleri hızlı bir şekilde toparlanan talebe cevap vermekte güçlük çekmekte, bu nedenle lojistik maliyetler artmaktadır.

**Grafik 2.1.7: Gelişmekte Olan Ülkelerde 2020 Yılı Tüketici Enflasyonu**  
(Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)

Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankaları.

**Grafik 2.1.8: Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru** (ABD Dolarına Karşı Yıllık Ortalama Değişim, %)

Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları.

**Grafik 2.1.9: Gelişmekte Olan Ülkelerde Çekirdek Enflasyon** (Yıllık Ortalama Değişim, %)

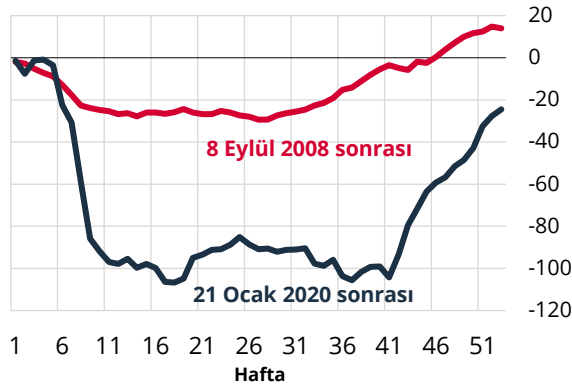
Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları.

\* Kasım 2020 12 aylık ortalamalara göre enflasyon kullanılmıştır.

**2021 yılında gerek talep gerekse maliyet yönünden küresel enflasyon üzerindeki risklerin ağırlıklı olarak yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir.** Gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunda, özellikle zayıf iç ve dış talep ile baskılanan enflasyon 2020 yılında düşük seyrederek hedefe yakın ve/veya tolerans aralığı içerisinde gerçekleşmiştir. Bu açıdan Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılmıştır (Grafik 2.1.7). Ancak artan emtia fiyatları ve talepte görülecek olası canlanma 2021 yılı için enflasyonist baskıları artırabilecektir. Salgın önlemleri çerçevesinde bütün ülkelerde mali ve parasal genişleme olması da beklenen talebin devreye girmesi ile birlikte fiyatları yukarı itebilecek bir başka unsurdur. Ayrıca, birçok gelişmekte olan ülke para birimi, 2020 yılında son beş yıllık ortalama ile kıyaslandığında, önemli ölçüde değer kaybetmiştir (Grafik 2.1.8). Bununla birlikte, çekirdek enflasyon aynı dönemdeki ortalamasına göre düşük kalmıştır (Grafik 2.1.9). Maliyet artışlarına rağmen çekirdek enflasyonun düşük kalmış olması, talepteki toparlanmayla birlikte gelişmekte olan ülkelere enflasyonu yukarı yönde etkileyebilecektir.

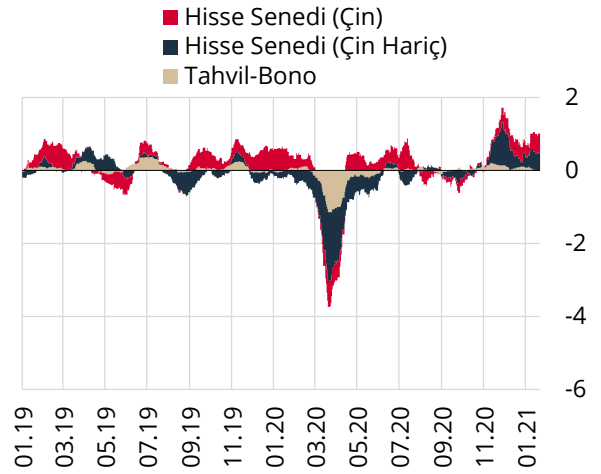
**Küresel ekonomideki toparlanmaya dair beklentilerin iyileşmesiyle risk iştahı artmış ve gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri hızlanmıştır.** Küresel para ve maliye politikalarının destekleyici olmaya devam etmesi ve belirsizliğin görece azalması ile salgının başlamasından yaklaşık 40 hafta sonra gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri net olarak gözlenmiştir. Salgının başından itibaren gelişmekte olan ülkelere çıkan portföyün yaklaşık yüzde 76'sı 30 Ekim ve 22 Ocak tarihleri arasında kalan 12 haftalık sürede geri dönmüştür (Grafik 2.1.10). Ayrıca, daha önceki Asya piyasası kaynaklı sınırlı girişlerin aksine bu defa girişler genele yayılmıştır (Grafik 2.1.11). Öte yandan, gelişmiş ülkelerde enflasyonun yükselmesi durumunda para politikası duruşunda değişim olma olasılığı, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir (Mercek Altı 2.1).

**Grafik 2.1.10: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Portföy Akımları (Birikimli, Haftalık, Milyar ABD Doları)**



Kaynak: Institute of International Finance.

**Grafik 2.1.11: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Portföy Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Hareketli Ortalama)**



Kaynak: Institute of International Finance.

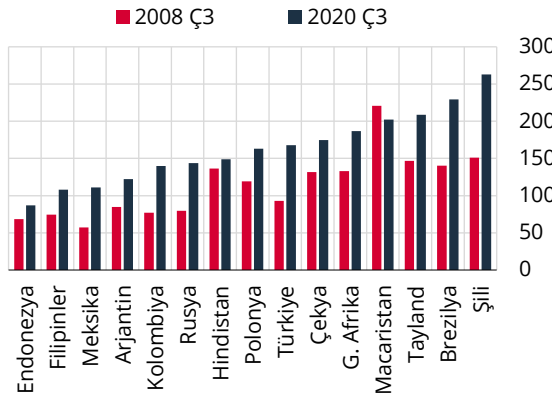
## Mercek Altı 2.1

### Küresel Likidite, Portföy Hareketleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Olası Riskler

**Küresel likidite tarihsel olarak yüksek seyretmekte olup artmaya devam etmektedir.** Orta ve daha uzun vadede likiditenin seyriyle ilgili iki senaryo öne çıkmaktadır. Birincisi, enflasyonun seyrine bağlı olarak gelişmiş ülkelerde destekleyici politikaların uzun bir süre daha devam etmesi, ikincisi ise beklenenden daha hızlı bir toparlanma ve/veya enflasyon artışı nedeniyle gelişmiş ülkelerde politikaların normalleşmeye başlamasıdır. Her iki senaryo da gelişmekte olan ülkeler açısından farklı riskler içermektedir.

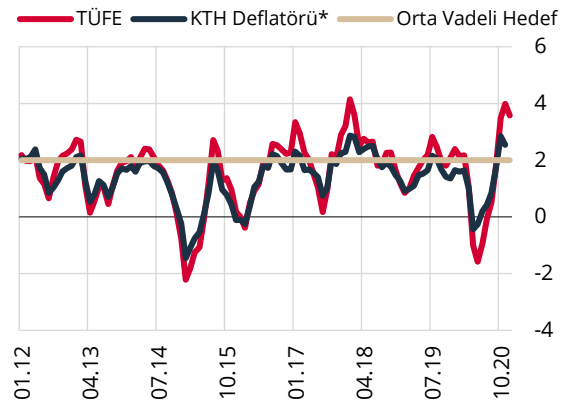
**Küresel likidite bolluğu gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar üzerinde risk oluşturabilecektir.** 2008 krizi sonrasında benzer bir tablo ortaya çıkmış, yerli paranın değerlendirilmesi finansman kanalıyla gelişmekte olan ülkelerde borçluluğun artmasına, dış dengenin kötüleşmesine ve cari açığın finansman kalitesinin düşmesine neden olmuştur. Ayrıca, likiditenin bol olması, beklentiler değiştiğinde, yüksek oranlı fiyat dalgalanmalarına neden olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin, küresel finansal kriz sonrası döneme kıyasla, finansal istikrarı koruyucu makroihtiyati politika araçlarını kullanmada daha tecrübeli olduklarını söylemek mümkündür. Öte yandan, toplam borçluluğun söz konusu döneme kıyasla daha yüksek olması kırılganlığı artırmaktadır (Grafik 1). Salgın döneminde zayıflayan ekonomik büyüme ve azalan istihdamın telafi edilme ihtiyacı, ihtiyati politikaların maliyetleri nedeniyle zorlu bir politika ikilemi yaratabilecektir.

**Grafik 1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Borçluluk (GSYİH'ye Oran, %)**



Kaynak: Institute of International Finance.

**Grafik 2: ABD'de Manşet Enflasyon Eğilimi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 6 Aylık Hareketli Ortalama, %)**



Kaynak: Bloomberg ve St Louis Fed.

\* KTH: Kişisel Tüketim Harcamaları

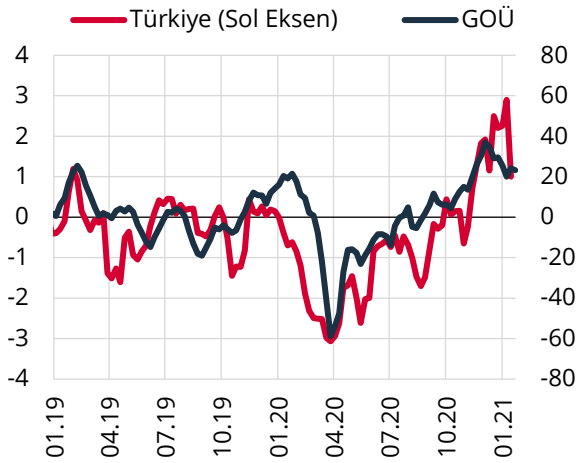
**2021 yılında enflasyondaki olası yukarı yönlü seyir gelişmiş ülkelerdeki genişletici para politikası uygulamalarının ne zaman ve hangi hızda normalleşeceği konusunda belirsizlik yaratmaktadır.**

Fed'in ortalama enflasyon hedefine geçişi ile olası bir enflasyon şokunu tolere etme imkanı artmıştır. Enflasyonun yüksek artışlar göstermesi durumunda politika duruşunda piyasaların beklenenden erken normalleşme fiyatlayarak oynaklık yaşanması mümkündür. ABD'de enflasyon temel eğilimi Ekim ayından başlayarak hedefin üzerine çıkmıştır (Grafik 2). Merkez bankalarının politika faizleri ile ilgili sözlü yönlendirmeleri net ve güçlü olduğundan politika faizlerine yönelik belirsizlik de düşük seyretmekte ve artış beklenmemektedir. Ancak, aynı durum tahvil alımları için geçerli olmayıp, normalleşmenin zamanı ve seyrine ilişkin belirsizlikler yüksektir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülke varlıkları içerisinde yabancı yatırımcı payı arttıkça, ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki maliye ve para politikası uygulamalarına ilişkin beklentiler gelişmekte olan ülke piyasalarında daha fazla dalgalanmaya neden olabilecektir.

## 2.2 Finansal Koşullar

**Küresel risk iştahındaki olumlu gelişmelerin yanında Türkiye'ye özgü risk algılamalarının da iyileşmesiyle Türkiye'ye güçlü sermaye girişleri gözlenmiştir.** Salgın hastalığa yönelik aşı çalışmalarındaki ilerleme ve ABD seçimlerinin ardından açıklanması beklenen teşvik paketlerinin yanı sıra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genişleyici parasal ve mali duruşlarını sürdüreceğine yönelik beklentilerle küresel risk iştahı son çeyrekte yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelere fon akımlarının güçlendiği bu dönemde, Türkiye'de para politikasının sade bir operasyonel çerçevede sıkılaşmasının ve ekonomi politikalarına ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle Türkiye'ye portföy akımları diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu ayrılmıştır (Grafik 2.2.1). Nitekim Türkiye'nin risk primi belirgin şekilde gerilemiş ve salgın öncesi seviyelerine dönmüştür (Grafik 2.2.2). Portföy girişleri Kasım ayı başından itibaren tahvil piyasalarında 3,1 milyar ABD doları, hisse senedi piyasalarında 1,8 milyar ABD doları olmak üzere toplam 4,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bunun yanı sıra, giriş ve çıkışların daha çabuk ve düşük maliyetle yön değiştirebildiği TL karşılığı yabancı para swap işlemleri bakiyesi Kasım ayı başında net 7,3 milyar ABD dolarından Ocak ayının üçüncü haftası itibarıyla 21,1 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir. Böylelikle swap kanalından Türkiye'ye 13,8 milyar ABD doları tutarında net sermaye girişi gerçekleşmiştir.

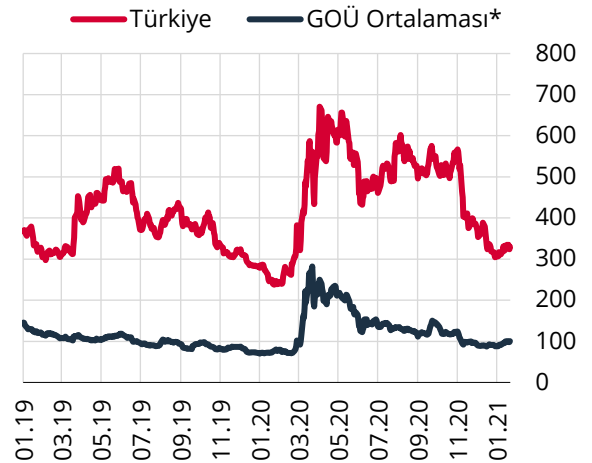
**Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri\*** (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, TCMB.

\* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dâhildir. GOÜ verisi EPFR veri tabanından alınmıştır. Bu veri tabanında bulunan tüm fonların gelişmekte olan ülke hisse senedi ve tahvil piyasalarına yaptığı haftalık net yatırımları kapsamaktadır.

**Grafik 2.2.2: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke Risk Primleri** (5 Yıl Vadeli CDS, Baz Puan)



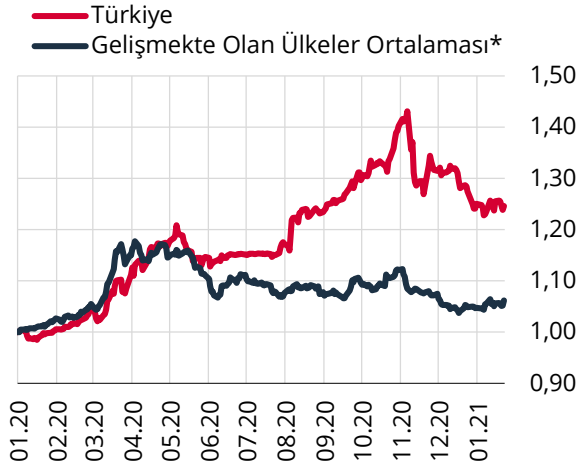
Kaynak: Bloomberg.

\* GOÜ: Brezilya, G. Afrika, Endonezya, Kolombiya, Meksika, Filipinler, Malezya, Şili, Rusya.

**Son aylarda Türk lirası mevduat faizlerindeki yükseliş ve Türk lirasındaki değer kazancına karşın, yurt içi yerleşiklerin yabancı para mevduatı yükselmeye devam etmiştir.** Gelişmekte olan ülke para birimleri olumlu küresel risk iştahının etkisiyle ABD dolarına karşı son üç aylık dönemde bir miktar değerlenirken Türk lirası belirgin oranda değer kazanmıştır (Grafik 2.2.3). Bununla birlikte son dönemde yabancı yatırımcıları TL varlıklara yönelten ülke risk primindeki gerileme ve Türk lirasındaki güçlenmeye rağmen yurt içi yerleşiklerin yabancı para cinsi mevduatını azaltmadıkları görülmektedir (Grafik 2.2.4). Yurt içi yerleşiklerin toplam mevduatı içindeki YP mevduatın payı Kasım ayı sonrasında sınırlı miktarda gerilemiş olsa da bu düşüş büyük ölçüde kur etkisinden kaynaklanmıştır. Önümüzdeki dönemde sıkı parasal duruşun sürdürülmesiyle enflasyon ve döviz kuru beklentilerinin iyileşmesinin, yurt içi yerleşiklerin yabancı para mevduat tercihini zayıflatacağı değerlendirilmektedir (Kutu 2.1).



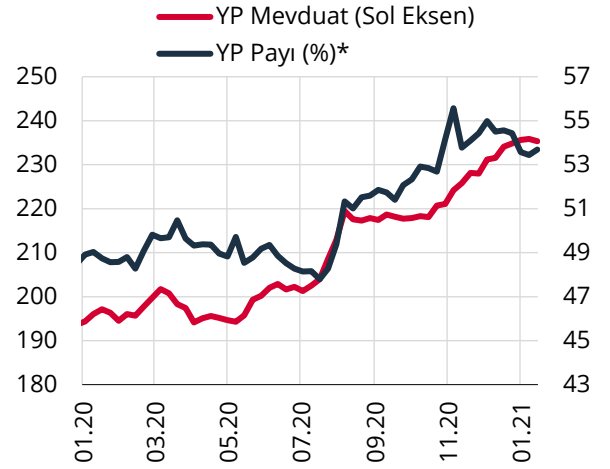
**Grafik 2.2.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri**  
(31.12.2019 = 1)



Kaynak: Bloomberg.

\* GOÜ: Brezilya, G. Afrika, Endonezya, Kolombiya, Meksika, Filipinler, Malezya, Şili, Rusya, Macaristan, Polonya.

**Grafik 2.2.4: Yurt İçi Yerleşiklerin YP Mevduatı** (Haftalık, Milyar ABD Doları)



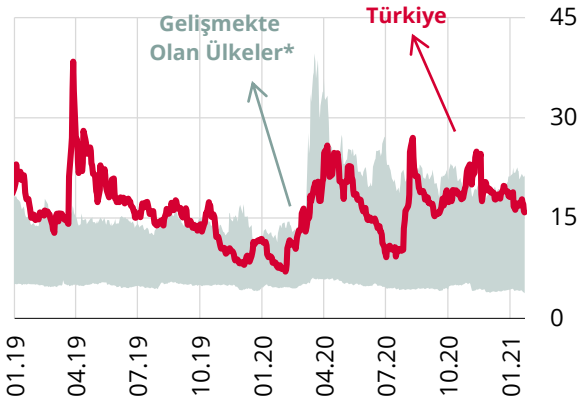
Kaynak: TCMB.

\* YP payı serisi, yurt içi yerleşiklerin YP mevduatı toplam mevduatına oranlanarak hesaplanmıştır.

**Ülke risk primindeki düşüş ve Türk lirasındaki güçlenmeyle birlikte döviz kuru oynaklığı gerilemiştir.**

Opsiyonların ima ettiği Türk lirası oynaklığı Kasım ayından itibaren belirgin oranda gerilemiştir. Bir ay vadeli oynaklıktaki gerilemeye 12 ay vadeli oynaklığın da büyük ölçüde eşlik etmesi, Türk lirasına olan güven artışının kalıcı unsurlara dayandığına işaret etmektedir (Grafik 2.2.5 ve Grafik 2.2.6).

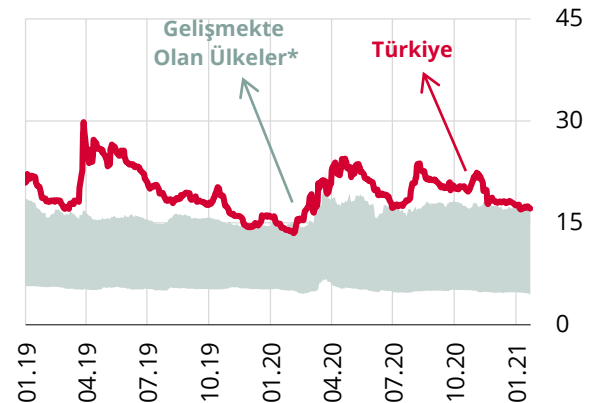
**Grafik 2.2.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı** (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

**Grafik 2.2.6: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı** (ABD Dolarına Karşı, 12 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

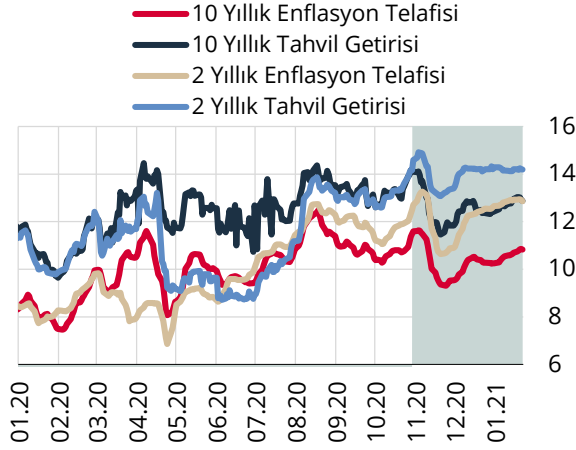
\* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, G. Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

**Para politikasındaki sıkılaştırma, ülke risk primi ve enflasyon beklentilerini olumlu etkileyerek uzun vadeli faizlerin gerilemesini sağlamıştır.**

TCMB tarafından yılın son çeyreğinde atılan parasal sıkılaştırma ve sadeleşme adımlarının etkisiyle Kasım ayı sonuna kadar hızla gerileyen enflasyon telafileri, takip eden dönemde enflasyonun piyasa tahminlerinden yüksek gerçekleşmesiyle yeniden yükselmiştir (Grafik 2.2.7). Kasım ayında para politikası faiz oranında yapılan artırımın etkisiyle kısa vadeli piyasa faizleri sınırlı ölçüde yükselirken, orta ve uzun vadeli piyasa faizlerinin ise belirgin miktarda gerilemesiyle getiri eğrisinin eğimi

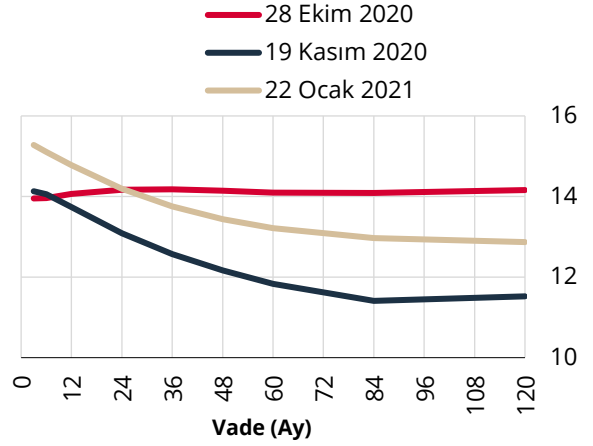
tersine dönmüştür (Grafik 2.2.8). Uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlere kıyasla belirgin ölçüde düşük olması, ülke risk primi ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye işaret etmektedir. Fiyat istikrarı odağıyla para politikası belirsizliğini azaltan sıkılaştırma adımları, beklentileri, risk algılamalarını ve uzun vadeli faizleri olumlu etkileyerek genişletici etkiler oluşturabilmektedir.

**Grafik 2.2.7: Uzun Vadeli DİBS Getirileri ve Enflasyon Telifleri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.2.8: DİBS Getiri Eğrisi (%)**

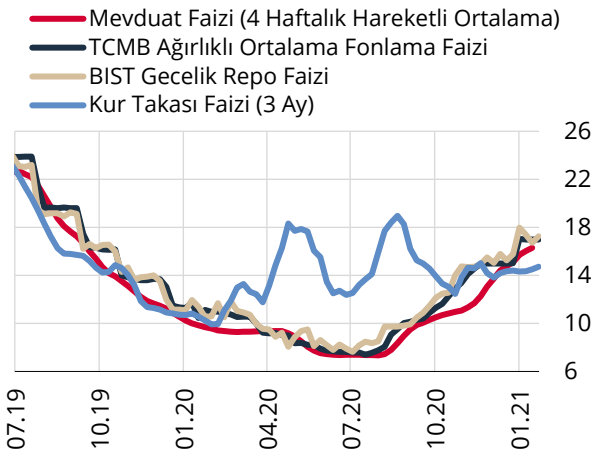


Kaynak: Bloomberg.

**2020 yılının son çeyreğinde bankaların fonlama faizleri para politikasındaki sıkılaştırmayla yükselmiş ve mevduat faizleri politika faizine yakınsamıştır.** Politika faizindeki artış ve zorunlu karşılık oranlarının

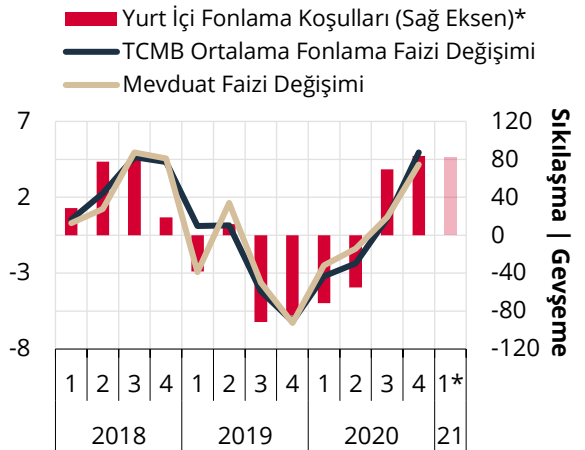
yükseltilmesi bir yandan Türk lirası fonlama maliyetlerini yükseltirken diğer yandan öngörülebilirliği artırarak faiz oranlarının birbirine yakınsamasına katkıda bulunmuştur. Böylelikle mevduat faizleri ile TCMB ağırlıklı ortalama fonlama ve BIST gecelik repo faizleri arasındaki fark daralmış ve parasal aktarım güçlenmiştir (Grafik 2.2.9). Yurt dışı yerleşik bankalarla yapılan kur takası faizleri de bir süre TCMB ağırlıklı fonlama faizine eşlik etmiş, daha sonra takas işlem limitleri ve Türk lirasındaki değerlenme beklentisinin yurt dışı yerleşiklerde daha güçlü olması nedeniyle diğer faiz oranlarının altında seyretmiştir. Bu gelişmelerle TCMB ortalama fonlama ve mevduat faizlerinde çeyreklik bazda ortalama yüzde 5'e varan değişim oranları gözlenmiştir (Grafik 2.2.10). Banka Kredileri Eğilim Anketi (BKEA) bankaların yurt içi fonlama koşullarında görülen bu sıkılaştırmanın 2021 yılı ilk çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir.

**Grafik 2.2.9: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (%)**



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik 2.2.10: Bankaların Yurt İçi Fonlama Koşulları (Çeyreklik % Değişim)**



Kaynak: TCMB.

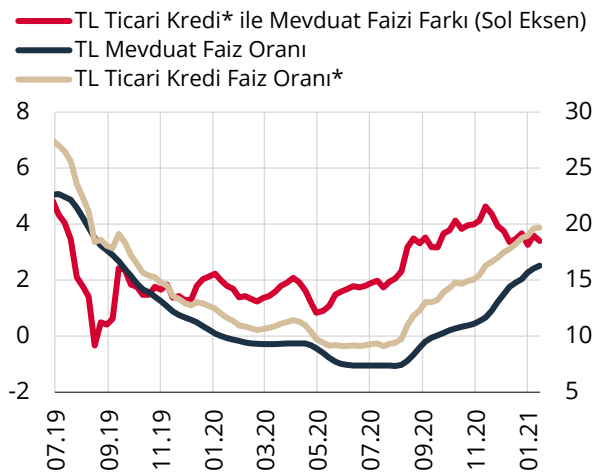
\* BKEA'da bankaların beklentilerini göstermektedir ve sonuçları ters işaretli olarak kullanılmıştır.

Not: Kırmızı çubuklar BKEA'da yurt içi fonlama koşullarının kredi standartlarına katkısını göstermektedir.

**Artan kredi faizleri yeni kredi talebini sınırlarken, kredi/mevduat faiz farkının aşağı yönlü seyri kredi arzını desteklemektedir.** Yılın son çeyreğinde para politikasındaki sıkılaştırmanın hızlı yansımalarıyla ticari kredi faizlerinde artış eğilimi belirginleşmiştir. Böylelikle, bir önceki Rapor dönemine göre yaklaşık 600 baz puan artış kaydeden ticari kredi faizleri yüzde 20'ye ulaşmıştır. Kredi talebini sınırlayan bu gelişmeye karşın, kredi koşullarındaki sıkılığın bir göstergesi olan kredi/mevduat faiz farkı Kasım ayı sonrasında mevduat faizinin kredi faizlerine oranla daha hızlı yükselmesine bağlı olarak bir miktar düşmüştür (Grafik 2.2.11).

Kredi/mevduat faiz farkı mevcut durumda tarihsel ortalama değerine yakın, 2018 yılı ilk yarısındaki seviyelerin ise altında seyretmektedir. Yılın son çeyreğinde tüketici kredisi faizlerinde yükseliş devam ederken, artış taşıt kredilerinde diğer kredi türlerine kıyasla sınırlı kalmıştır. ÖTV oranlarındaki değişim ve döviz kurundaki artış ile zayıflayan taşıt talebini canlandırmak amacıyla yıl sonunda düzenlenen yeni araç satış kampanyaları taşıt kredi faizlerindeki farklılaşmada belirleyici olmuştur (Grafik 2.2.12).

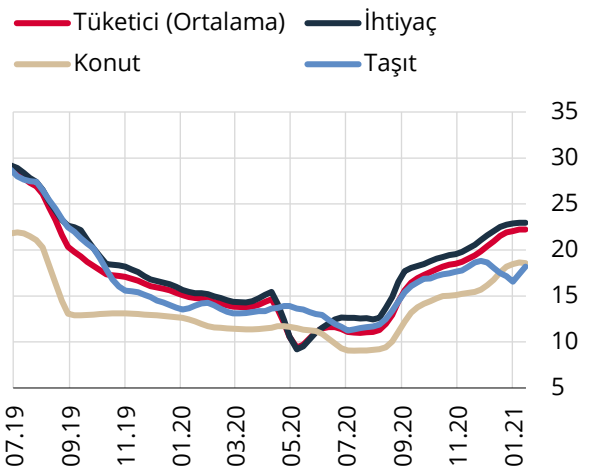
**Grafik 2.2.11: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



Kaynak: TCMB.

\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

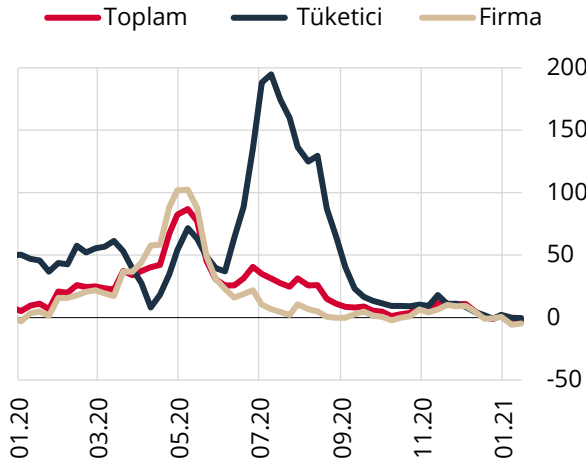
**Grafik 2.2.12: Tüketici Kredi Faizleri (Akım Veri, Yıllık, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



Kaynak: TCMB.

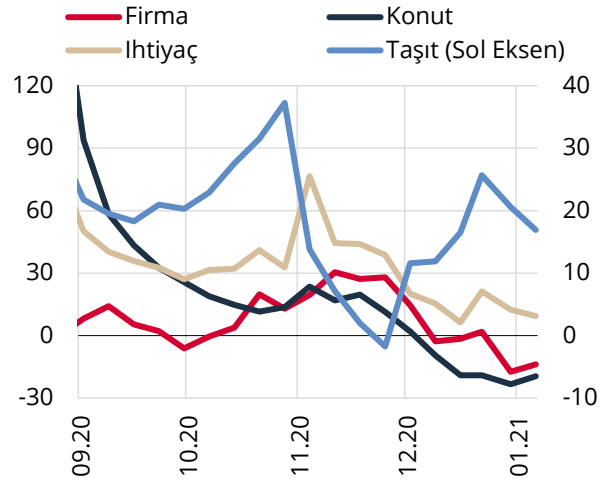
**Salgın döneminde devreye giren destekleyici önlemlerin dördüncü çeyrek itibarı ile tamamen geri alınmasıyla ticari ve tüketici kredi büyümesi önemli ölçüde yavaşlamıştır (Grafik 2.2.13).** Taşıt kredi faizlerindeki aşağı yönlü ayrışma taşıt kredilerindeki görece güçlü seyri desteklemiştir (Grafik 2.2.14). Ticari, konut ve ihtiyaç kredi büyümelerinde Kasım sonuna doğru yavaşlamanın daha belirgin hale geldiği görülmektedir (Grafik 2.2.14). BKEA sonuçlarına göre bankalar 2021'in ilk çeyreğinde, firma kredisi talebinin artmasını, konut ve ihtiyaç kredisi talebinin ise düşmeye devam etmesini beklemektedir (Grafik 2.2.15). Bununla birlikte, para politikasındaki sıkı duruş ve artan öngörülebilirliğe bağlı olarak enflasyon beklentilerinde gözlenecek düşüş, kredilerin beklenen reel maliyetini artırarak talebi kısıtlayıcı etkisini kuvvetlendirecektir.

**Grafik 2.2.13: Kredi Büyümesi (4 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**



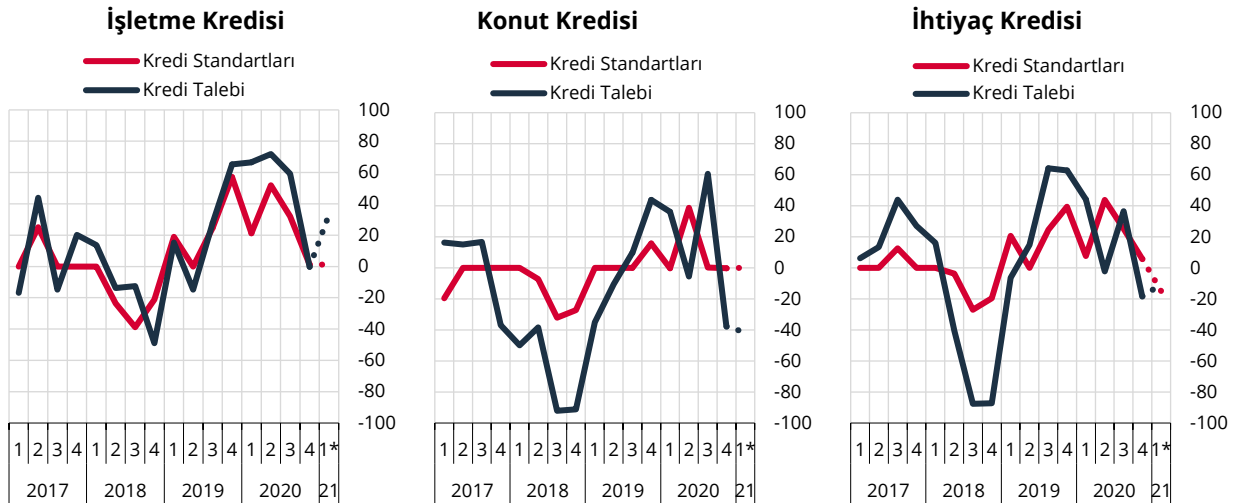
Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.14: Tüketici Kredi Büyümesi (4 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.15: Kredi Standartları ve Kredi Talebine İlişkin Beklentiler**



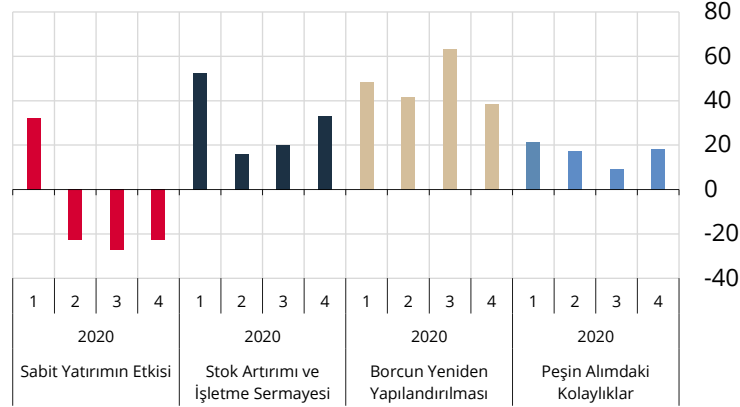
Kaynak: TCMB.

\* Bankaların beklentilerini göstermektedir.

Not: Kredi Standartları ve Talep endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki (talebindeki) değişimin yönünü göstermektedir. Endeksin sıfırın üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi (kredi talebindeki artış) ifade etmektedir.

**Anket sonuçları, önceki çeyreklere benzer bir şekilde, dördüncü çeyrekte kullanılan ticari kredilerin yatırımdan ziyade borcun yeniden yapılandırılması ile stok artırımı ve işletme sermayesiyle ilişkili olduğuna işaret etmektedir.** İktisadi faaliyetteki toparlanmayla uyumlu olarak yılın son çeyreğinde stok artırımı ve işletme sermayesi kaynaklı kredi talebinin arttığı, borcun yeniden yapılandırılması amacıyla kredi talebinin ise gerilediği görülmektedir (Grafik 2.2.16, Kutu 2.2).

**Grafik 2.2.16: İşletmelerin Kredi Talebini Etkileyen Unsurlar (%)**



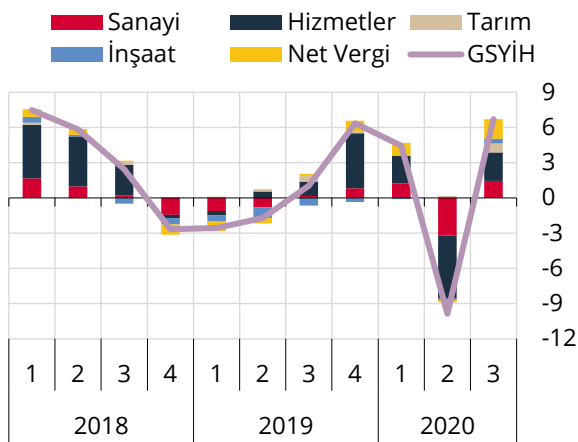
Kaynak: TCMB.

Not: Faktörlere ilişkin net yüzde değişimler, söz konusu faktörün kredi talebini artırıcı yönde etkilediğini raporlayan bankaların yüzde oranı ile düşürücü yönde etkilediğini raporlayan bankaların yüzde oranının farkı alınarak hesaplanmıştır.

## 2.3 İktisadi Faaliyet

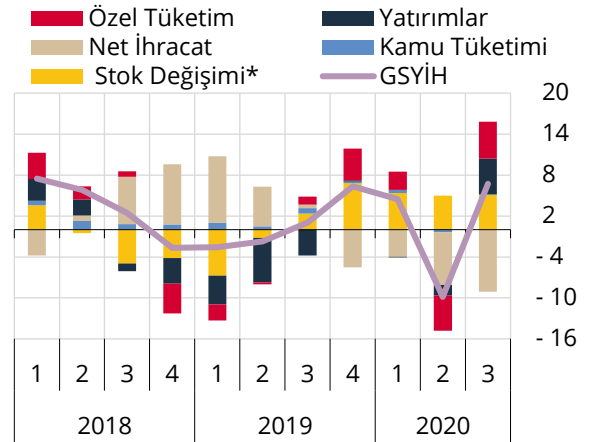
**İktisadi faaliyet, normalleşme süreci ve güçlü kredi ivmesinin desteğiyle üçüncü çeyrekte belirgin bir toparlanma kaydetmiştir.** GSYİH 2020 yılı üçüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde 6,7, çeyreklik bazda ise yüzde 15,6 oranında artarak salgın öncesi seviyesini aşmıştır. Toparlanma geniş bir sektörel yayılım sergilerken, hizmetler bileşeninin üçüncü çeyrekteki katkısı büyük oranda finans-sigorta faaliyetleri ve bilgi iletişim sektörlerinden gelmiştir (Grafik 2.3.1). Öte yandan, salgından olumsuz etkilenen turizm bağlantılı hizmet sektörlerindeki iyileşme daha sınırlı kalmıştır. Finansal koşullardaki gevşeme ve ertelenmiş talebin etkisiyle özel tüketim kuvvetli bir artış kaydederken, yatırım harcamaları hem inşaat hem de makine-teçhizat kaynaklı olarak büyümeye yüksek katkı yapmıştır (Grafik 2.3.2). Mal ihracatındaki hızlı toparlanmaya karşın, turizmdeki zayıf seyir ile yurt içi talep ve altın ithalatının güçlü seyri nedeniyle net ihracatın yıllık büyümeye katkısı tarihi en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir.

**Grafik 2.3.1: GSYİH Yıllık Büyümesi ve Üretim Yönünden Katkıları (% Puan)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.3.2: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları (% Puan)**

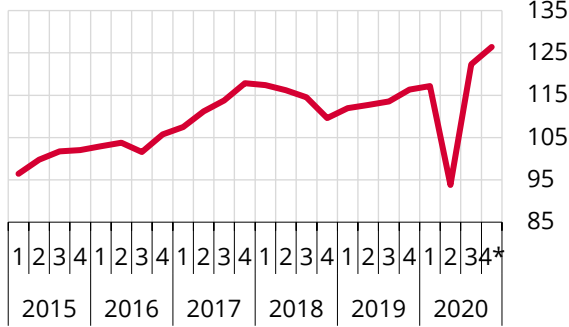


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistikî sapmayı içermektedir.

**Son çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette güçlü bir seyre işaret etmektedir.** Sanayi üretimi Ekim ve Kasım aylarında artışını sürdürmüştü ve üçüncü çeyreğe göre yüzde 4,2 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.3). Kasım ayı itibarıyla ihracat ve turizm bağlantılı birkaç faaliyet kolu (diğer ulaşım, gıda, giyim) haricinde imalat sanayi geneli salgın öncesi üretim düzeylerinin üzerindedir. Böylece, sanayi üretimi Kasım ayında Şubat seviyesinin yüzde 6,4 üzerinde gerçekleşmiştir. Sanayi üretimi ile benzer şekilde, ciro ve perakende satış hacim endeksleri de üçüncü çeyreğe göre artarken, turizm bağlantılı kollar haricindeki hizmet faaliyetleri ve ticaret sektöründe oldukça canlı bir seyir izlenmiştir (Grafik 2.3.4).

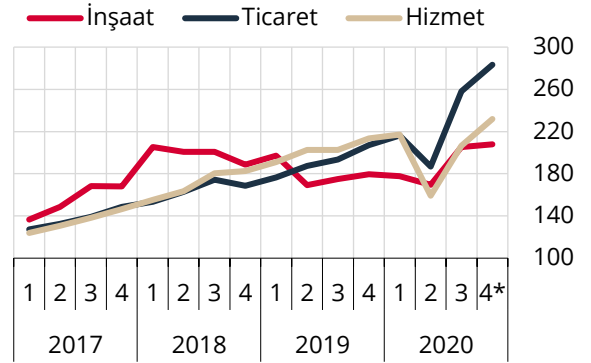
**Grafik 2.3.3: Sanayi Üretim Endeksi** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

\* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

**Grafik 2.3.4: Sektörel Ciro Endeksleri** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



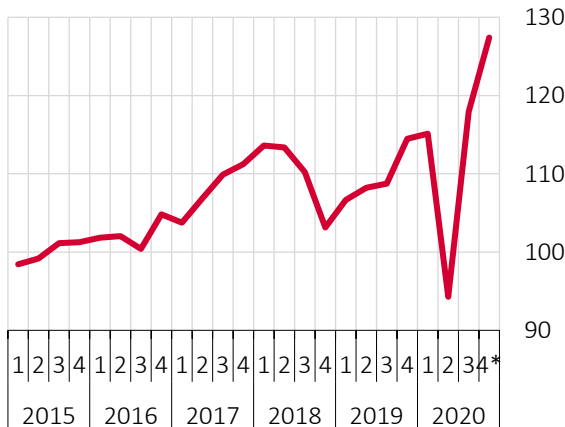
Kaynak: TÜİK.

\* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

**Yurt içi talep Aralık ayında bir miktar ivme kaybetmekle birlikte son çeyrek genelinde güçlü seyretmiştir.**

Perakende satış hacmi Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyreğe göre yüzde 8,0 artarak tüketim talebinin kuvvetli olduğuna işaret etmiştir (Grafik 2.3.5). Yüksek frekanslı veriler ile ankete dayalı kapasite kullanım oranları ve sipariş göstergeleri, finansman koşullarına duyarlı kalemler olan otomobil, beyaz eşya ve mobilya gibi dayanıklı tüketim mallarının yanı sıra inşaat bağlantılı ara malı sektörlerinde faaliyetin canlı olduğu sinyalini vermiştir. Diğer yandan otomobil satışlarının yüksek seviyelerini korumakla birlikte Aralık ayında aylık bazda düşüş göstermesi ve bireysel kredilerdeki belirgin ivme kaybı iç talebin kademeli olarak yavaşlamaya devam edeceğine işaret etmektedir. Öte yandan, artan vaka sayıları nedeniyle getirilen kısıtlamalar, özellikle hizmetler sektörü kaynaklı olmak üzere iktisadi faaliyetin kısa vadeli görünümüne dair belirsizlik oluşturmaktadır (Grafik 2.3.6).

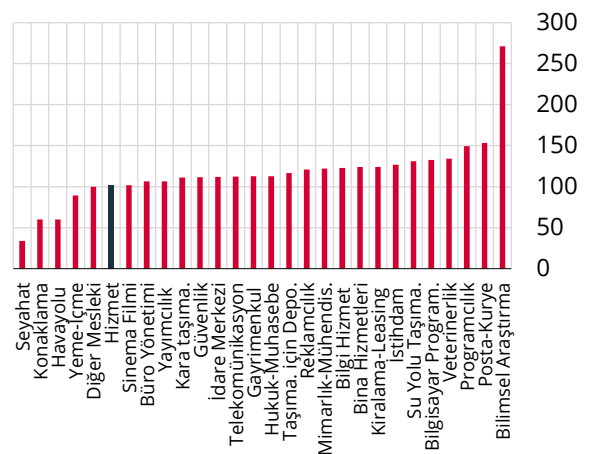
**Grafik 2.3.5: Perakende Satış Hacim Endeksi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

\* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

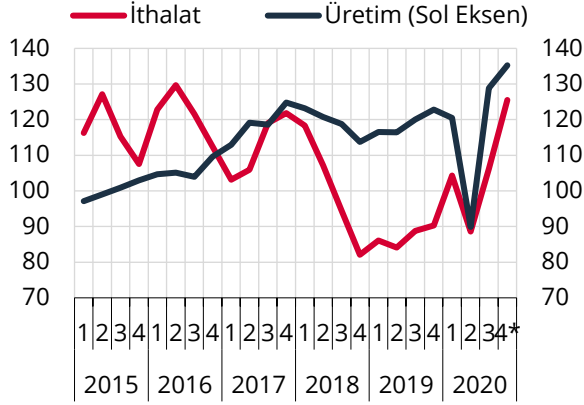
**Grafik 2.3.6: Hizmet Sektörü Ciro Endeksleri** (Kasım 2020 İtibarıyla, Mevsimsellikten Arındırılmış, Şubat 2020=100)



Kaynak: TÜİK.

**Yatırım talebindeki toparlanma yılın son çeyreğinde güç kazanırken, yatırım eğilimindeki iyileşme imalat sanayi geneline yayılmıştır.** Kasım ayı dış ticaret, üretim ve ciro endeksleri yılın son çeyreğinde sabit sermaye malları talebinin güçlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.7). Ocak ayı İYA verilerine göre imalat sanayi firmalarının gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım eğilimindeki belirgin iyileşme devam etmektedir. Söz konusu eğilim, büyük firmalarda daha kuvvetli olmak üzere, ölçek bazında genele yayılmaktadır (Grafik 2.3.8).

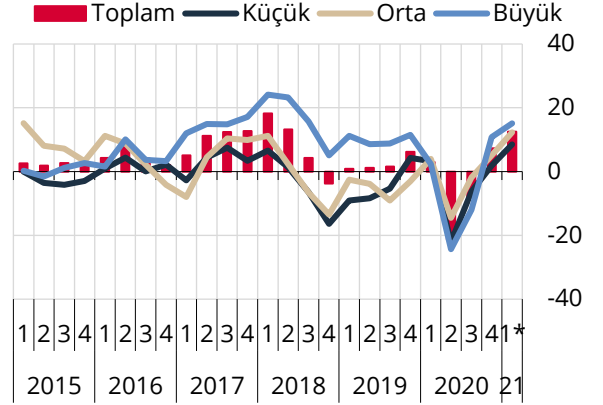
**Grafik 2.3.7: Sermaye Malları İthalat ve Üretim Endeksleri** (Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK.

\* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

**Grafik 2.3.8: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak, %)

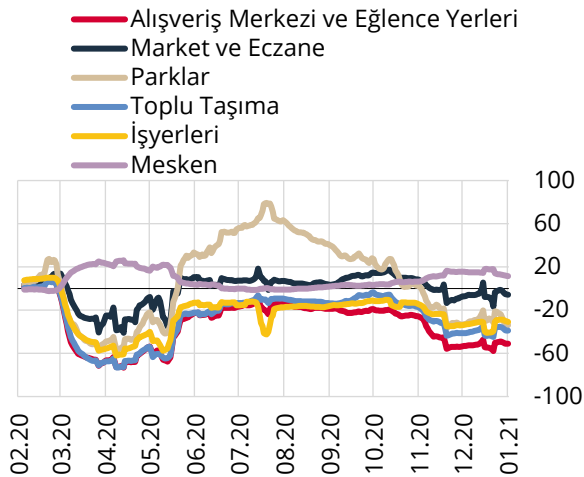


Kaynak: TCMB.

\* Ocak ayı itibarıyla.

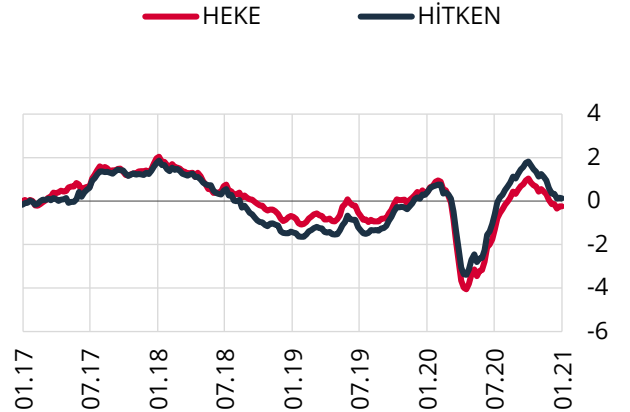
**Salgın tedbirlerinin ve parasal sıkılaştırmanın etkileriyle birlikte son dönemde iktisadi faaliyetin yavaşlamaya başladığı görülmektedir.** Artan vaka sayıları nedeniyle Kasım ayı başlarından itibaren getirilen kısıtlamalar ülke genelinde hareketliliği önemli ölçüde azaltmış, ancak salgının ilk dönemlerine kıyasla iktisadi faaliyeti görece daha sınırlı ölçüde etkilemiştir (Grafik 2.3.9). Haftalık ekonomik koşullar endeksi (HEKE) ve haftalık iç talep koşulları endeksi (HİTKEN) iktisadi faaliyette iç talep kaynaklı bir yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 2.3.10, Mercek Altı 2.2).

**Grafik 2.3.9: Türkiye Google Hareketlilik Endeksi** (7 Günlük Hareketli Ortalama)



Kaynak: Google.

**Grafik 2.3.10: Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi ve Haftalık İç Talep Koşulları Endeksi\*** (4 Haftalık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB.

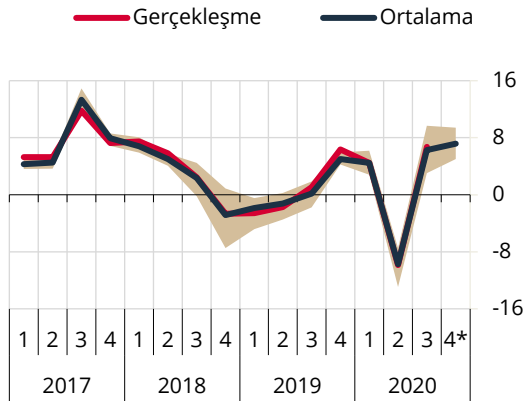
\* Endeksin aldığı değerler, ortalamadan kaç standart sapma düşük/yüksek olduğuna işaret etmektedir. Yöntemsel detaylar için bkz. Çelgin ve Günay (2020) ile TCMB Enflasyon Raporu 2020-III Kutu 4.1 Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE). HİTKEN, ihracat ve yabancı kartla yapılan harcamalar hariç HEKE'yi göstermektedir.

## Mercek Altı 2.2

### Yakın Dönem Büyüme Görünümü

**Milli gelir verileri ve son çeyreğe ilişkin göstergeler yılın ikinci yarısında iktisadi faaliyetin geçmiş öngörülerden daha güçlü seyrettiğine işaret etmektedir.** Salgından ve kısıtlamalardan olumsuz etkilenen mal ve hizmet grupları dışında iktisadi faaliyet pek çok sektörde salgın öncesi düzeylerinin ve uzun dönem eğilimlerinin üzerinde seyretmektedir. TCMB bünyesinde takip edilen ve sanayi üretimi, cirolar, vergi gelirleri gibi gecikmeli açıklanan verilere dayalı angörü modelleri son çeyrekte bir önceki döneme göre güçlü bir büyüme ivmesine işaret etmektedir (Grafik 1). Öte yandan, Ocak ayına ilişkin yüksek frekanslı veriler ile oluşturulan Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE), iktisadi faaliyette bir önceki çeyreğe göre yavaşlama sinyali vermektedir (Grafik 2). Bu görünüm altında iktisadi faaliyetin döngüsel olarak tepe noktasına son çeyrekte ulaştığı, salgın tedbirlerinin ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkisiyle takip eden dönemde potansiyel düzeyine yakınsamaya başlayacağı öngörülmektedir. Orta vadeli tahminlerin başlangıç noktasını oluşturan kısa vadeli çıktı açığı tahminleri bu çerçevede oluşturulmuştur.

**Grafik 1: GSYİH ve Angörü Model Tahminleri\*\* (Yıllık % Değişim)**



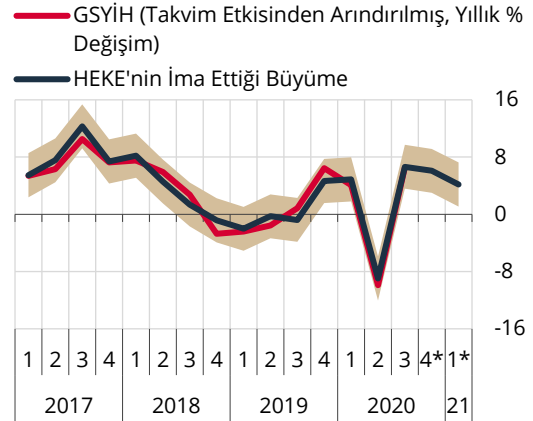
Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

\* Tahmin.

\*\* Köprü denklemleri yaklaşımı kullanılarak yıllık GSYİH büyümesinin modellenmesiyle elde edilen tahminleri göstermektedir. Tahmin bandı, en yüksek ve en düşük tahmin veren modellerden oluşturulmuştur.

Yöntemsel detaylar için bkz. Günay ve Yavuz (2017).

**Grafik 2: GSYİH ve HEKE'nin İma Ettiği Büyüme\*\* (Takvim Etkisinden Arındırılmış, Yıllık % Değişim)**



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

\* Tahmin.

\*\* Tahmin bandı, tahmin hatasının 2 standart sapması kullanılarak oluşturulmuştur.

Yöntemsel detaylar için bkz. Çelgin ve Günay (2020).

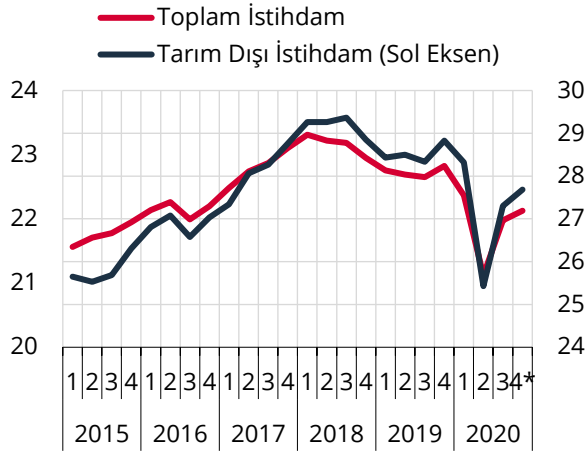
**İktisadi faaliyetteki güçlü toparlanmayla istihdam imkânları iyileşmiş, ancak son dönemde salgına bağlı kısıtlamaların işgücü piyasası üzerindeki etkileri görülmeye başlanmıştır.** Ekim dönemi (Eylül-Ekim-Kasım ayları) itibarıyla salgın döneminde 2 milyon civarındaki istihdam kaybının yaklaşık 1,5 milyonu telafi edilmiştir.<sup>1</sup> Üçüncü çeyrekte faaliyetteki toparlanmayla birlikte tarım dışı istihdam artışı sektörler geneline yayılmıştır. Salgın tedbirlerine bağlı olarak istihdam piyasasındaki eğilimler sektörel bazda ayrılmaktadır. Kısıtlamalardan görece daha çok etkilenen hizmet ve inşaat sektörlerinde istihdam gerilerken, ihracattaki

<sup>1</sup> Salgın dönemindeki istihdam kaybı hesaplanırken Ocak'tan Mayıs'a mevsimsellikten arındırılmış istihdam değişimi dikkate alınmıştır.



artış eğilimine de bağlı olarak sanayi sektöründe istihdam artmaya devam etmiştir. Ekim dönemi itibarıyla hizmetler sektörü istihdamı salgın öncesi dönemdeki (Ocak 2020) seviyesinin 682 bin, tarım dışı istihdam ise 681 bin kişi altındadır (Grafik 2.3.11). Söz konusu dönemde mevsimsellikten arındırılmış verilerle, toplam ve tarım dışı işsizlik oranları bir önceki döneme göre 0,1'er puan artarak sırasıyla yüzde 12,9 ve yüzde 14,9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.12). İş aramayanların dâhil edildiği geniş tanımlı işsizlik göstergelerinde ise yüksek seviyeler korunmaktadır (Grafik 2.3.13).

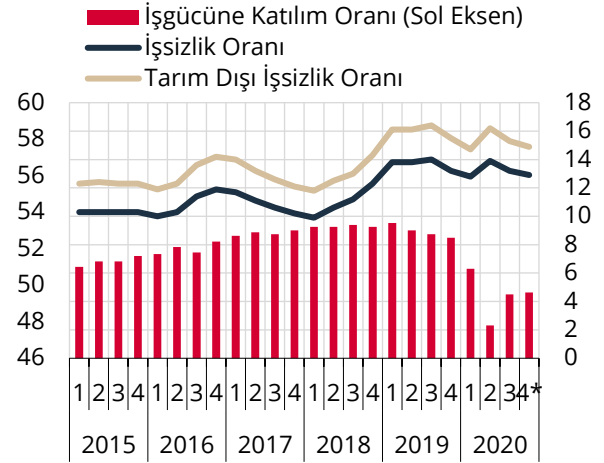
**Grafik 2.3.11: Toplam ve Tarım Dışı İstihdam**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

\* Ekim dönemi itibarıyla.

**Grafik 2.3.12: İşsizlik Oranları ve İşgücüne Katılım Oranı**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

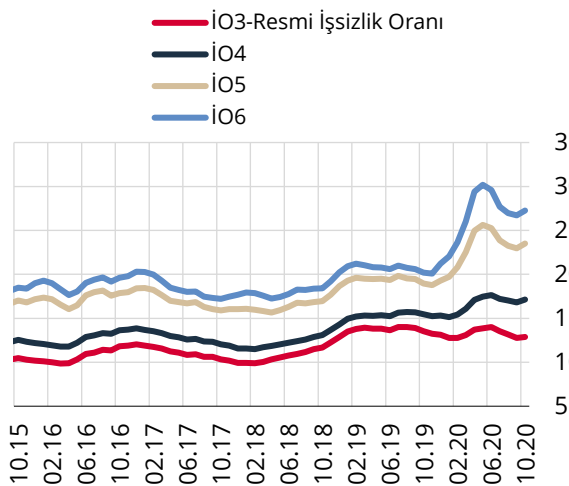


Kaynak: TCMB.

\* Ekim dönemi itibarıyla.

**Salgına bağlı kısıtlamalar ve tüketim kalıplarındaki değişim bazı sektörlerde talep ve istihdamı olumlu etkilese de, toplamda hizmetler sektörü istihdamını sınırlamaktadır.** Son dönemde sıkılaştırılan kısıtlamalar konaklama ve yiyecek ile ticaret başta olmak üzere birçok hizmet sektöründe istihdamı olumsuz etkilerken, bilgi-iletişim ve ulaştırma-depolama gibi salgına özgü talep koşullarından destek bulan sektörlerde üçüncü çeyreğe kıyasla istihdam artmıştır (Grafik 2.3.14).

**Grafik 2.3.13: Geniş Tanımlı İşsizlik Oranları**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



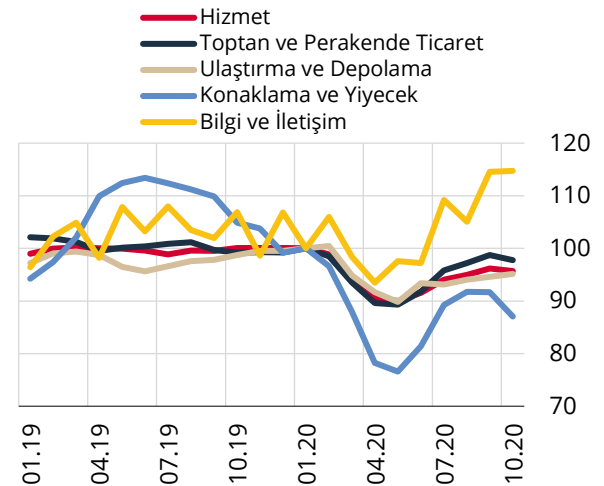
Kaynak: TCMB, TÜİK.

İ0-4: İşsiz sayısı ve iş bulma ümidini kaybetmişlerin toplamının sivil işgücü ve iş bulma ümidini kaybetmiş toplamına oranı

İ0-5: İşsiz sayısı ve iş aramayanların toplamının sivil işgücü ve iş aramayanların toplamına oranı

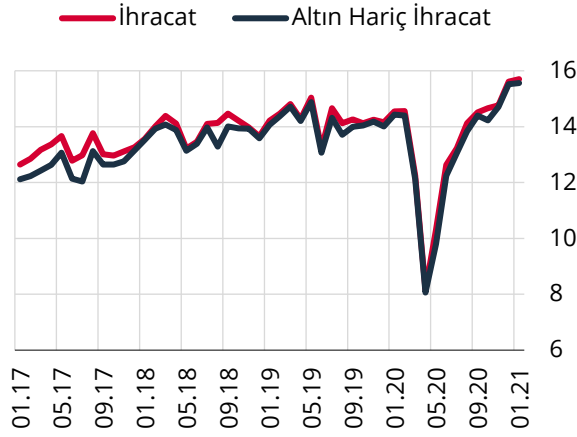
İ0-6: İşsiz sayısı, iş aramayanlar, mevsimlik çalışanlar ve eksik istihdamda olanların toplam sivil işgücü ve iş aramayanların toplamına oranı.

**Grafik 2.3.14: Seçilmiş Hizmet Sektörlerinde İstihdam**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Ocak 2020=100)



**Avrupa'daki salgına bağlı kısıtlamalara rağmen bölgeye yapılan ihracat güçlü bir seyir izlemekte ve toplam ihracat büyümesini desteklemektedir.** Avrupa'ya yapılan ihracat 2020 yılı son çeyreğinde ivmelenmiş ve toplam ihracat büyümesini desteklemiştir (Grafik 2.3.15). Bu gelişmede imalat sanayi faaliyetlerinin kısıtlama kapsamının dışında bırakılarak devam etmesi önemli rol oynamıştır (Grafik 2.3.16). Ocak ayına ilişkin yüksek frekanslı veriler Avrupa'ya yapılan ihracatın bir miktar düşmekle birlikte yüksek seviyelerini koruduğuna işaret etmektedir (Mercek Altı 2.3). Avrupa dışı ülkelere yapılan ihracat ise Ocak ayında artış göstermiştir. Böylece, ihracat Ocak ayında yataya yakın bir seyir izlemiştir.

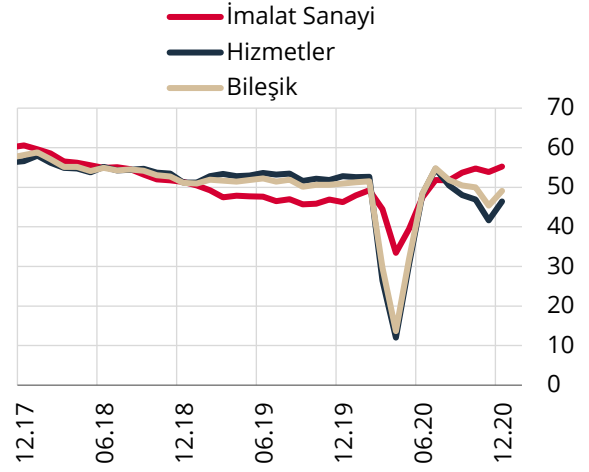
**Grafik 2.3.15: İhracat\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TİM, TÜİK.

\* Ocak ayı verisi tahmindir.

**Grafik 2.3.16: Euro Bölgesi PMI (Seviye)**



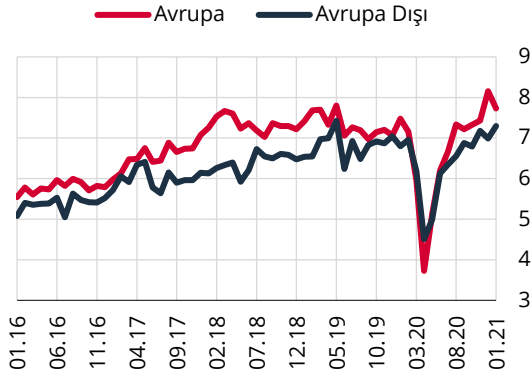
Kaynak: IHS Markit.

## Mercek Altı 2.3

### Bölgesel İhracat Görünümü

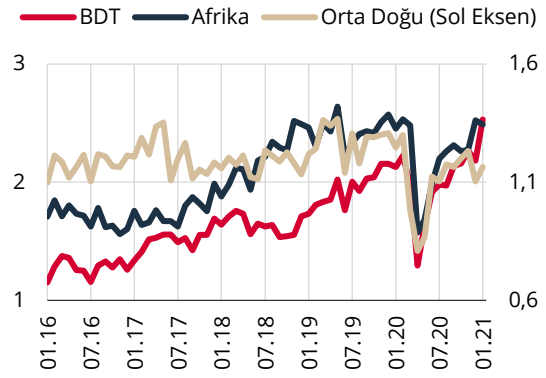
**Ticaret ortaklarımızda salgına bağlı kısıtlamaların sıkılaştırılmasına rağmen, ihracat son çeyrekte güçlü seyretmiştir.** Mal ihracatı salgının ilk döneminde hareket kısıtlamaları ve sınır kapatmaları nedeniyle Mart-Nisan aylarında bölgeler ve sektörler geneline yayılan sert bir düşüş kaydetmiş; takip eden dönemde hızlı bir toparlanmayla Ağustos ayında salgın öncesi seviyesini yakalamıştır. Kasım ayında salgında ikinci dalgaya bağlı olarak başta Avrupa ülkeleri olmak üzere yurt dışında salgın tedbirlerinin yeniden hayata geçmesi ihracat görünümü üzerinde bir risk unsuru olmuştur. Ancak, açıklanan resmi ve geçici veriler ihracatta salgına bağlı bir yavaşlama gerçekleşmediğini ortaya koymuştur (Grafik 1 ve 2). Beklenenin aksine, tedbirlerin daha sıkı uygulandığı Avrupa bölgesine yapılan ihracat Aralık ayında ivme kazanmıştır. Bu gelişmede, ilk dalgadakinin farklı olarak, salgın tedbirlerinin daha çok hizmetler sektörünü kapsamaması ve imalat sanayiinde faaliyetin devam etmesi etkili olmuştur. Bunun aksine, Orta Doğu ülkelerine yapılan ihracat, jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak zayıflamaktadır. Bu dönemde Suudi Arabistan'a yapılan ihracat durma noktasına gelmiştir.

**Grafik 1: İhracat** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TİM, TÜİK.

**Grafik 2: İhracat** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TİM, TÜİK.

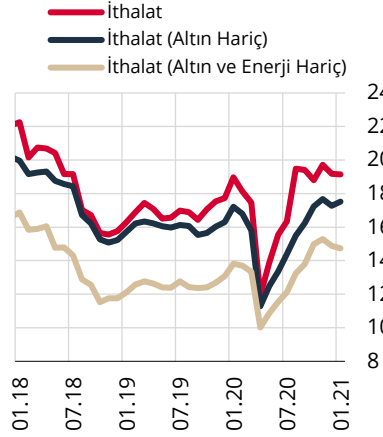
**İhracat Ocak ayında gücünü korumaktadır.** Avrupa ülkelerine yapılan ihracatta bir miktar gerileme gözlenirken, bu düşüş Avrupa dışı ülkelere yapılan ihracatla telafi edilmektedir. Bağımsız Devletler Topluluğu'na yapılan ihracat geçmiş eğilimlerinin üzerine çıkarken, Avrupa'ya yapılan ihracattaki düşüşün önemli bir kısmı İngiltere'den kaynaklanmaktadır. Artan vaka sayılarına karşı sıkılaştırılan tedbirlerin bu gelişmede rol oynamış olabileceği düşünülürken, düşüşün boyutu Mart-Nisan dönemindeki düşüşlere kıyasla oldukça zayıftır. Salgına bağlı kısıtlamaların hafiflemesiyle ihracatın güç kazanmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

**Hızlı kredi genişlemesinin birikimli etkileriyle güç kazanan iç talebin cari işlemler dengesi üzerindeki olumsuz etkisi devam etmektedir.** Salgın dönemindeki güçlü kredi ivmesinin iç talebi canlandırması ve dolarizasyon eğiliminin altın talebini tetiklemesiyle yüksek seviyelere ulaşan ithalat yataya yakın bir seyir izlemektedir (Grafik 2.3.17). Son dönemde artış eğiliminde olan ithalat fiyatları ithalattaki düşüşü sınırlamaktadır.

**Salgının etkisini artırmasıyla turizmdeki kısmi toparlanma hız kesmiş ve hizmet gelirlerinin cari işlemler dengesine katkısı sınırlı kalmaya devam etmiştir.** Hizmetler dengesinin en önemli belirleyicilerinden olan seyahat gelirleri, salgın dönemine özgü seyahat kısıtlamalarının hafifletilmesiyle Temmuz ayından sonra ılımlı bir toparlanma sürecine girmiş ve Kasım ayında salgın öncesi seviyesinin yarısı civarına ulaşabilmiştir. Aralık ayından itibaren kısıtlamaların artırılması ve turizm sezonunun sona ermesiyle seyahat gelirlerindeki toparlanmanın ivme kaybetmesi beklenmektedir. Bu çerçevede yıllık hizmetler dengesinin Aralık ayında da azalarak, 2019 sonundaki 36 milyar ABD dolarından, 2020 sonunda 7 milyar ABD doları civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.3.18). Böylece, cari işlemler dengesinin yılı 39 milyar dolar civarında bir açıkla tamamlayacağı öngörülmektedir (Grafik 2.3.19).

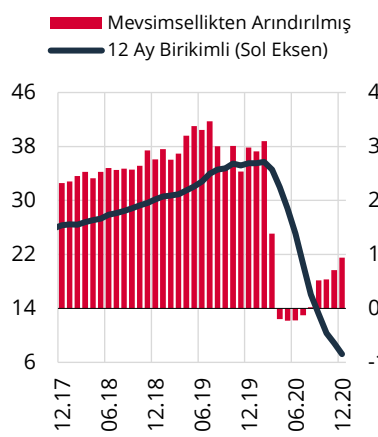
**Finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte son dönemde kredilerde başlayan yavaşlamanın iç talep ve ithalatı sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir.** Aşılma çalışmalarının başlaması küresel büyüme ve ihracat görünümü açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkarken, bunun uluslararası emtia fiyatlarına yansımaları ithalat tutarındaki iyileşmeyi sınırlamaktadır. Önümüzdeki dönemde, kredilerin yavaşlamaya devam etmesi ve kompozisyonunun tüketici kredilerinden ziyade ticari krediler lehine gelişmesi, hem iç talep kanalıyla hem de enflasyon beklentileri ve ters dolarizasyonla bağlantılı olarak altın ithalatı kanalıyla cari işlemler dengesine olumlu katkı yapabilecektir (Kutu 2.1 ve Kutu 2.3).

**Grafik 2.3.17: İthalat\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



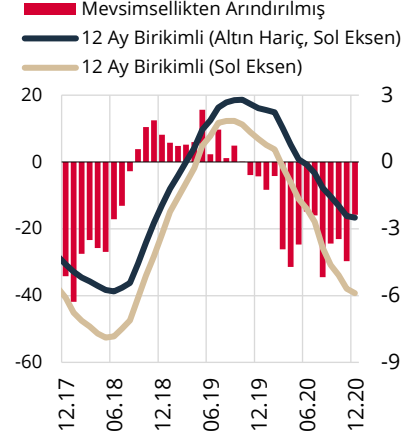
Kaynak: Ticaret Bakanlığı, TÜİK.  
\* Ocak ayı verisi tahmindir.

**Grafik 2.3.18: Hizmetler Dengesi\*** (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.  
\* Aralık ayı verisi tahmindir.

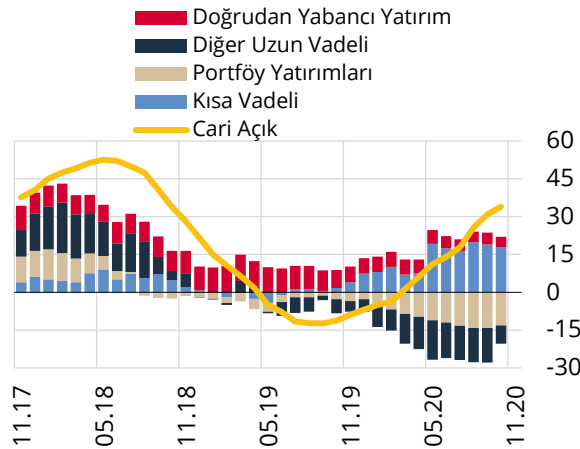
**Grafik 2.3.19: Cari İşlemler Dengesi\*** (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.  
\* Aralık ayı verisi tahmindir.

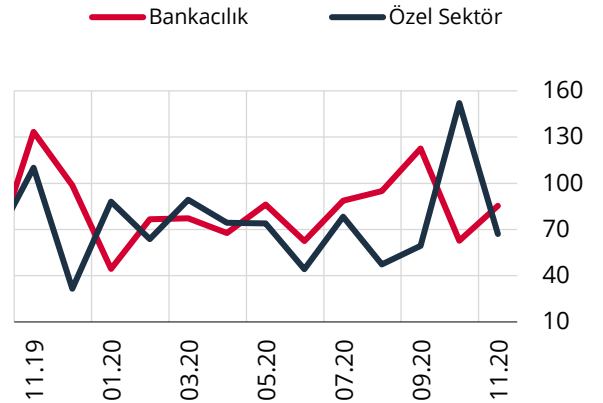
**Fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikası duruşunun ülke risk primi ve dış finansman imkânlarında kalıcı iyileşme için kritik önem arz ettiği değerlendirilmektedir.** Kasım ayından itibaren portföy girişleri gözlenirken, yüksek frekanslı veriler bu eğilimin Aralık ayında da devam ettiğine işaret etmektedir. Böylece, yıllıklandırılmış olarak bakıldığında 2020 yılındaki portföy çıkışları azalmaya başlamıştır (Grafik 2.3.20). Bu dönemde bankalar ve şirketlerin dış borç azaltma süreci devam etmiştir (Grafik 2.3.21). Sermaye girişleriyle birlikte TCMB rezervleri son dönemde istikrar kazanmış ve bir miktar artış kaydetmiştir. Makro finansal istikrarı gözetken adımlarla birlikte önümüzdeki dönemde risk primi ve dış finansman imkânlarının olumlu bir seyir izlemesi ve rezervlere katkı sağlaması beklenmektedir.

**Grafik 2.3.20: Cari Açığın Finansmanı** (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.3.21: Borç Çevirme Oranları** (Uzun Vadeli Krediler, %)



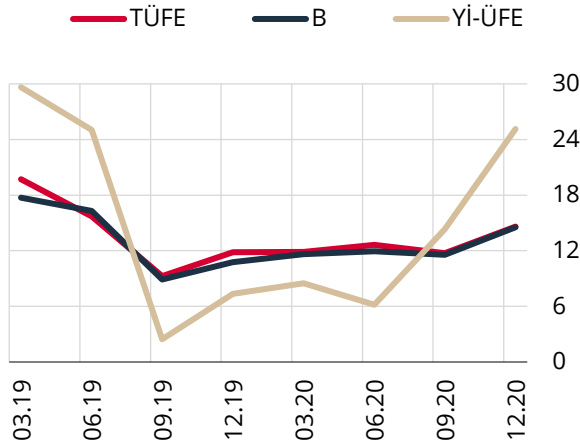
Kaynak: TCMB.

## 2.4 Enflasyon

**Tüketici enflasyonu 2020 yılını yüzde 14,6 ile Ekim Enflasyon Raporunda sunulan tahmin bandı üst sınırının üzerinde tamamlamıştır.** Enflasyondaki yükselişte hem talep hem de maliyet yönlü unsurlar etkili olmuştur. Bu dönemde iç talep koşulları, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri, uluslararası gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki yükseliş ile enflasyon beklentilerindeki bozulma kaynaklı olarak tüketici enflasyonu öngörülenden yüksek bir seyir izlemiştir. Üretici fiyatları, Türk lirasındaki değer kaybı ve emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü seyrin yanı sıra güçlü talep koşulları ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları neticesinde hızlı bir şekilde yükselmiş; böylelikle tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet baskıları güçlenmiştir (Grafik 2.4.1, Kutu 2.4).

**Tüketici enflasyonunun 2020 yılı Eylül ayındaki yüzde 11,75 seviyesinden yüzde 14,60'a yükselmesinde temel mal ve gıda grupları belirleyici olmuştur.** Bu dönemde temel mal grubunun yıllık enflasyona katkısı 1,46 puan artışla 4,71 puana ulaşırken, gıda grubunun katkısı 1,33 puanlık yükselişle 4,69 puan olmuştur. 2020 yılında altın fiyatları da sepet içindeki düşük payına rağmen enflasyona 0,96 puanlık yüksek bir katkı yapmıştır. Öte yandan, enerji ile alkollü içecek ve tütün grupları toplam 0,73 puanlık katkıyla tüketici enflasyonunu önemli ölçüde sınırlamıştır (Grafik 2.4.2). Giyim, konaklama, eğitim, eğlence ve kültür hizmetleri gibi salgın nedeniyle talep koşullarının zayıf seyrettiği kalemlerde enflasyon nispeten düşük kalmıştır. Diğer taraftan, başta dayanıklı mallar olmak üzere uygulanan politika bileşiminin ve harcama kalıplarındaki değişimin etkisiyle talebi güçlenen bazı alt gruplarda enflasyon oldukça yüksek seyretmiştir (Tablo 2.4.1).

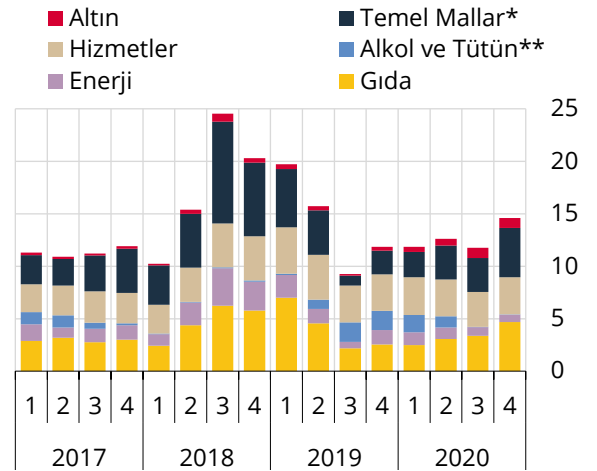
**Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE ve B Endeksi\***  
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

\* İşlenmemiş gıda, enerji, alkol-tütün ve altın dışı TÜFE.

**Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Temel Mallar: Gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar.

\*\* Alkol ve Tütün: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri.

**Güçlü kredi ivmesine bağlı olarak sektörel talep koşullarında gözlenen ayrışma son çeyrekte de devam etmiş, döviz kuru gelişmeleri ve güçlü talep koşullarının etkisiyle dayanıklı mallarda enflasyon oldukça yüksek bir seviyeye ulaşmıştır.** Diğer taraftan, faaliyeti salgından olumsuz etkilenen giyim grubunda fiyatlar Aralık ayında geçen seneki seviyesinin altına gerilemiştir. Bu gelişmelerle, 2020 yılının son çeyreğinde, tüketici fiyatlarında mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artış hızlanarak yüzde 4,76 olmuştur (Tablo 2.4.1). Bu görünüm altında, çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu ve eğilimleri Eylül ayına göre yükselmiştir (Grafik 2.4.1, Grafik 2.4.3). 2020 yılında bir önceki yıl sonuna kıyasla 2,76 puan artan tüketici enflasyonuna en yüksek katkı Türk lirasındaki değer kaybından gelirken, işlenmemiş gıda fiyatları ve reel birim işgücü maliyetleri de enflasyona artış yönünde katkı vermiştir (Kutu 2.5).

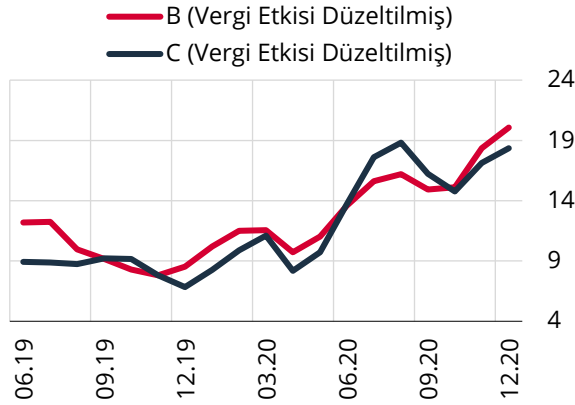
Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2020				2020			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>TÜFE</b>	<b>2,31</b>	<b>3,72</b>	<b>3,06</b>	<b>4,76</b>	<b>11,86</b>	<b>12,62</b>	<b>11,75</b>	<b>14,60</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>1,87</b>	<b>4,10</b>	<b>3,45</b>	<b>5,58</b>	<b>11,59</b>	<b>12,94</b>	<b>12,07</b>	<b>15,87</b>
<b>Enerji*</b>	<b>-2,66</b>	<b>-0,43</b>	<b>4,34</b>	<b>4,45</b>	<b>9,81</b>	<b>9,12</b>	<b>6,77</b>	<b>5,64</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>4,14</b>	<b>4,90</b>	<b>2,89</b>	<b>7,21</b>	<b>10,05</b>	<b>12,93</b>	<b>14,95</b>	<b>20,61</b>
İşlenmemiş Gıda	5,51	7,27	2,05	9,30	3,33	12,29	17,47	26,34
İşlenmiş Gıda*	3,23	2,77	2,47	6,27	17,28	13,41	12,79	15,52
<b>Temel Mallar</b>	<b>1,50</b>	<b>3,75</b>	<b>5,22</b>	<b>5,46</b>	<b>8,18</b>	<b>11,39</b>	<b>11,68</b>	<b>17,24</b>
Giyim ve Ayakkabı	1,40	1,55	-0,51	-1,73	6,01	10,58	6,79	-0,57
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,19	7,12	8,04	11,14	11,39	15,54	17,38	30,40
Mobilya	-4,08	4,30	8,58	8,32	8,61	12,26	10,58	18,08
Otomobil	4,15	8,68	9,19	11,74	16,98	21,59	23,60	42,32
Diğer Dayanıklı Mallar*	2,13	4,47	4,86	9,79	11,51	13,56	13,95	22,84
Diğer Temel Mallar*	1,44	2,80	2,88	5,45	5,84	6,57	8,09	13,12
<b>Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*</b>	<b>1,79</b>	<b>4,98</b>	<b>5,62</b>	<b>0,25</b>	<b>38,86</b>	<b>26,91</b>	<b>12,86</b>	<b>13,14</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>3,02</b>	<b>2,62</b>	<b>2,31</b>	<b>3,23</b>	<b>12,42</b>	<b>11,76</b>	<b>10,84</b>	<b>11,66</b>
Kira	2,49	1,87	2,09	2,33	10,11	9,22	8,72	9,07
Lokanta ve Oteller	3,29	2,61	2,61	3,60	13,68	11,13	10,92	12,70
Ulaştırma	2,90	4,05	2,99	3,18	16,66	19,70	8,62	8,65
Haberleşme	1,04	1,17	1,78	1,23	5,48	5,48	7,21	4,87
Diğer Hizmetler	3,81	3,03	3,57	3,88	13,17	12,68	13,66	15,14

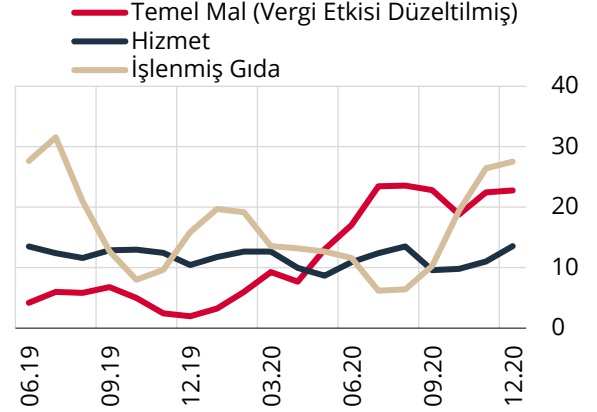
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

**Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu ve eğilimi yüksek seyretmektedir (Grafik 2.4.3).** Enflasyon eğilimi, temel mallarda yüksek seviyesini korurken, hizmetlerde kademeli bir yükseliş sergilemekte, işlenmiş gıdada ise belirgin şekilde bozulmaktadır (Grafik 2.4.4). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle incelendiğinde, üçüncü çeyrekte temel mal grubu enflasyonunda gözlenen güçlü seyrin son çeyrekte de hız kesmeden devam ettiği görülmüştür (Tablo 2.4.1). Bu görünümün ana belirleyicisi, bu dönemde de güçlü kredi ivmesinin gecikmeli etkilerine bağlı talep yönlü unsurlar, döviz kuru gelişmeleri ve uluslararası endüstriyel metal fiyatlarının etkili olduğu dayanıklı mallar olmuştur (Mercek Altı 2.4). Salgın kaynaklı etkilere bağlı olarak alt kalemler itibarıyla ayrışma yaşanmakla beraber son çeyrekte hizmetler sektöründe de enflasyonist baskılar bir miktar artmıştır. Nitekim bu dönemde gıda ve döviz kuruna duyarlı gruplardan lokanta-otel ve diğer hizmetlerde yıllık enflasyon artış göstermiştir. İşlenmiş gıda grubunda ise başta buğday, mısır, yağlar ve soya olmak üzere uluslararası gıda fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra Türk lirasındaki zayıf seyrin yansımaları gözlenmiş ve bu grupta ana eğilim güçlü bir şekilde artmıştır (Grafik 2.4.4).

**Grafik 2.4.3: B ve C Endeksleri** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

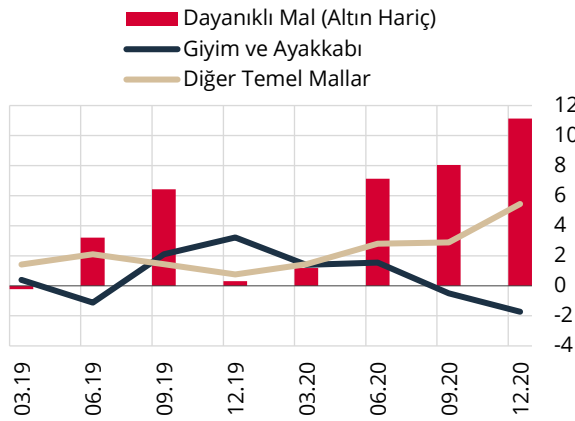
**Grafik 2.4.4: B Endeksi Alt Grupları** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

## Mercek Altı 2.4

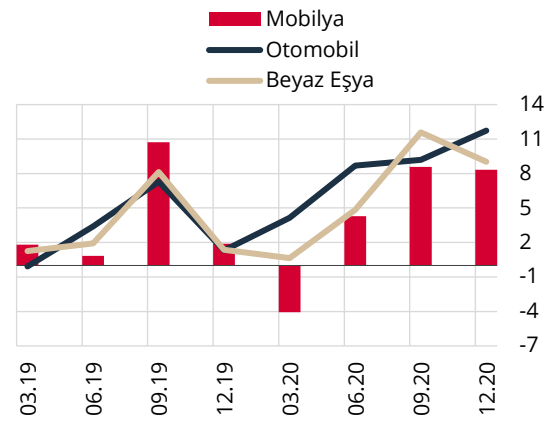
### Temel Mal Enflasyonunun Sürükleyicileri

**Temel mal enflasyonundaki artışın ana sürükleyicisi, güçlü kredi ivmesine bağlı talep koşulları, birikimli döviz kuru etkileri ve uluslararası metal fiyatlarındaki artış eğilimi ile yükselen dayanıklı mal grubu olmuştur.** Dayanıklı tüketim malları fiyatları; döviz kuru gelişmeleri, hızlı kredi genişlemesine bağlı talep yönlü unsurlar ve uluslararası metal fiyatlarındaki artışlarla birlikte çeyreklik bazda yüzde 11,14 ile oldukça yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 2.4.1, Grafik 1). Yıllık enflasyonu yüzde 30,40'a ulaşan dayanıklı mal grubunda çeyreklik fiyat artışlarındaki hızlanma alt kalemler geneline yayılırken, otomobilde yüzde 11,74 oranında gözlenen artış öne çıkmıştır (Grafik 2). Türk lirasındaki değer kaybı ve vergi artışına istinaden fiyatları önemli ölçüde yükselen otomobil sektöründe yurt içi satışların son çeyrekte de görece güçlü olduğu izlenmiştir. Diğer taraftan, son çeyrekte giyim ve ayakkabı grubunda turizm ve işsizlik görünümüne bağlı olarak zayıf seyreden sektörel talep koşullarının dezenflasyonist etkileri gözlenmiş ve fiyatlar bir önceki yıl seviyesinin de altına gerilemiştir. Bu dönemde, döviz kuru geçişkenliğinin daha gecikmeli gözlemlendiği diğer temel mallarda da enflasyon eğilimi hızlanmıştır.

**Grafik 1: Temel Mal Fiyatları\*** (Çeyreklik % Değişim, Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Diğer temel mallar kaleminde mevsimsellik saptanmamıştır.

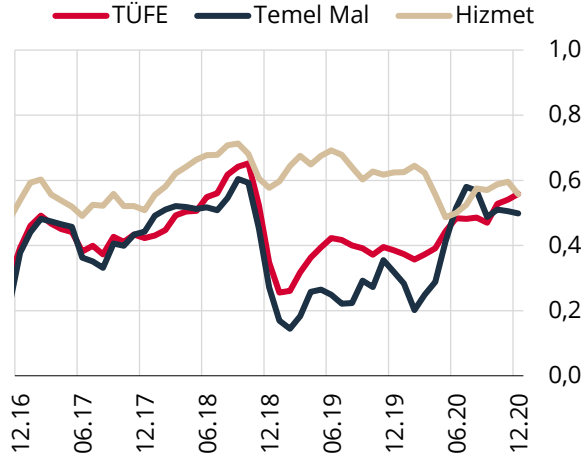
**Grafik 2: Seçilmiş Dayanıklı Mal Fiyatları\*** (Çeyreklik % Değişim, Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Beyaz eşya kaleminde mevsimsellik saptanmamıştır.

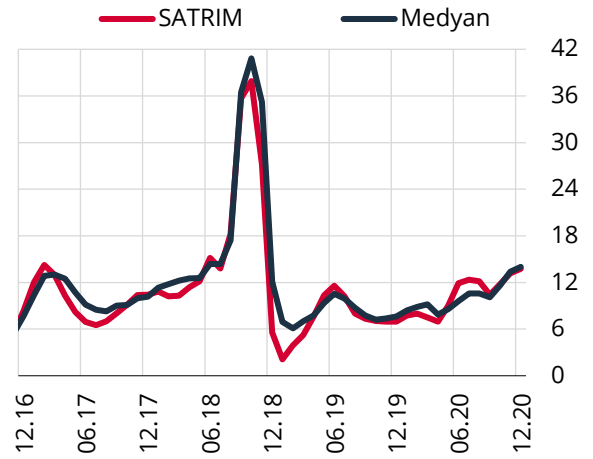
**Fiyat artırma eğilimi genele yayılırken, alternatif temel enflasyon göstergeleri enflasyon eğilimindeki artışı teyit etmektedir.** 2020 yılının son çeyreği boyunca yükselen yayılım endeksleri, dönem sonları itibarıyla karşılaştırıldığında, temel mal ve hizmet gruplarında uzun dönem ortalamalarının üzerindeki yüksek seviyelerini korumuş, TÜFE’de ise artmıştır. Böylelikle yayılım endeksleri fiyat artırma davranışının güçlü olduğuna ve genele yayıldığına işaret etmiştir (Grafik 2.4.5). Temel enflasyon göstergeleri SATRIM ve medyan da enflasyon eğilimindeki yükselişi teyit etmiştir (Grafik 2.4.6).

**Grafik 2.4.5: TÜFE ve Ana Harcama Grupları Yayılım Endeksleri** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Üç Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.4.6: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM\* ve Medyan\*\*** (Yıllıklandırılmış, 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* SATRIM: Mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.

\*\* Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeri.

**Döviz kuru gelişmelerinin yanı sıra uluslararası tarımsal emtia fiyatlarındaki artış eğilimi ve mevsim geçişine bağlı arz yönlü unsurlar gıda görünümünü olumsuz etkilemiştir.** Gıda enflasyonu alt gruplar genelinde yükselişini sürdürmüştür. Üçüncü çeyrekte bir miktar ivme kaybeden gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonunun mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artışı son çeyrekte yüzde 7,21 ile belirgin biçimde yükselmiştir (Tablo 2.4.1). Gıda yıllık enflasyonundaki yükselişte hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda gruplarının etkisi hissedilirken, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış daha belirgin olmuştur (Grafik 2.4.7). Mevsimsellikten arındırılmış veriler, işlenmemiş gıda fiyatlarında hem taze meyve ve sebze hem de diğer gruplarda oldukça yüksek bir çeyreklik artışa işaret etmiştir. Bu gelişmede mevsim geçişine bağlı arz yönlü unsurların yanı sıra döviz kurundaki birikimli değer kayıplarının ve uluslararası gıda fiyatları gelişmelerinin etkili olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 2.4.8). Bu dönemde gerek Türk lirasındaki zayıf seyir gerekse soya gibi temel ithal girdilerin uluslararası fiyatlarındaki keskin artışlarla beraber özellikle yumurta ve beyaz et fiyatlarında belirgin yükselişler izlenmiştir. İşlenmiş gıda grubunda ise uluslararası buğday ve yağ fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra döviz kuru etkileri öne çıkmıştır. Bu dönemde uluslararası emtia fiyatlarındaki artışların yurt içi fiyatlara yansımaları sınırlamaya yönelik olarak buğday, mısır, arpa ürünlerinde gümrük vergisi indirimlerinin süresi uzatılırken, bazı ürünlerde (pirinç, çeltik, kırmızı mercimek, ayçiçeği) vergi indirimine gidilmiştir. Ancak tarımsal emtialarda süregelen artışlar gıda grubunda enflasyon baskılarını canlı tutmaktadır (Mercek Altı 2.5). Buna ek olarak, 2021 yılı ilk çeyreğinde çiğ süt referans fiyatındaki ayarlamaya bağlı olarak tüketici fiyatlarında süt ve süt ürünleri fiyatlarında artışlar izlenecektir.



## Mercek Altı 2.5

### Gıda Enflasyonu ve Uluslararası Emtia Fiyatları

**Uluslararası tarımsal emtia fiyatları, kuraklığa bağlı arz problemleri, yerel gıda politikaları, bazı ürünlere yönelik güçlü talep ve ABD dolarının değer kaybıyla birlikte 2020 sonuna doğru yukarı yönlü bir seyir izlemiştir.** Goldman Sachs Tarım Endeksi Ocak ayının ilk yarısı itibarıyla Aralık ayı ortalamasına kıyasla yüzde 11 oranında yükselmiştir. Böylelikle Eylül ayı sonrasındaki birikimli artış yüzde 25'e ulaşmıştır. Son dönemde özellikle mısır, soya fasulyesi ve buğdayda fiyat artışları hızlanmıştır. Salgına bağlı tedbirler nedeniyle uluslararası fiyatlardaki artış eğiliminin önümüzdeki aylarda sürmesi olası görünmekte, bu durum gıda grubunda enflasyonist baskıları canlı tutmaktadır.

Gıda fiyatlarındaki son dönem gelişmelerini ve riskleri incelemeye yönelik olarak izleyen bölümde taze meyve ve sebze dışında kalan gıda enflasyonu için bir bileşik gösterge oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, taze meyve ve sebze dışı gıda enflasyonu, FAO uluslararası gıda fiyatları, ABD doları kuru, çıktı açığı, reel birim işgücü maliyeti, gıda imalatı üretici fiyatlarının dış fiyat ve kur baskısından arındırılmış kısmı (üretici kaynaklı yurtiçi fiyat baskılarının göstergesi olarak) ile süt üretici fiyatları kullanılarak tahmin edilmiştir. Analiz çeyreklik frekansta yıllık enflasyon verisi ile gerçekleştirilmiştir (Tablo 1).

**Tablo 1: Bağımlı Değişken: Gıda Enflasyonu (Taze Meyve ve Sebze Hariç, 2005 – 2020)**

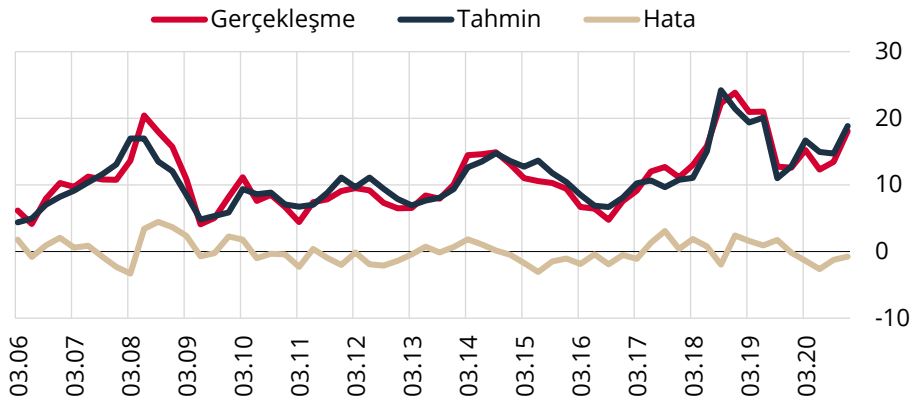
	Sabit	FAO Gıda Enflasyonu	Dolar Kuru	Çıktı Açığı	Reel Birim İşgücü Maliyeti	Süt Üretici Enflasyonu	Gıda İmalatı Enflasyonu <sup>a</sup>
<b>Tahmin</b>	6,1***	0,12***	0,21***	0,34***	0,12**	0,17***	0,33***

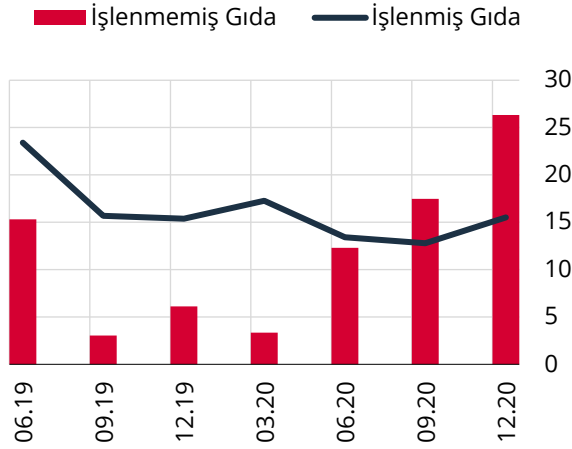
Not:\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık düzeylerine karşılık gelmektedir.

<sup>a</sup>Uluslararası gıda ve kur etkisinden arındırılmış Yİ-ÜFE gıda imalatı enflasyonunu göstermektedir.

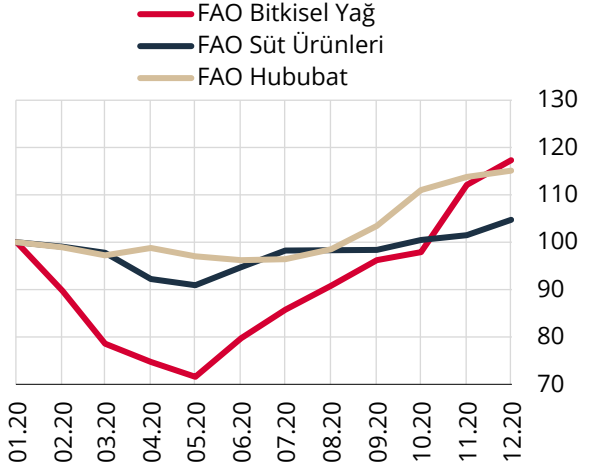
**Tahmin değerleriyle oluşturulan bileşik gösterge taze meyve ve sebze dışı gıda enflasyonundaki genel eğilimi yakalayabilmektedir (Grafik 1).** Bulgulara göre FAO uluslararası gıda fiyatlarındaki yüzde 10 oranındaki bir artış yurt içi gıda enflasyonunu 1,2 puan yukarı çekmektedir. Ayrıca yüzde 21'lik geçişkenlik katsayısıyla yurt içi gıda fiyatları üzerinde döviz kuru etkisinin daha belirgin olduğu izlenmektedir. Bu durum son bir yıllık dönemde gıda enflasyonundaki yükselişte Türk lirasındaki değer kaybının önemli rol oynadığına işaret etmektedir. Katsayı tahminleriyle yapılan öngörü işlemi taze meyve ve sebze hariç gıda enflasyonunun ilk çeyrekte bir miktar daha yükselebileceğine işaret etmektedir. Kurda gerçekleşen değer kazanımının düşürücü etkisine rağmen, FAO uluslararası gıda fiyatlarındaki seyir, asgari ücret artışına bağlı olarak reel birim ücretlerdeki yükseliş ve çiğ süt referans alım fiyatındaki artış yılın ilk çeyreğinde taze meyve ve sebze hariç gıda enflasyonunda yükseliş olabileceğine işaret etmektedir. Öte yandan, son dönemde bazı gıda ürünlerinde gerçekleştirilen gümrük vergisi düzenlemeleri ve diğer tedbirler bu görünümün farklılaşmasına neden olabilecektir.

**Grafik 1: Taze Meyve ve Sebze Hariç Gıda Enflasyonu ve Model Tahminleri (%)**



**Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)**

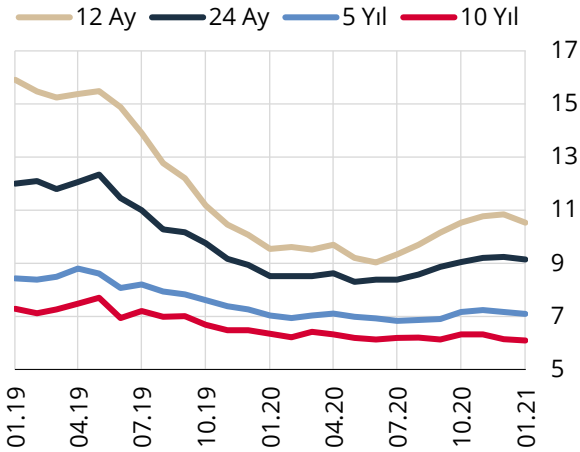
Kaynak: TÜİK.

**Grafik 2.4.8: FAO Gıda Fiyatları Endeksleri (2020 Ocak = 100)**

Kaynak: FAO.

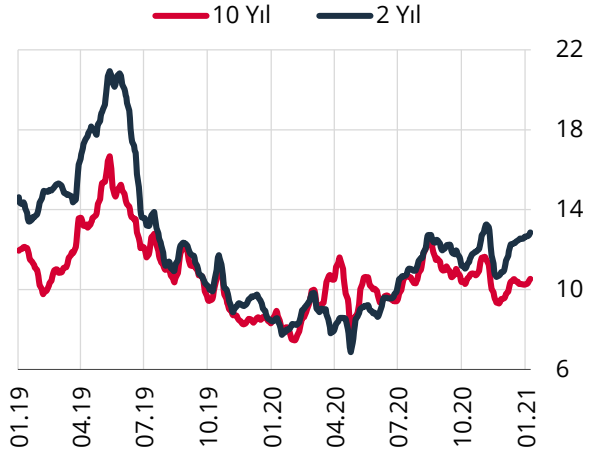
## Enflasyonun Belirleyicileri

**Enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler, fiyatlama davranışlarını ve enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir.** Beklentilerdeki bozulma eğilimi, para politikasındaki sıkılaşmayı takiben Ocak ayında durmuştur. Ocak ayında 12 ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri Ekim Enflasyon Raporu dönemine çok yakın değerler almıştır (Grafik 2.4.9). Piyasa verilerinden elde edilen enflasyon telafilerinde gözlenen artış eğilimi de anket verilerine paralel bir şekilde yerini yatay bir seyre bırakmıştır (Grafik 2.4.10).

**Grafik 2.4.9: Enflasyon Beklentileri\* (%)**

Kaynak: TCMB.

\* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Beklenti Anketi verileridir.

**Grafik 2.4.10: Enflasyon Telafisi\* (% , 5 Günlük Hareketli Ortalama)**

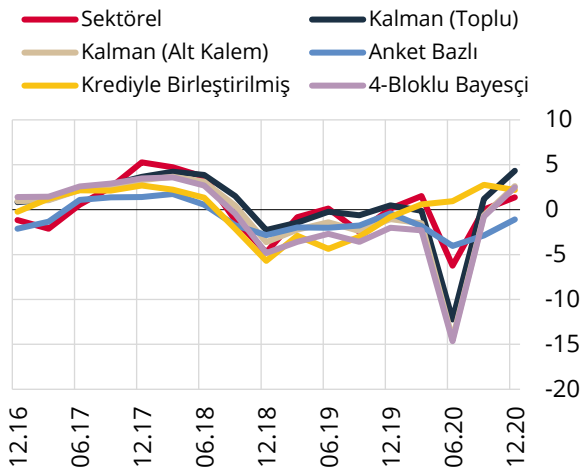
Kaynak: Bloomberg.

\* Aynı vadeli nominal ve enflasyona endeksli hazine tahvillerinin getiri farkından hesaplanmaktadır.

**Hızlı kredi genişlemesinin birikimli etkileriyle talep koşulları yılın ikinci yarısında güçlü seyretmiş ve çıktı açığı göstergeleri Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan çerçevenin aksine enflasyonist düzeylere yükselmiştir.** Üçüncü çeyreğe ilişkin milli gelir verileri, iktisadi faaliyette geçmiş öngörülerden daha güçlü bir toparlanmaya işaret etmiştir. Bu dönemde, özellikle dayanıklı mallar kaynaklı olarak özel tüketim talebi geçmiş eğilimlerinin oldukça üzerine çıkmış ve milli gelir içindeki payını belirgin şekilde artırmıştır

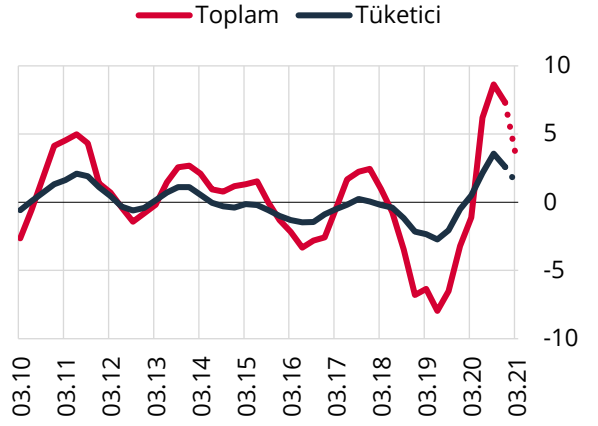
(Mercek Altı 2.6). İşsizlik oranlarındaki yüksek düzeylere karşın, kredi hacmindeki genişlemeye bağlı olarak iç talep son çeyrekte daha da güç kazanmıştır. Bu dönemde, mal ihracatı da toplam talebi yukarıya çekmiştir. Özellikle kredi gelişmelerini dikkate alan göstergelerin işaret ettiği üzere, çıktı açığının yılın üçüncü çeyreğinde pozitif bölgeye geçtiği ve son çeyrekte bir miktar daha yükseldiği değerlendirilmektedir (Grafik 2.4.11). Net kredi kullanımı yılın üçüncü çeyreğinde ulaştığı zirvesinden gerilemeye başlasa da son çeyrekte iç talebi destekleyici olmaya devam etmiştir (Grafik 2.4.12). Krediye duyarlılığı yüksek olan dayanıklı mal sektörü ile yarı dayanıklı/dayanaksız mal ve hizmet gibi diğer sektörler arasında gözlenen talep farklılaşması, enflasyon dinamiklerine de yansımıştır. Krediye duyarlı kalemlerde kur hareketlerinin fiyatlara hızlı yansıtıldığı izlenmiş, bu kalemler yüksek fiyat artışları ile olumsuz ayrılmışlardır. Para politikasındaki sıkılaşmayla kredi kullanımının Kasım ayından itibaren zayıflamaya başladığı, bu durumun Ocak ayında bir miktar daha belirginleştiği izlenmektedir. 2020 yılı ikinci yarısındaki güçlü kredi ivmesinin enflasyonist etkisi dikkate alındığında, kredi piyasasındaki mevcut eğilimin hem talep hem de cari denge üzerinden döviz kuru (maliyet) kanalıyla enflasyonu yavaşlatacağı öngörülmektedir.

**Grafik 2.4.11: Çıktı Açığı Göstergeleri (%)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.4.12: Net Kredi Kullanımı\* (Tarihsel Ortalamadan Fark, %)**



Kaynak: TCMB.

\* Kur etkisinden arındırılmış kredi kullanımının geçen yılın aynı çeyreğine göre değişiminin yıllıklandırılmış milli gelire oranıdır. 2020 yılı dördüncü ve 2021 yılı ilk çeyrek GSYİH için tahmin kullanılmıştır. 2021 yılı ilk çeyrek verisi Ocak ayı itibarıyla.

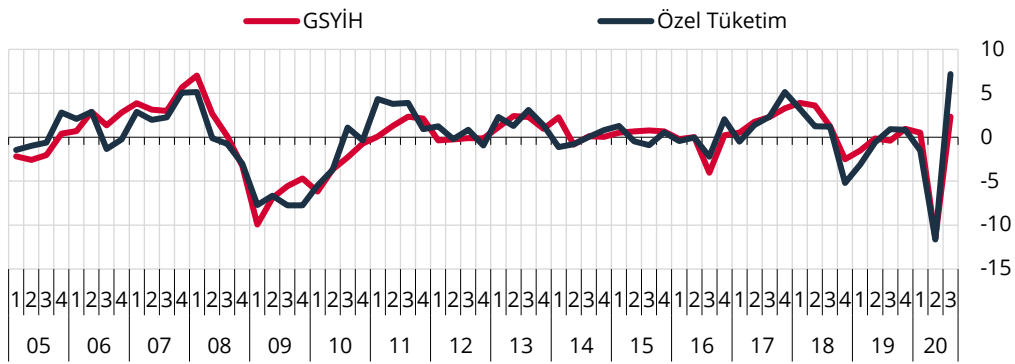
**Yurt içi talepteki hızlı toparlanmanın cari işlemler dengesi ve rezervlere yansımaları; risk primi, beklentiler ve döviz kurları arasında olumsuz bir döngüye neden olmuş ve enflasyonun yükselişinde önemli rol oynamıştır.** Kasım ayından itibaren para politikasındaki sıkılaşma ve fiyat istikrarı vurgusunun güçlendirildiği iletişim ile birlikte, Türk lirasındaki değer kaybı eğilimi tersine dönmüştür. Buna karşın, çeyreklik bazda değer kaybı azalarak da olsa devam etmiş ve gecikmeli etkilerle birlikte döviz kuru enflasyonist olmuştur (Grafik 2.4.13). 2020 yılı genelinde yıllık enflasyonun büyük bir kısmı döviz kurundaki değer kaybı ile açıklanabilmektedir (Kutu 2.5). Kur gelişmeleri, ithalat, beklenti ve bilanço kanalları üzerinden tüketici fiyatlarını etkilerken, dış ticarete açıklık derecesine ve sektörel talep koşullarına bağlı olarak alt kalemlere farklı oranlarda yansımıştır. Temel mal grubu beklendiği üzere yüksek enflasyonuyla öne çıkarken, grup içinde dayanıklı tüketim malları olumsuz ayrılmıştır. Kur gelişmelerine duyarlılığı daha düşük olan hizmet sektörü içinde ise çeşitli sağlık hizmetleri ile ulaştırma araçlarının bakım ve onarımı yüksek fiyat artışları sergilemiştir. Diğer yandan, kur gelişmeleri gıda ve alkolsüz içecekler grubunu da olumsuz etkilemiştir. İthal girdi maliyetleri tavuk, yumurta gibi kalemler başta olmak üzere sektörü olumsuz etkilerken, toplam arzı içinde ithal ürünlerin payı yüksek olan katı ve sıvı yağlar, bakliyat gibi kalemler de belirgin fiyat artışları ile ayrılmıştır.

## Mercek Altı 2.6

### Ekonominin Döngüsel Durumu: Bazı Değerlendirmeler

***İktisadi faaliyette hızlı bir toparlanma gözlenmekle birlikte, hem salgına hem de politika bileşimine bağlı sektörel ayrışmalar enflasyon üzerindeki talep yönlü etkilerin farklılaşmasına neden olmaktadır.*** Üçüncü çeyrekte, finansman koşullarındaki iyileşme ve ertelenmiş talebin etkisiyle, özel tüketim talebi milli gelir artışının oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve büyümeye en yüksek katkısı veren harcama bileşeni olmuştur. Hodrick-Prescott (HP) filtresinden geçirilen özel tüketim harcamalarının eğilimden sapsması yüksek bir seviyeye ulaşırken, GSYİH ve özel tüketim arasındaki ayrışma belirginleşmiştir (Grafik 1). Bu ayrışmada, salgından en çok etkilenen turizm ve hizmet bağlantılı sektörlerdeki zayıf seyrin toplam çıktı açığını sınırlayıcı etkisine karşılık hızlı kredi genişlemesinin uyardığı harcama gruplarındaki güçlü seyir belirleyici olmuştur.

**Grafik 1: GSYİH ve Özel Tüketimin Eğilimden Yüzde Sapmaları\***



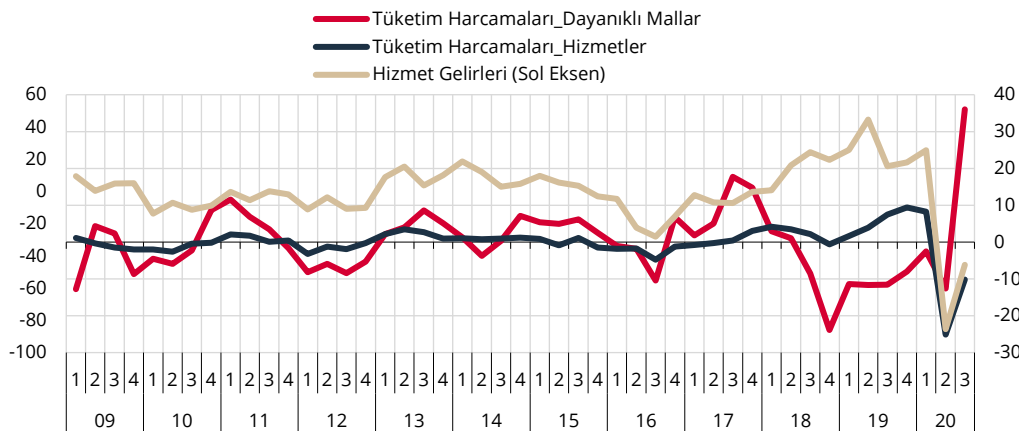
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Serilerin eğilimleri HP filtresi kullanılarak 2005Ç1-2020Ç3 dönemi için hesaplanmıştır.

***Yukarıda hesaplanan çıktı açığı göstergelerinin seçilmiş alt bileşenleri, dayanıklı tüketim talebinde belirgin bir ısınmaya, hizmetlere yönelik harcamalarda ise eğilim-altı zayıf bir seyir işaret etmiştir.***

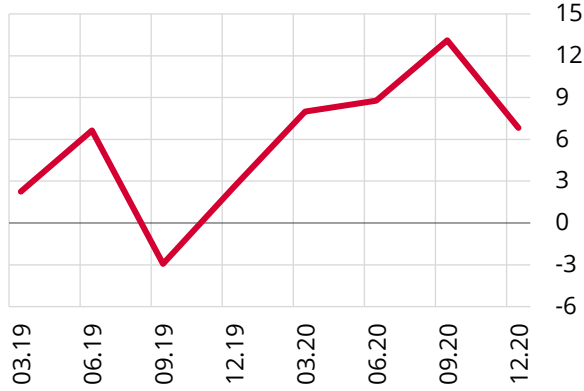
Turizm ve taşımacılık gelirlerindeki sert düşüşün yanı sıra salgından olumsuz etkilenen hizmet kalemleri toplam çıktı açığını aşağı çekmektedir (Grafik 2). Büyümedeki bu kompozisyon değişimi; dayanıklı mallar, giyim ve ayakkabı, konaklama, eğlence ve kültür gibi kalemlerin enflasyon oranları arasında belirgin farklılaşmalara neden olmuştur. Salgın sürecine özgü sektörel ayrışmalar nedeniyle toplam çıktı açığının, harcama bileşenleri itibarıyla dolaylı bir yaklaşımla değerlendirilmesi, talep koşullarının enflasyona etkisine yönelik öngörü başarısını artıracaktır.

**Grafik 2: Tüketim Kalemleri ve Hizmet İhracatının Eğilimden Yüzde Sapmaları\***



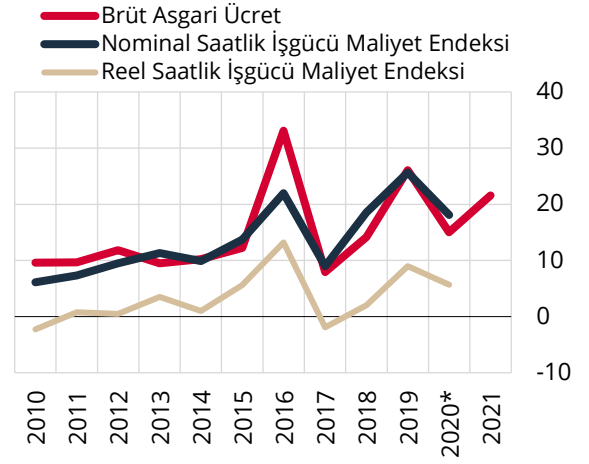
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Dayanıklı mallar ve hizmetlere yönelik tüketim harcamalarının eğilimleri HP filtresi kullanılarak 2009Ç1-2020Ç3 dönemi için, hizmet gelirlerinin eğilimi ise 2005Ç1-2020Ç3 dönemi için hesaplanmıştır.

**Grafik 2.4.13: Sepet Kur\* (Çeyreklik % Değişim)**

Kaynak: TCMB.

\* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı.

**Grafik 2.4.14: Saatlik İşgücü Maliyet Endeksi\*\* (Tarım Dışı) ve Brüt Asgari Ücret (Yıllık % Değişim)**

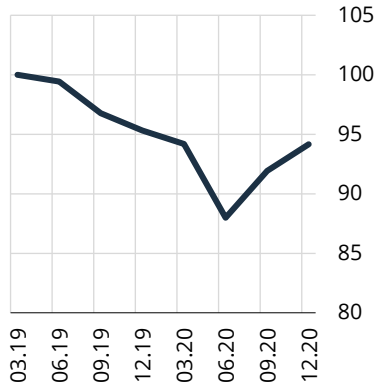
Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

\* İşgücü maliyet endeksleri üçüncü çeyrek itibarıyla.

\*\* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

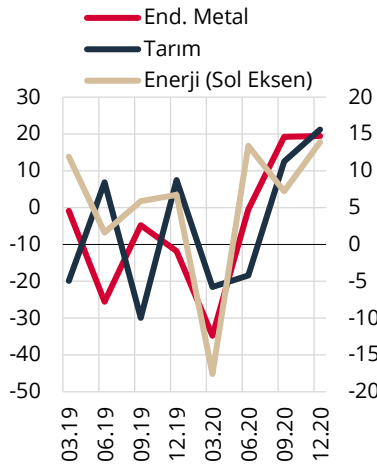
**Reel işgücü maliyetleri ekonomideki hızlı toparlanmayla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde gerilemiştir.**

Normalleşme adımlarını takiben iktisadi faaliyette sağlanan hızlı iyileşme reel işgücü maliyeti kaynaklı baskıların azalmasını sağlamıştır. Bununla birlikte, 2020 yılı genelinde işgücü maliyetlerinin enflasyona yukarı yönde katkıda bulunduğu tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.14). 2021 yılı için belirlenen asgari ücret artışının, gerek ekonomi genelinde ücretler için önemli bir referans olması gerekse enflasyon beklentilerine etkisi nedeniyle özellikle hizmet fiyatları ve artan enflasyon katılığı kanalıyla enflasyonu olumsuz etkileyeceği değerlendirilmektedir (Kutu 2.6).

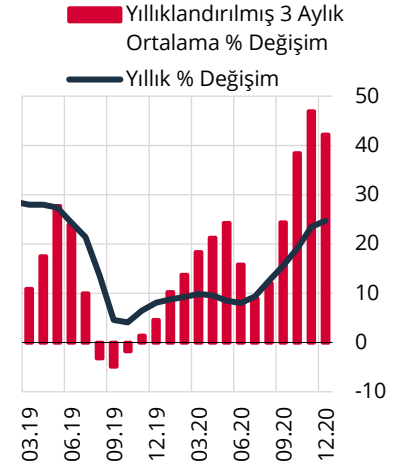
**Grafik 2.4.15: İthalat Birim Değer Endeksi\* (2019Ç1=100)**

Kaynak: TÜİK.

\* Son çeyrek verisi Ekim ve Kasım ortalamasıdır.

**Grafik 2.4.16: Goldman Sachs Emtia Fiyat Endeksleri (Çeyreklik % Değişim)**

Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.4.17: Petrol-Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri, uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları enflasyon görünümünü olumsuz etkilemektedir.**

İthalat birim değer endeksi yılın ikinci yarısında artış eğilimine girmekle birlikte, salgın öncesi seviyesine yakın değer almıştır (Grafik 2.4.15). Ham petrol fiyatlarının, alınan arz yönlü tedbirler ve artan küresel taleple yükseliş eğilimine girmesine rağmen salgın öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmesi, bu gelişmede önemli bir etkidir. Diğer yandan, uluslararası gıda ve endüstriyel metal fiyatları yılın ikinci yarısında belirgin artışlar sergilemiştir (Grafik 2.4.16). Yıl sonu itibarıyla, endüstriyel metal emtia endeksi Nisan ayındaki dip

değerinden yüzde 44, 2019 yılı Aralık ayı değerinden yüzde 21 daha yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. Tarımsal emtia endeksi ise Mayıs ayındaki dip değerinden yüzde 31, 2019 yılı Aralık ayı değerinden yüzde 16 daha yukarıdadır. Emtia fiyatlarının mevcut görünümü, Türk lirasındaki değerlenmeye rağmen üretici enflasyonundaki artışın sürmesine yol açmaktadır (Grafik 2.4.17, Mercek Altı 2.7). Buna ilaveten, dünya genelindeki tedarik sorunları ve navlun maliyetlerindeki artışlar da dikkate alındığına, tüketici fiyatları üzerinde arz yönlü risklerin arttığı değerlendirilmektedir.

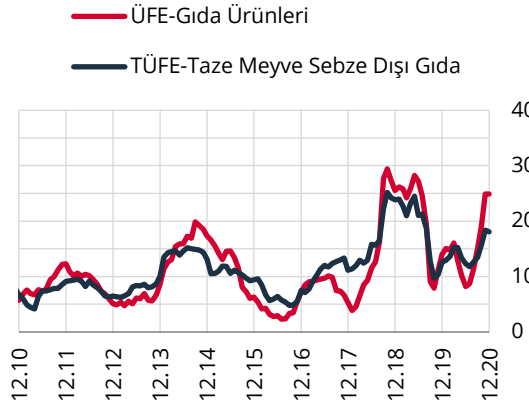
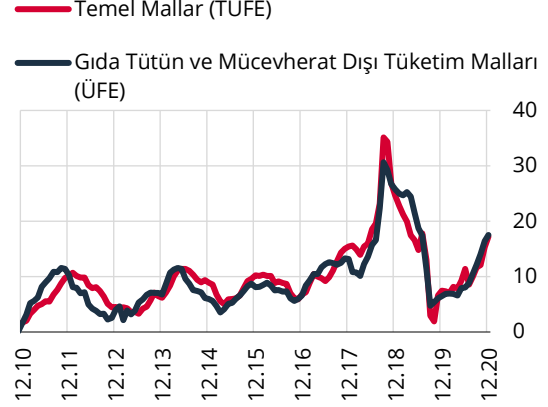
**Yönetilen fiyat ayarlamaları enflasyon görünümü üzerindeki önemini korumaktadır.** Ekim ayında elektrik tarifeleri tüm tüketici grupları için yüzde 5,8 oranında artırılmış ve yılın son çeyreğinde diğer yönetilen fiyatlar ılımlı bir seyir izlemiştir. Diğer yandan, salgın nedeniyle artan maliyet baskısını hafifletmek için gerçekleştirilen ve yıl sonuna kadar geçerli olacağı açıklanan KDV indirimleri 2021 yılı Mayıs ayı sonuna kadar uzatılmıştır. Yükseliş eğilimine giren tarımsal emtia fiyatlarının yurt içi fiyatlara yansımaları sınırlandırmak için Aralık ayı sonunda yapılan geçici gümrük vergisi indirimleri ve süre uzatımları bir diğer önemli gelişmedir. 2021 yılı Ocak ayında altı aylık üretici fiyatları artışı tütün ürünlerinde maktu ve asgari maktu ÖTV kalemlerine yansıtılmakla birlikte, buna ek olarak nispi ÖTV oranında (yüzde 67'den yüzde 63'e) indirimle gidilmiştir. Bu olumlu gelişmelere rağmen yönetilen fiyatlar kaynaklı olarak yılın ilk çeyreğinde enflasyonu yukarıya çekecek unsurlar da mevcuttur. Tütün ürünlerinin aksine, alkollü içeceklerde yılın ikinci yarısında oluşan üretici fiyatları artışı ÖTV'ye yansıtılmıştır. Elektrik, doğalgaz ve şebeke suyu fiyatları, doğalgazda daha ılımlı olmakla birlikte, Ocak ayında yükselmiştir. Diğer yandan, çiğ süt referans fiyatındaki artışın etkileri ilgili işlenmemiş ve işlenmiş gıda kalemlerinde gözlenmeye başlanmıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinde ilaç fiyatlarında dönemsel referans Euro değerine göre artış gerçekleşecek olup, çay ve şeker gibi ürünlerde de fiyat uyarlama riski bulunmaktadır. Bu doğrultuda yönetilen/yönlendirilen fiyatlar kısa vadede enflasyonun yüksek seyrinde etkili olacak bir diğer unsurdur.

## Mercek Altı 2.7

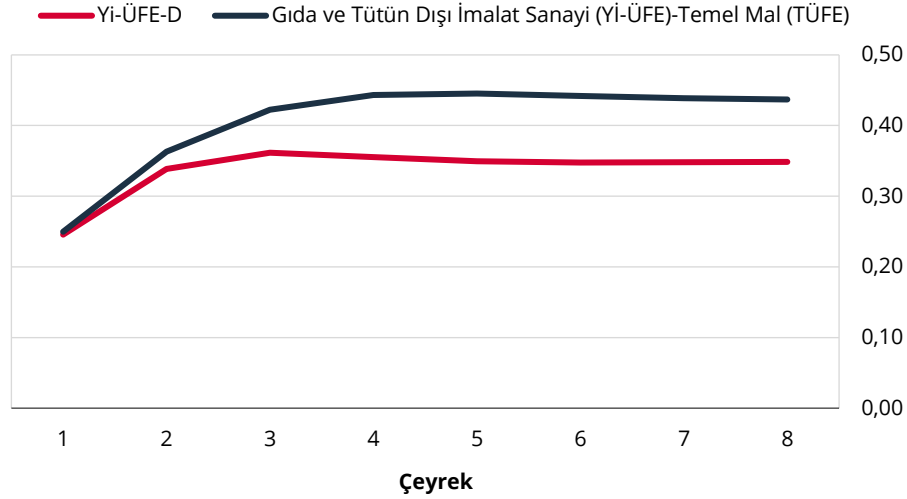
### Üretici ve Tüketici Enflasyonu Neden Farklılaşıyor?

**Üretici fiyatları tüketici fiyatları üzerindeki maliyet yönlü baskılara ilişkin bir gösterge olsa da iki fiyat birbirinden önemli oranda farklılaşabilmekte ve aralarındaki geçişkenlik çoğu zaman birebir olmamaktadır.** Bununla birlikte, üretici ve tüketici enflasyonunun tarihsel ortalamalarının uzun dönemde birbirine yakınsadığı görülmektedir. Nitekim Yİ-ÜFE'nin yıllık değişiminin Ocak 2004 - Aralık 2020 ortalaması yüzde 10,2 iken bu rakam TÜFE için yüzde 9,6 civarındadır.

**Üretici ve tüketici fiyatlarının kısa dönemde farklılaşmasını ilk nedeni; Yİ-ÜFE'de yurt içinde üretimi yapılan ürünlerin vergiler hariç satış fiyatının, TÜFE'de ise vergi dâhil nihai fiyatların derlenmesidir.** Dolayısıyla, fiyatlarında maktu vergi payının yüksek olduğu akaryakıt ve tütün gibi ürünler, üretici ile tüketici fiyatları arasındaki farklılaşmanın bir kısmını açıklamaktadır. İkinci faktör ise kapsama ilişkindir. Örneğin, tüketim sepetinde yaklaşık yüzde 30 paya sahip olan hizmet fiyatları Yİ-ÜFE'de yer almamakta; üretici enflasyonu mal fiyatlarındaki gelişmeleri yansıtmaktadır. Üretici ve tüketici fiyatlarının dış faktörlerden etkilenme derecesi de fiyatlar arasındaki farklılaşmayı açıklayan bir diğer etken olarak öne çıkmaktadır. Üretici fiyatları arz zincirinin erken aşamalarında yer alırken, tüketici fiyatları nihai aşamasında yer almaktadır. Dolayısıyla üretici fiyatları, uluslararası fiyat ve döviz kuru gelişmelerine daha hızlı ve güçlü bir şekilde tepki vermektedir. Tanımları birbiri ile daha yakın örtüşen ürün gruplarına odaklanıldığında üretici ve tüketici fiyatları arasındaki ilişkinin güçlendiği görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2).

**Grafik 1: TÜFE ve Yİ-ÜFE Seçilmiş Gıda Grupları (Yıllık % Değişim)****Grafik 2: TÜFE ve Yİ-ÜFE Seçilmiş Mal Grupları (Yıllık % Değişim)**

**Vektör özgecikmeli modeller kullanılarak yapılan geçişkenlik tahminleri, üretici fiyatlarından TÜFE altındaki D endeksine birikimli geçişkenliğin bir yıl içerisinde ortalama yüzde 35 olduğuna işaret etmektedir.** Endeks tanımı daraldıkça üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına geçişkenliğin arttığı görülmektedir. Nitekim gıda ve tütün hariç imalat sanayi fiyatlarından temel mal fiyatlarına birikimli geçişkenlik yüzde 43 civarında tahmin edilmektedir (Grafik 3). Özetle, üretici ve tüketici enflasyonu arasındaki geçişkenlik dikkate alındığında, üretici fiyatları kaynaklı baskıların tüketici enflasyonu üzerinde yılın ilk çeyreğinde de belirgin olarak hissedilmeye devam edeceği ve ikinci çeyrekte ise yavaşlamaya başlayacağı değerlendirilmektedir.

**Grafik 3: Çeyreklik Bazda Birikimli Geçişkenlik (% Puan)**

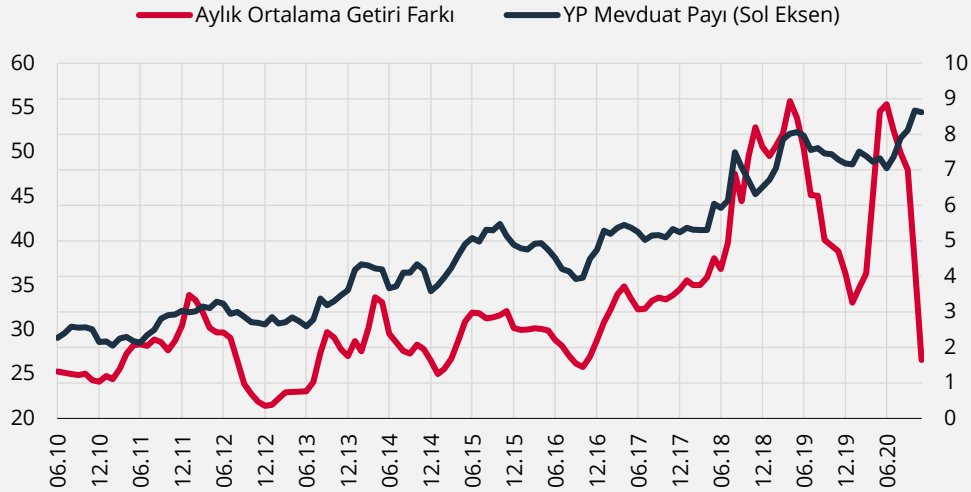
## Kutu 2.1

### Mevduat Dolarizasyonunu Etkileyen Unsurlar

Mevduat dolarizasyonu, yurt içi yerleşiklerin tasarruflarında yabancı para (YP) ağırlığının artması şeklinde ifade edilebilir. Tasarruf sahiplerinin tercihlerinde YP mevduata yönelik belirgin bir yönelimin ortaya çıkması para politikası aktarım mekanizmasını zayıflatmakta ve döviz kuru üzerinde baskı oluşturarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Bu kutuda, yakın dönemde doğrudan portföy yatırımları ve swap işlemleriyle gerçekleşen sermaye girişlerine karşın yurt içi yerleşiklerin YP mevduat tercihlerinde görülen katılık ve ters para ikamesini engellen unsurlar tartışılmaktadır.

Mevduat dolarizasyonu, parasal aktarımın temel unsurlarından olan mevduat faizleri ve döviz kuru beklentileriyle yakından ilişkilidir. Yapılan analizler mevduatın bankalar için istikrarlı bir fonlama kaynağı olduğuna ve bu durumun mevduat faizlerinde katılığa neden olduğuna işaret etmektedir (Driscoll, 2013; Drechsler ve diğerleri, 2017). Diğer yandan, yatırımcılar için TL ve YP mevduatın her ikisinin de bir seçenek olduğu durumda yatırım tercihlerinde göreceli getiriler önem kazanmaktadır. Mevduat tercihlerine olası etkisini incelemek amacıyla, TL mevduat getirisi ile YP mevduat getirisi ve döviz kuru beklentilerini içeren göreceli getiri serisi oluşturulmuştur. Korunmalı faiz paritesi koşuluna (CIP) dayanan bu analize göre 3 ay vadeli TL mevduat getirisi ile aynı vadede ABD doları cinsi mevduat, vadeli döviz satım anlaşması ile korunarak vade sonunda TL cinsi elde edilecek getiriler karşılaştırılmıştır. Bu yaklaşım ile TL mevduat tercih eden yatırımcının taşıdığı değer kaybı riskine karşın ne kadar göreceli getiri elde ettiği incelenmiş ve göreceli getiri farkının dolarizasyon eğilimini açıklamada anlamlı olduğu görülmüştür.

**Grafik 1: Aylık Ortalama Getiri Farkı (YP-TL) ve Toplam Mevduat İçerisinde YP Mevduat Payı (%)**



Kaynak: BDDK, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

Grafik 1, iki farklı yatırım tercihinin aylık ortalama TL getiri farkı ile dolarizasyon eğiliminin yakın bir ilişki sergilediğini göstermektedir. Getiri farkının YP mevduat sahibi lehine önemli derece arttığı 2018 sonrası dönemde dolarizasyon eğiliminin de hız kazandığı görülmektedir. Bu nedenle TL mevduat tercihinde TL'de değer kaybı beklentilerinin önemli rol oynadığı değerlendirilmektedir. Dolarizasyon eğilimini etkileyen diğer unsurları da analize dâhil etmek üzere bir vektör otoregresyon (VAR) modeli kurulmuştur. Etki-tepki fonksiyonları aracılığıyla YP mevduat değişiminde belirleyici unsurların etkisini büyüklük ve kalıcılık açısından kıyaslamak mümkün olmaktadır.

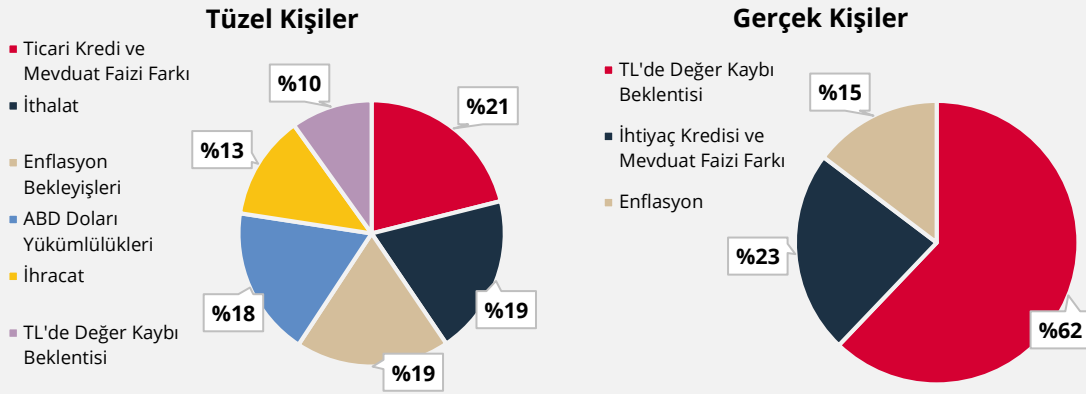


## VAR Modeli

Yurt içi yerleşiklerin tasarruf tercihlerini etkileyen faktörler tüzel ve gerçek kişiler için ayırmakla birlikte bazı değişkenlerin akademik çalışmalar ve uluslararası kuruluş raporlarında öne çıktığı gözlenmektedir. Söz konusu unsurlar arasında enflasyon beklentisi ve döviz kuru beklentisi öne çıkarken, yerel para mevduatının reel getirisi de takip edilmektedir. Bununla birlikte söz konusu finansal değişkenlerin birbirinden bağımsız olmaması nedeniyle tek bir değişkenin açıklayıcı gücünü belirlemek zor olmaktadır. Bu kapsamda uluslararası yazında ve uygulamalarda öne çıkan değişkenler VAR modeli çerçevesinde ele alınarak modellenmiş ve etki-tepki fonksiyonları ile her bir değişkene gelen şokun YP mevduat üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Söz konusu modelleme, tüzel ve gerçek kişi ayrımında yapılarak daha güvenilir sonuçlar elde edilmesi amaçlanmıştır.

Grafik 2 tüzel ve gerçek kişi ayrımında oluşturulan VAR denklemlerine ait varyans ayrıştırma sonuçlarını göstermektedir. TL'de değer kaybı beklentisi hem tüzel hem gerçek kişilerin YP mevduat tercihini açıklamada anlamlı bulunmuştur. Kredi-mevduat faiz farkının azalması her iki grup için de mevduat dolarizasyonunu artıran bir unsur olarak bulgulanmıştır. Bununla birlikte görelî getiri hesabında yer alan ve finansal koşullardan etkilenen YP mevduat faizi tek başına anlamlı bulunmamıştır. Tüzel ve gerçek kişi ayrımı ele alındığında tüzel kişi VAR modeli ticari kredi-mevduat faiz farkı, ithalat, ihracat ve YP cinsi yükümlülüklerden etkilenirken gerçek kişilerde ihtiyaç kredisi-mevduat faiz farkı önemli bir açıklayıcı olarak bulunmuştur. Ayrıca tüzel kişiler YP mevduatı enflasyon beklentilerinden daha fazla etkilenirken gerçek kişilerin gerçekleşen enflasyona karşı daha duyarlı olduğu gözlenmiştir. Sonuçlar, tüzel kişilerin DTH büyüklüğünde YP cinsi ticari işlemlerinin önemli olduğunu gösterirken, gerçek kişilerde TL'de değer kaybı ve enflasyon beklentisinin YP cinsi tasarruf eğiliminin temel belirleyicisi olduğunu yansıtmaktadır.

**Grafik 2: Toplam YP Mevduattaki Varyasyonun Bileşenleri (%)**

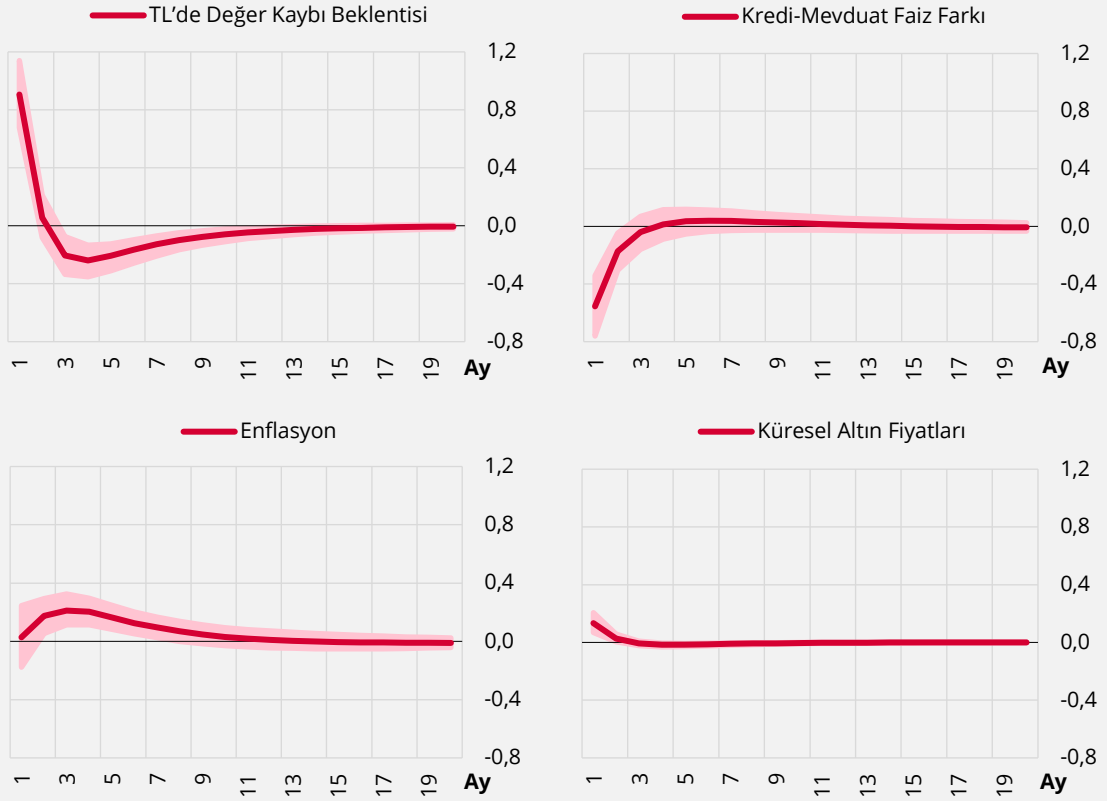


Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Grafik 3, yukarıda sunulan VAR modellerinden elde edilen etki-tepki fonksiyonlarını yansıtmaktadır. Gerçek kişi YP mevduat değişimlerinin ilgili değişkenlere tepkisinin gösterildiği grafiklerde dışsal değişken olarak kullanılan uluslararası altın fiyatları da yer almaktadır. Etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde TL'de değer kaybı beklentisinin diğer faktörlere kıyasla öne çıktığı gözlenmektedir. Kredi koşulları olarak değerlendirilen kredi-mevduat faiz farkı ise etkisi yüksek olan bir diğer faktördür. Genel anlamda parasal veya finansal koşullar olarak, daha özel olarak da yerleşiklerin krediye erişim kolaylığı olarak da yorumlanan bu fark azaldığında YP mevduatı artırıcı yönde etki etmektedir. Bu farkın artmasının ise, krediye erişimi zorlaştırarak kredilerin mevduata dönüşümünü sınırladığı değerlendirilmektedir. Enflasyona gelen bir standart sapmalı şok ise ilk ayda belirgin etki etmemekle birlikte yaklaşık 12 ay boyunca YP mevduat değişimine pozitif yansımaktadır. Bu açıdan enflasyon gerçekleşmelerinin birikimli etkisi diğer tüm faktörlerden daha yüksek olabilmektedir. Son olarak gerçek kişilerin YP mevduatında son dönemde önemli bir pay edinen kıymetli maden hesapları dolayısıyla, küresel altın fiyatları da modele dâhil edilmiş ve sınırlı olmakla birlikte toplam YP mevduatı etkilemede anlamlı bulunmuştur.

### Grafik 3: Model Değişkenlerine Gelen 1 Standart Sapmalı Şokun Gerçek Kişi YP Mevduat Değişimine Etkisi



Bulgular, yakın dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenme ve sıkılaştan kredi koşullarına karşın dolarizasyon eğiliminde gözlenen katılığa dair önemli bilgiler içermektedir. Enflasyon beklentilerindeki bozulma ve birikimli döviz kuru etkisiyle Kasım ve Aralık aylarında enflasyon belirgin artış kaydetmiştir. Para politikasındaki sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkacağı tahmin edilmektedir. Bu açıdan son aylarda yükselişe geçen enflasyon, dolarizasyon eğiliminin temel nedeni olmaya devam etmekte, ayrıca birikimli etkileri nedeniyle döviz kuru ve kredi koşullarının dolarizasyonu düşürücü etkisini sınırlamaktadır.

YP mevduattaki artış eğiliminin tersine dönmesi, yukarıda özetlenen temel belirleyicilerin bir bileşimi ile mümkün olacaktır. Diğer faktörlerdeki iyileşmeye karşın enflasyon ve enflasyon beklentilerinin dolarizasyon eğilimini desteklediği görülmektedir. Bu açıdan para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla korunması ve enflasyonda düşüş sürecinin başlaması ters dolarizasyon için kilit rol oynayacaktır. Sonuç olarak fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikasının sürdürülmesi başta enflasyon, enflasyon beklentileri ve döviz kuru beklentileri olmak üzere YP mevduat tercihini etkileyen tüm unsurlar açısından kritik öneme sahiptir.

### Kaynakça

Driscoll, John C., and Judson, Ruth A. (2013). Sticky Deposit Rates. Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 2013-80, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Drechsler, I., Savov, A., and Schnabl, P. (2017). The Deposits Channel of Monetary Policy. *The Quarterly Journal of Economics*. 132 (4), 1819–1876.

## Kutu 2.2

### Covid-19 Salgınlarının Firma Likiditesine Etkileri

Covid-19 salgınının etkisini azaltmaya yönelik 2020 yılının ikinci çeyreğinde uygulanan kapanmalar ve takip eden dönemde alınan politika tedbirleri, firmaların cirolarını ve likiditelerini önemli ölçüde etkilemiştir. Satışların azalmasıyla pek çok firmada karşılaşılan nakit akışı ve ödeme sorunlarının aşılmasına yönelik çeşitli parasal ve mali önlemler alınmıştır. Ayrıca, kredi faizlerindeki düşüş ve kredi standartlarının gevşetilmesiyle firmalar finansal olarak desteklenmiştir. Bu kutuda firma bilanço ve gelir tabloları ile ciro endeksleri kullanılarak, firma bazında likidite tahmini yapılmaktadır. Böylelikle, sektörel düzeyde, likiditesi yetersiz olan firmaların sayısı ve bu firmalardaki çalışan sayısı hakkında bir öngörü geliştirilebilmektedir. Çalışmada ayrıca likiditesi yetersiz firmaların yılın ikinci ve üçüncü çeyreğindeki kredi genişlemesinden ne ölçüde yararlandıkları ile kredi geri ödemeleri çerçevesinde kısa ve orta-uzun vadeli riskleri incelenmektedir.

#### Yöntem

Firmaların likidite ihtiyaçlarını ölçmek amacıyla Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB) 2019 yılı firma bilanço ve gelir tablosu bilgileri ile NACE Rev. 2 sınıflaması ikili sektör kod ayırımında 2020 çeyreklik dönemleri itibarıyla ciro endeksleri kullanılmıştır.<sup>1</sup> Çalışmada firmaların likidite ihtiyaçlarını tahmin etmeye yönelik Schivardi *vd.* (2020) ve Demmou *vd.* (2020) çalışmalarında kullanılan yöntem uygulanmıştır.<sup>2,3</sup> Buna göre firmanın içinde bulunulan dönemdeki likiditesi, bir önceki dönemdeki likiditesi ile mevcut dönemdeki nakit akışının toplamı olarak tanımlanmaktadır. Analizde likidite göstergesi olarak bilançodaki "hazır değerler" kalemi kullanılmıştır. Firmanın nakit akışı ise satış gelirlerinden, hammadde ve işletme giderleri, ücret ödemeleri ile borç ve vergi ödemeleri gibi kalemler çıkarılarak hesaplanmaktadır. Ancak 2020 yılının ikinci çeyreğinden itibaren firmaların nakit sıkışıklıklarını gidermek amacıyla kredi geri ödemelerinde ve vergi ödemelerinde erteleme imkânı tanınmıştır. Bu nedenle, nakit akışı denkleminde vergi ve borç ödemeleri dışlanmıştır. Nakit akışı denkleminde giderler olarak "satışların maliyeti" ve "faaliyet giderleri" kullanılmakta, firmaların ücret ödemeleri bu kalemlerde kapsamaktadır. Nakit akışı denklemindeki satış gelirleri, bir önceki dönemdeki satış gelirlerinin, nominal ciro endekslerindeki aylık değişim kullanılarak yapılan tahmini şeklinde tanımlanmaktadır. Satış gelirlerinden satışların maliyeti ve faaliyet giderleri çıkarılırken bu kalemlerin satışlara esnekliği dikkate alınmıştır. Regresyon sonuçları ve yargısal değerlendirme sonucunda, satışların maliyeti ve faaliyet giderlerinin satışlara esnekliği sırasıyla 0,80 ve 0,05 varsayılmıştır. Bu çerçevede, likidite tahmini firma düzeyinde yapılmakta, ancak tahminde kullanılan satış büyümesi rakamları ikili sektör düzeyinde kullanılmaktadır.

#### Bulgular

Salgın sonrası uygulanan kapanma tedbirlerinin firmalar üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu çalışma, firmaların iflas durumunu kapsam dışı tutarak sadece likiditesi yetersiz (eksi likidite) firmalar üzerinde durmaktadır. Likiditesi yetersiz firmalar, işletme nakit akışı sabit maliyetlerinden daha düşük olan firmalar olarak tanımlanmaktadır (Guerini *vd.*, 2020).<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Çalışmada kurumlar vergisi ödeyen firmalar kapsanmış, şahıs firmaları dışlanmıştır. Analizde tarım, balıkçılık, ormancılık, madencilik, kamu, eğitim, sosyal hizmetler sektörleri dışlanmış, ikili kodda ciro verisi mevcut olan 10-82 kodlu sektörler alınmıştır. Veri temizliği sonrasında analize dâhil edilen firma sayısı 663.295'dir.

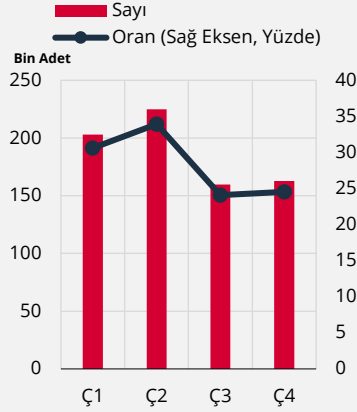
<sup>2</sup> Schivardi, F. ve Romano, G. (2020). A simple method to compute liquidity shortfalls during the COVID-19 crisis with an application to Italy. <https://www.oecd.org/global-forum-productivity/webinars/SchivardiLiquidityOECD.pdf>. Demmou, L., Franco, G., Calligaris, S. ve Dlugosch, D. (2020). Corporate sector vulnerabilities during the Covid-19 outbreak: Assessment and policy responses. <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/corporate-sector-vulnerabilities-during-the-covid-19-outbreak-assessment-and-policy-responses-a6e670ea/#biblio-d1e970>.

<sup>3</sup> Sağlık analizi olarak aynı yöntemle 2017 bilançosu ve 2018 yılı ciro verileri kullanılarak firmaların 2018 yılı likiditesi tahmin edilmiştir. 2018 yılı likidite tahmini ve gerçekleşmesi arasında yüzde 85 korelasyon vardır.

<sup>4</sup> Guerini, M., Nesta, L., Ragot, X. ve Schiavo, S. (2020). Firm liquidity and solvency under the Covid-19 lockdown in France. OFCE Policy Brief No. 76.

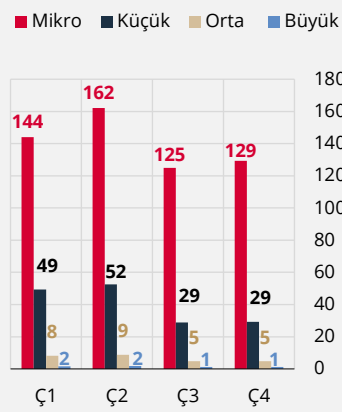
Tahminlere göre, 2020 yılında likiditesi yetersiz olan firma sayısı ikinci çeyrekte arttıktan sonra üçüncü çeyrekte gerilemiş, Ekim-Kasım döneminde ise sınırlı oranda artmıştır (Grafik 1). Salgının olumsuz etkilerinin firma ölçeğine göre de farklılaştığı ve firma ölçeği küçüldükçe likiditesi yetersiz firma sayısının arttığı görülmektedir (Grafik 2).

**Grafik 1: Likiditesi Yetersiz Firmaların Sayısı ve Toplam Firma Sayısına Oranı**



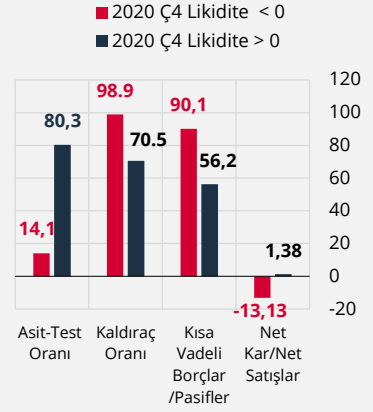
Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

**Grafik 2: Ölçeğe Göre Likiditesi Yetersiz Firma Sayısı (Bin Adet)**



Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

**Grafik 3: Seçilmiş Rasyoların Medyan Değeri (%)**

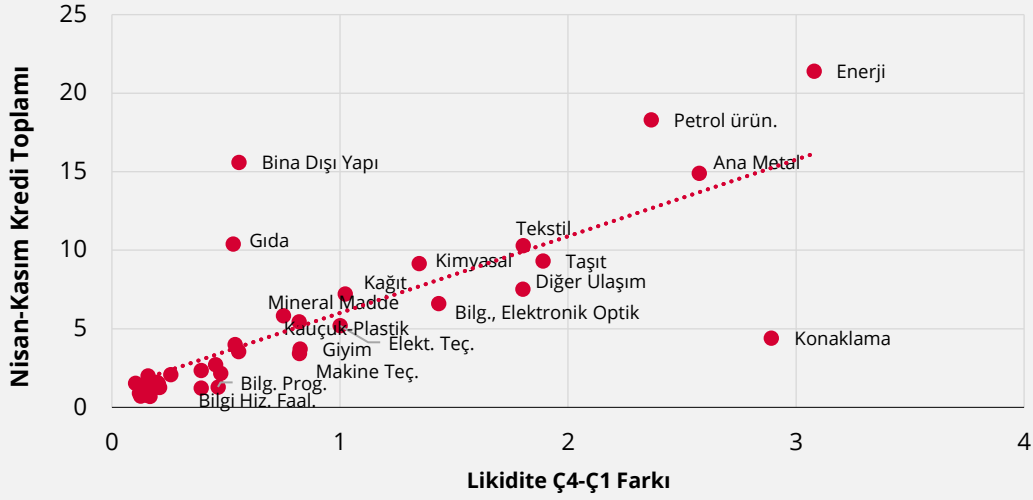


Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

Likiditesi yetersiz olan firmalar inşaat ile ticaret, taşımacılık ve konaklama-yiyecek gibi hizmet sektörlerinde yoğunlaşırken imalat sektörleri görece daha iyi durumdadır. Oransal olarak bakıldığında, likiditesi yetersiz olan firma sayısının faaliyet gösterdiği sektördeki toplam firma sayısına oranının, hizmetler sektöründe en yüksek olduğu görülmektedir. Kasım itibarıyla likiditesi yetersiz olan firmalarda çalışan sayısı 1 milyon 198 bin civarındadır ve örneklemdaki toplam çalışan sayısının yüzde 12'sini oluşturmaktadır.<sup>5</sup> Likiditesi yetersiz firmalardaki çalışan sayısının sektördeki toplam çalışan sayısına oranının en yüksek olduğu sektörler inşaat ve hizmet sektörleridir. Kasım itibarıyla likiditesi yetersiz olan firmaların 2019 yılı bilançolarındaki çeşitli rasyolar incelendiğinde bu firmaların likiditelerinin daha düşük, toplam ve kısa vadeli borç oranlarının daha yüksek ve net zararda oldukları dikkat çekmektedir (Grafik 3). 2020 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde firmaların nakit akışını desteklemeye yönelik parasal ve mali tedbirler kapsamında kredi imkânları genişletilmiş ve ticari krediler yüksek oranda artmıştır. Kur etkisinden arındırılmamış toplam ticari krediler ikinci ve üçüncü çeyrekte dönemlik bazda sırasıyla yüzde 14 ve 7 oranında artmış, son çeyrekte ise artış hızı bir miktar yavaşlamıştır. Salgın döneminde kredi genişlemesi sektörler geneline yayılmakla birlikte, 2020 yılı ikinci çeyrek sonu itibarıyla likiditesi yetersiz firmalardaki üçüncü çeyrekte birinci çeyreğe kredi artış oranı, genel ortalamanın yaklaşık 9 yüzde puan altındadır. Firmaların kullandıkları kredilerin likidite açıklarını ne ölçüde telafi ettiğini anlamak amacıyla firmaların likiditeleri ile Nisan-Kasım döneminde kullandıkları krediler incelenmiştir. Konaklama, taşıt, diğer ulaşım, bilgisayar-optik, giyim, makine-teçhizat vb. sektörlerde likidite artışının kullandıkları kredi miktarının ima ettiğinden fazla olduğu görülmektedir (Grafik 4). Buna karşılık, gıda, bina dışı yapı, petrol ürünleri ve enerji gibi sektörlerde ise yüksek kredi kullanımına rağmen likidite artışı sınırlı kalmıştır.

<sup>5</sup> Analize dâhil edilen firmaların 2019 yılı bilançosuna göre toplam çalışan sayısı 9.716.400'dür. Hanehalkı İşgücü Anketi (HİA) 2019 yılı verilerine göre bu çalışmada kapsanan sektörlerdeki toplam çalışan sayısı 16.664.750'dir. Aradaki farkın bir kısmının HİA'da yer alıp GİB verilerinde yer almayan kayıtdışı çalışanlardan kaynaklandığı düşünülmektedir. Nitekim SGK kayıtlarına göre çalışma kapsamındaki sektörlerin 2019 yılı toplam çalışan sayısı 11.255.662'dir.

**Grafik 4: Firmaların Likiditesi ile Nisan-Kasım Dönemindeki Kredi Kullanımı\***  
(Sektörel Bazda Ortalamalar, Milyon TL)

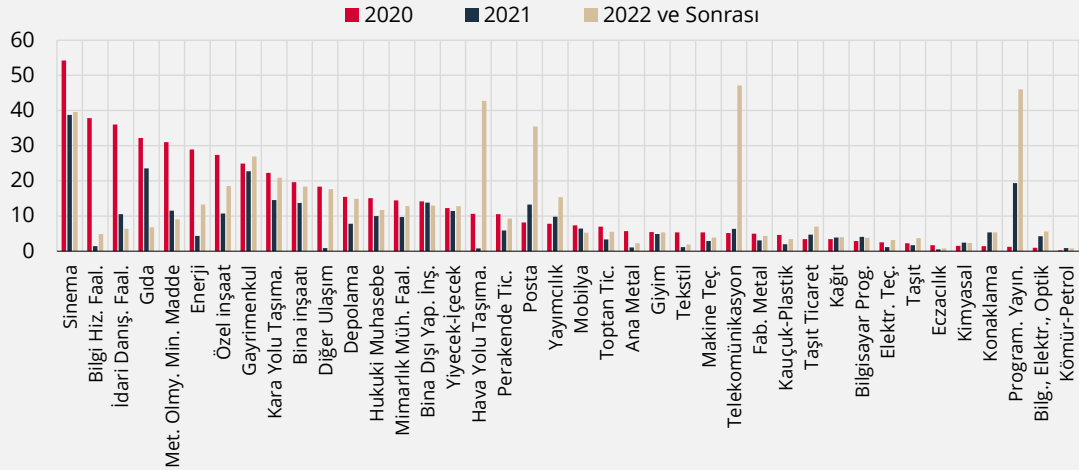


Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

\* Kredi miktarı firmaların satışlarının sektör toplamına oranı ile ağırlıklandırılmıştır.

Son olarak Kasım ayı itibarıyla likiditesi yetersiz firmaların vadeye göre kredi ödeme projeksiyonları incelenmiştir. Kısa vadeli kırılabilirliklerin sinema, bilgi hizmet faaliyetleri, idari danışmanlık, gıda, metalik olmayan mineral madde, enerji, inşaat, gayrimenkul, taşımacılık, yiyecek-içecek ve mesleki faaliyetler sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir (Grafik 5). Bu sektörlerde 2020 ve 2021 yılı vadeli kredilerin toplam kredilere oranı diğer sektörlerle kıyasla daha yüksektir. Hava yolu taşımacılığı, posta, telekomünikasyon ve program yayıncılık sektörlerinde ise uzun vadeli kredilerin payı daha yüksektir.

**Grafik 5: Kasım 2020 İtibarıyla Likiditesi Yetersiz Olan Firmaların TL Kredilerinin Toplam Kredilere Oranı (Vade Ayırımında, %)**



Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

Sonuç olarak, 2020 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerindeki kredi genişlemesi geniş bir yayımlı firmalara finansal destek sağlamıştır. Likiditesi yetersiz firma sayısı ikinci çeyrekteki artıştan sonra üçüncü çeyrekte gerilemiş, Ekim-Kasım döneminde sınırlı oranda yükselmiştir. Kasım-Aralık döneminde salgına bağlı kısmi kapanma tedbirlerinin sıklaştırılması, başta ulaştırma, konaklama-yiyecek ve bunlarla bağlantılı sektörler olmak üzere pek çok firmanın nakit akışını olumsuz etkileyecektir. Salgından en çok etkilenen, kırılabilirliği yüksek sektör ve firmalara yönelik seçici ve hedefli destek programlarının tasarlanması, finansal istikrar ve fiyat istikrarı açısından önem arz etmektedir.

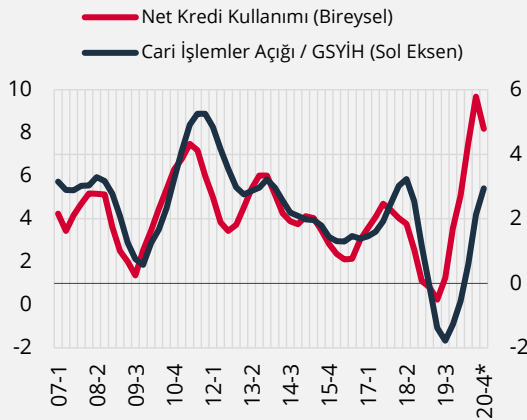
## Kutu 2.3

### Cari İşlemler Açığında Kredilerin Rolü

2020 yılında salgına bağlı olarak düşen turizm gelirleri, yurt içi talep kaynaklı hızlı toparlanma ve dolarizasyon eğilimiyle birlikte artan altın ithalatı cari dengenin bozulmasında etkili olmuştur. Bu kapsamda güçlü kredi ivmesinin doğrudan ve dolaylı etkileri ithalat talebindeki canlanmada önemli rol oynamıştır (Grafik 1). 2021 yılına ilişkin cari denge dinamiklerini değerlendirirken bu unsurun seyri belirleyici olacaktır. Bu kutuda kredilerin 2020 yılı ithalatına etkisine dair analizler sunulmaktadır.

Kredilerin ithalat üzerindeki etkisi, bireysel kredilerin yanı sıra, üretime konu olan ithal girdiler kanalıyla da gözlenmektedir (Grafik 2). Son yıllarda reel kurdaki değer kaybına paralel olarak ara malı ithalatı sanayi üretimine kıyasla daha düşük bir büyüme eğilimi sergilerken, kredi ivmesinin güçlendiği 2017 ve 2020 yıllarında bu eğilimin tersine döndüğü veya durakladığı görülmüştür. Finansman imkânlarının kolaylaştığı dönemlerde (azalan faizler ve uzayan vadeler gibi) reel kurdaki değer kaybına rağmen ithal mallar talebi artmaktadır.

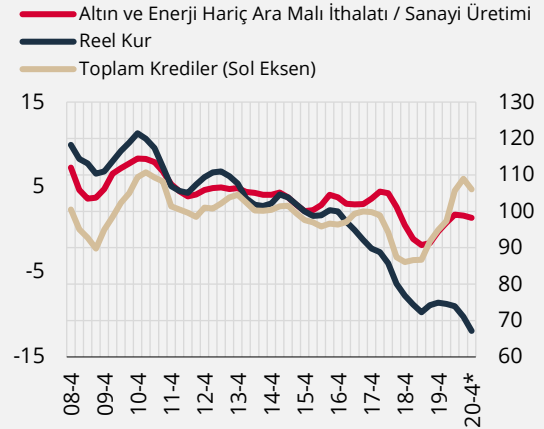
**Grafik 1: Net Kredi Kullanımı<sup>1</sup> (Bireysel), Cari İşlemler Açığı/GSYİH (12 Aylık Birikimli, %)**



Kaynak: TCMB, TÜİK, BDDK.

\* Cari İşlemler Açığı/GSYİH verisi tahmindir.

**Grafik 2: Ara Girdi Kullanımı, Reel Kur ve Toplam Krediler<sup>2</sup>**



Kaynak: TCMB, TÜİK, BDDK.

\* İthalat ve sanayi üretimi Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

Kısa dönemde ithalat talebi, GSYİH ve sanayi üretimi gibi değişkenlerle temsil edilen cari dönem geliri ile göreceli fiyatların yanı sıra kredi gelişmelerine de bağlıdır. Kredi koşullarının gevşediği dönemlerde vadelerin uzaması ve borç servis kapasitesinin artmasıyla birlikte yurt içi talep güçlenmektedir. Böyle dönemlerde ithalat talebi, büyüme (gelir) ve göreceli fiyat (reel kur) kanallarının ima ettiği kadar yüksek seyretmekte ve standart talep denklemleri ithalatı düşük tahmin etmektedir. Nitekim kredi gelişmeleri, ithalatın gelir ve göreceli fiyatla tahmin edilen uzun dönem ilişkisinden sapmalarla büyük oranda uyumlu hareket etmektedir (Grafik 3 ve 4).<sup>3</sup>

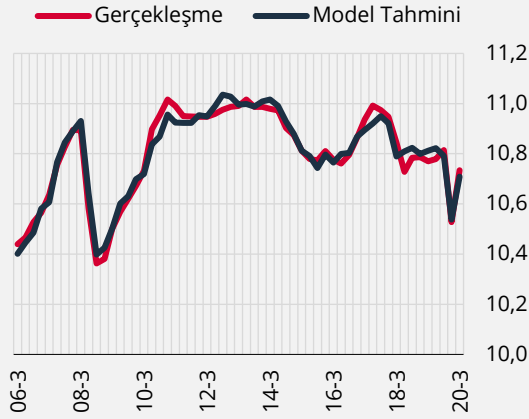
<sup>1</sup>  $Net\ Kredi\ Kullanımı = 100 * \{ [Nominal\ Krediler_t - Nominal\ Krediler_{t-4}] / [\sum_{t=4}^t Nominal\ GSYİH] \}$

<sup>2</sup> Grafikte ara girdi kullanımı mevsimsellikten arındırılmış, dört çeyreklik hareketli ortalama ve 2015=100; reel kur TÜFE bazlı, dört çeyreklik hareketli ortalama ve 2015=100; toplam krediler kur etkisinden arındırılmış, dört çeyreklik hareketli ortalama ve çeyreklik yüzde değişim şeklinde kullanılmıştır.

<sup>3</sup> Modelde altın hariç ABD doları cinsinden ithalat bağımlı değişken, reel GSYİH, TÜFE bazlı reel kur ve ithalat fiyatları bağımsız değişkenler olarak yer almaktadır. Değişkenler, 2005Ç1-2020Ç3 dönemi için logaritmik formda kullanılarak model tahmin edilmiştir.

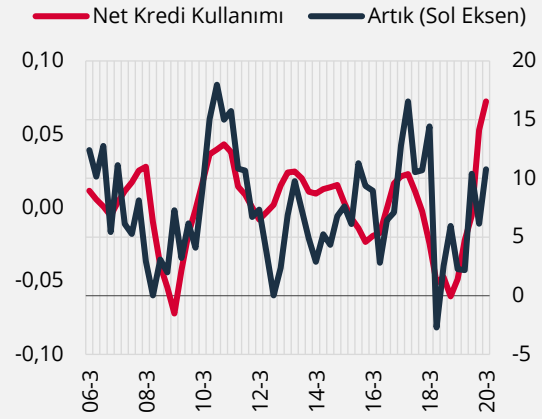
Finansman şoklarının yanı sıra gelir şokları da ithalat ve gelir arasındaki ilişkide ayrışmalara neden olabilmektedir. Tüketici kredileri, istihdam imkânlarının zayıfladığı ve hanehalkı gelirinin düştüğü zamanlarda harcamaları finanse etmek için kullanılabilir bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla krediye erişim imkânı, cari dönem gelirindeki dalgalanmalara karşı tüketimin arzulan düzeyde tutulabilmesini sağlayan bir telafi mekanizması oluşturmaktadır. Böylelikle, kredi kısıtının olmadığı durumda, tüketim talebi ile cari dönem geliri arasındaki ilişki değişmiş olmaktadır.

**Grafik 3: Altın Hariç İthalat: Gerçekleşme ve Model Tahmini (Log Dönüştürülmüş)**



Kaynak: BDDK, TCMB, TÜİK.

**Grafik 4: Modelin Artık Değerleri ve Net Kredi Kullanımı (%)**

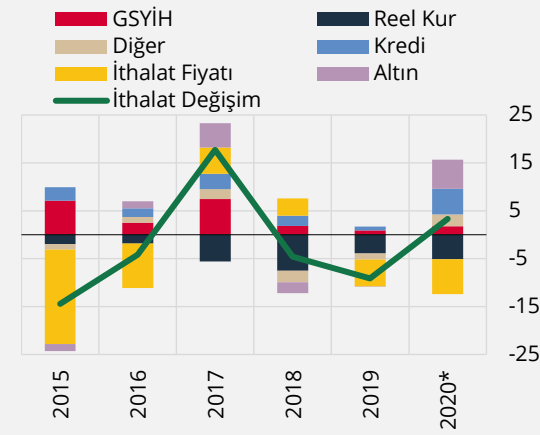


Kaynak: BDDK, TCMB, TÜİK.

Kredi gelişmelerin ithalata etkisinin sayısallaştırılmasında iki yöntem izlenmiştir. İlk olarak Çelgin vd. (2019) çalışmasındaki yöntem kullanılarak ithalat büyümesinin makro belirleyicileri itibarıyla sayısal muhasebesi yapılmıştır (Grafik 5).<sup>4</sup> Bu yöntem ile elde edilen ayrıştırma, kredilerin 2020 yılında ithalat büyümesine 5,3 puan katkı yaptığına işaret etmektedir. Buna göre, güçlü kredi artışının ithalata 2020 yılında yaklaşık 10,2 milyar dolar etkisi olduğu hesaplanmıştır. Ayrıca, geçmiş yıllara göre oldukça yüksek seyreden altın talebinin ithalat artışında önemli bir rol oynadığı görülmektedir.<sup>5</sup> İthalat fiyatları ile birlikte reel kurun ise ithalat talebini sınırladığı tahmin edilmiştir.

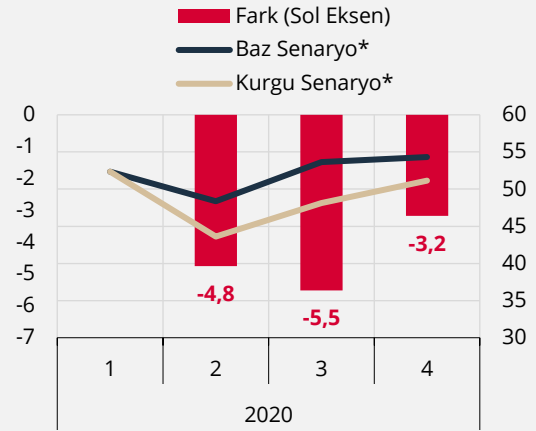
<sup>4</sup> Yöntem altın hariç nominal ithalatın bağımlı; milli gelir, reel kur, ithalat fiyatları ve kur etkisinden arındırılmış reel kredilerin bağımsız değişkenler olarak yer aldığı hata düzeltme modeline dayanmaktadır. Herhangi bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisi ayrıştırılırken; diğer bağımsız değişkenlerin örneklem sonuna kadar sabit olduğu varsayılmaktadır.

<sup>5</sup> Özel Ticaret Sistemine göre 2017-2019 yılları arası yıllık nominal altın ithalatının ortalaması yaklaşık 13 milyar dolardır. 2020 yılında ise nominal altın ithalatının yaklaşık 23,6 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir.

**Grafik 5: İthalat Muhasebesi (Katlı Puan)**

Kaynak: Yazarların Kendi Hesaplamaları.

\* GSYİH için 2020 Ç4, ithalat fiyatları için ise Aralık 2020 tahmindir.

**Grafik 6: Alternatif Büyüme ve Kredi Senaryoları Altında Altın Hariç İthalat (Milyar ABD Doları)**

Kaynak: Yazarların Kendi Hesaplamaları.

\* Senaryo detaylarına 7 numaralı dipnotta yer verilmiştir.

Kredilerdeki artışın ithalat üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkilerini ölçmek için ikinci bir yöntem olarak indirgenmiş formda bir talep denklemi yerine dinamik ilişkileri de dikkate alan çok denklemlilik bir model kullanılmıştır.<sup>6</sup> Bu model aracılığı ile kredilerin tarihsel eğilimine yakın hareket ettiği bir durumda ithalatın nasıl bir seyir izleyeceği sorusuna cevap aranmıştır. Baz senaryo kredi ve GSYİH gerçekleştirmelerine dayanırken, alternatif senaryo kredilerin salgın öncesi eğilimini koruduğu daha zayıf bir kredi ve bununla uyumlu tahmini bir GSYİH büyümesi çerçevesinde kurgulanmıştır.<sup>7</sup> Gerçekleşmelere dayanan baz senaryo ile alternatif kredi senaryosuna koşullanmış 2020Ç2-2020Ç4 dönemine ilişkin altın hariç ithalat tahminleri arasındaki fark ilave kredi büyümesinin etkisini yansıtmaktadır. Buna göre, baz senaryo ile kurgu senaryo arasında 2020Ç2'den itibaren 13,4 milyar dolar fark oluşmaktadır (Grafik 6).

Özetle, 2020 yılında hızlı kredi genişlemesine bağlı "ilave" altın hariç ithalat ve dolarizasyon kaynaklı yüksek altın ithalatı dikkate alındığında, cari işlemler dengesinde makro politikalarla kontrol edilebilecek 20-25 milyar dolar aralığında önemli bir iyileşme alanı bulunmaktadır. Para politikasında fiyat istikrarı odaklı sıkı bir duruş, hem talep hem beklenti kanalıyla dış dengeyi olumlu etkileyecek ve makrofinansal istikrarı destekleyecektir.

## Kaynakça

Çelgin A., Gökcü M., Özel Ö. (2019). İhracat ve İthalatta Gelir ve Görelî Fiyat Etkilerinin Ayrıştırılması. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No:19/05.

<sup>6</sup> Tahminler, küresel büyüme (dışsal), reel kur, reel faiz, kur etkisinden arındırılmış kredi, GSYİH ve altın hariç ithalat miktar endeksi kullanan 6 değişkenli Bayeşçi vektör otoregresyon (BVAR) modeline dayanmaktadır. VAR çerçevesinde değişkenlere yukarıda belirtilen sırayla yer verilirken ve bağımsız şokları tespit etmek için Choleski yönetimi kullanılmıştır.

<sup>7</sup> Gerçekleşmelere dayanan baz senaryoda (kurgu senaryoda) 2020 yılı 3. Çeyreği itibarıyla yıllık GSYİH büyümesi % 6,7 (% -0,3); 2020 yıl son itibarıyla yıllık kredi (KEA) büyümesi %22,9 (%11) olarak alınmıştır.



## Kutu 2.4

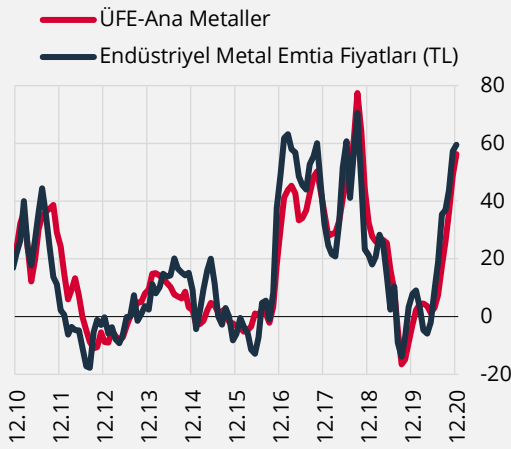
### Üretici Enflasyonunun Belirleyicileri ve Riskler

2020 yılının Mayıs ayında yüzde 5,53 olan yurt içi üretici fiyatları (Yİ-ÜFE) enflasyonu, yılın ikinci yarısında döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki gelişmelerle hızla yükselerek Aralık ayında yüzde 25,15'e ulaşmıştır. Son dönemde döviz kurlarındaki göreceli istikrara rağmen uluslararası emtia fiyatlarındaki sert yükselişler, temel girdi sağlayıcı niteliğindeki birçok imalat sektöründe enflasyon baskılarını artırmaktadır. Tarımsal emtia, petrol ve metal fiyatlarındaki gelişmeler, gıda, enerji ve temel mal grupları kanalıyla tüketici fiyatları üzerinde belirgin risk oluşturmaktadır. Bu kutuda üretici fiyatlarının belirleyicileri çerçevesinde önümüzdeki dönem enflasyon görünümüne ilişkin riskler tartışılmaktadır.

### Üretici Fiyatlarının Belirleyicileri ve Riskler

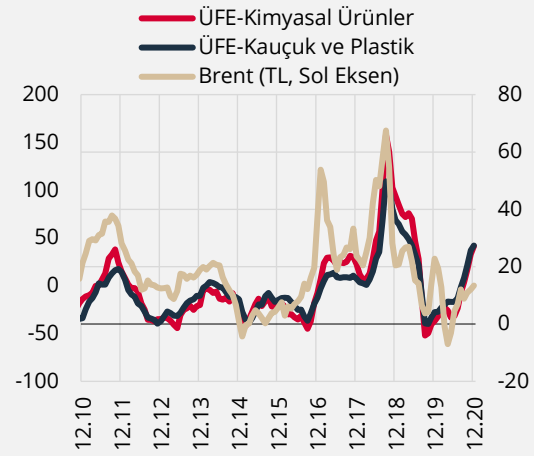
Türkiye ekonomisine özgü dinamikler dikkate alındığında, üretici fiyatlarındaki hareketlerin büyük bölümünün döviz kuru ve ithalat fiyatları gibi dışsal maliyet unsurlarını yansıttığı söylenebilir. Üretici fiyatları yapısı gereği tüketici fiyatlarına kıyasla döviz kuru ve ithalat fiyatları şoklarına daha duyarlıdır. Genel olarak Türk lirası cinsi ithalat fiyatları üretici fiyatlarına oldukça yüksek bir oranda yansımakta; bazı ara malı sektörlerinde emtia fiyat geçişkenliğinin bire bire yakın olabildiği görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2).

**Grafik 1: Yİ-ÜFE Ana Metal ve Uluslararası Metal Fiyatları (Yıllık % Değişim)**



Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

**Grafik 2: Yİ-ÜFE Seçilmiş Kalemler ve Brent Petrol Fiyatları (Yıllık % Değişim)**

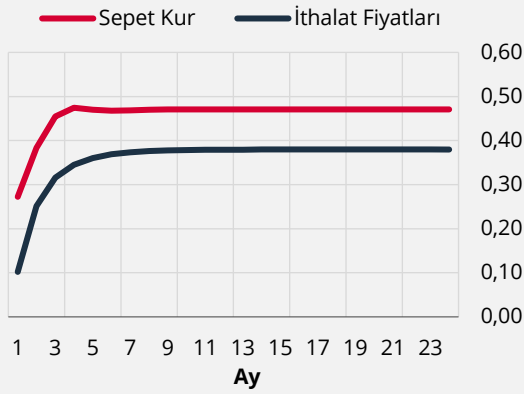


Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

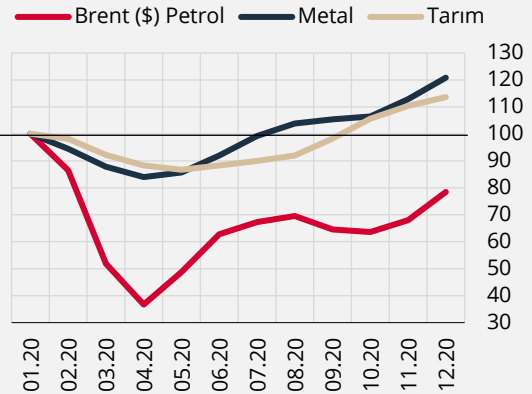
Yapılan çalışmalar, ithal girdi kullanımı arttıkça yurt içi üretici fiyatlarının dış şoklardan etkilenme derecesinin arttığını gösterirken, ithalat fiyatları ve döviz kurundan üretici fiyatlarına geçişkenlik büyüklük ve hız bakımından birbirinden farklılaşmaktadır.<sup>1</sup> Sepet kurda yüzde 1 oranındaki artışın üretici enflasyonuna yansımalarının ortalama 0,47 puan olduğu ve bu geçişin yaklaşık iki çeyrekte tamamlandığı tahmin edilmektedir.<sup>2</sup> İthalat fiyatlarındaki yüzde 1 oranındaki artış ise üretici enflasyonuna 0,38 puan olarak yansımaktadır (Grafik 3).

<sup>1</sup> Bk. Ertuğ, Özlü ve Yüncüler (2018), Yüncüler (2011), Kara ve Ögünç (2012), Özmen ve Topaloğlu (2017).

<sup>2</sup> Döviz kuru geçişkenliği; sepet kur, ABD doları cinsinden ithalat fiyat endeksi, çıktı açığı, asgari ücret ve yurt içi üretici fiyatlarını içeren çeşitli modellerden elde edilen etki-tepki analizlerine dayanmaktadır.

**Grafik 3: Üretici Fiyatlarına Birikimli Kur Geçişkenliği (% Puan)**

Kaynak: TCMB.

**Grafik 4: Uluslararası Emtia Fiyatları (Ocak 2020=100)**

Kaynak: Bloomberg, Goldman Sachs.

Son dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenmeye rağmen uluslararası emtia fiyatlarındaki güçlü artış eğilimi ithalat fiyatları kanalıyla üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine yol açmaktadır (Grafik 4). Bu gelişmelerin üretici fiyatlarına yönelik içerdığı riskleri değerlendirebilmek amacıyla 2012-2020 dönemi için aylık frekansta bir enflasyon denklemi tahmin edilmiştir. Denklemde yer alan değişkenler aylık yüzde değişim şeklinde ifade edilirken, yalnızca çıktı açığı değişkeni (sanayi üretiminin eğiliminden sapması) yüzde puan olarak yer almıştır.

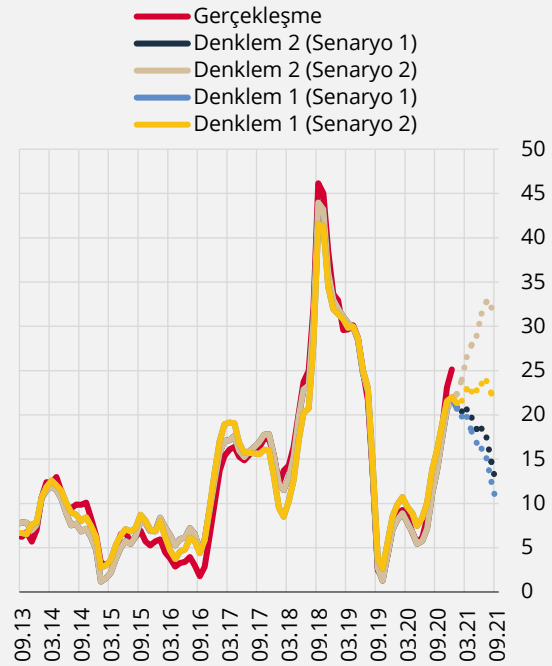
**Tablo 1: Denklem Sonuçları <sup>3</sup>**

Örnekleme: 2012M1 - 2020M12	Denklem 1	Denklem 2
Sabit Terim	0,19***	0,12**
Yİ-ÜFE (t-1)	0,36***	0,25***
<b>Dolar (t)</b>	<b>0,29***</b>	0,25***
<b>Brent Petrol (t)</b>	<b>0,01***</b>	0,02***
<b>Endüstriyel Metal (t)</b>	<b>0,03***</b>	0,04***
<b>FAO Gıda Fiyat Endeksi (t)</b>	<b>0,09***</b>	0,06***
<b>FAO Gıda Fiyat Endeksi (t-1)</b>	<b>0,07**</b>	0,06***
Kağıt	-	0,15***
Asgari Ücret	-	0,05***
Çıktı Açığı	-	0,03***
Kukla 09-2018	5,10***	4,54***
Kukla 11-2012	-	1,89***
<b>Uyarlanmış R<sup>2</sup></b>	<b>0,88</b>	<b>0,91</b>

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\*\* Yüzde 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı.

\*\*\* Yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı.

**Grafik 5: Yi-ÜFE ve Bileşik Gösterge (Yıllık % Değişim)**<sup>3</sup> Denklem 1'de Eylül 2018 için, Denklem 2'de Eylül 2018 ve Kasım 2012 için kukla değişkenler kullanılmıştır.

Tahmin sonuçları, döviz kuru ve uluslararası emtia fiyatlarının üretici enflasyonu üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu teyit etmektedir (Tablo 1). Aralık ayı itibarıyla yüzde 25,15 düzeyindeki üretici enflasyonunda maliyet yönlü etkinin önemli bir kısmının döviz kuruna atfedilebileceği, yılın ikinci yarısında uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin de son dönem gelişmelerinde oldukça belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, uluslararası gıda, petrol ve metal fiyatlarındaki artışların üretici enflasyonunun son aylardaki seyrini açıklamakta yetersiz kaldığı (Denklem 1), kağıt ürünleri gibi salgın dönemine özgü sektörel fiyat şoklarının da ilave yukarı yönlü baskı oluşturduğu görülmektedir (Denklem 2). Bu denklemler kullanılarak emtia fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin üretici enflasyonuna olası yansımalarını sayısallaştırmak amacıyla iki farklı senaryo analizi yapılmıştır. Döviz kuru ve emtia fiyatlarının bulunduğu seviyelerde sabit kaldığı senaryoda (Senaryo 1) üretici enflasyonunun ikinci çeyrek başından itibaren gerilemeye başlayacağı tahmin edilmektedir. Döviz kurunun sabit kaldığı, dış fiyatların ise son aylardaki artış eğilimini sürdürdüğü durumda (Senaryo 2) ise üretici enflasyonunun yükselişini sürdüreceği; özellikle kağıt ürünlerindeki seyre bağlı olarak bu artışın oldukça yüksek boyutlara ulaşabileceği görülmektedir (Grafik 5).

Özetle, salgının seyrine bağlı haber akışı, küresel büyüme görünümüne dair beklentiler üzerinde ve özellikle enerji ve metal emtia fiyatları üzerinde belirgin bir etkide bulunmaktadır. Buna ek olarak, küresel kuraklık ve ülkelerin salgına karşı izlediği gıda politikaları son aylarda tarımsal emtia fiyatlarında sert yükselişlere neden olmaktadır. Tüm bu gelişmeler, döviz kurlarındaki görece istikrara karşın üretici enflasyonu üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Söz konusu arz yönlü unsurlar, enerji, temel mal ve gıda fiyatları kanalıyla tüketici enflasyonu üzerinde etkisini göstermektedir.

## Kaynakça

Ertuğ, D., Özlü, P., ve Yüncüler, Ç. (2018). İthal Girdi Kullanımı Kur ve İthalat Fiyatı Geçişkenliğini Nasıl Etkiliyor?. TCMB Blog, Haziran 2018.

Kara, H., ve Ögünç, F. (2012). Döviz kuru ve ithalat fiyatlarının yurt içi fiyatlara etkisi, İktisat İşletme ve Finans, 27(317), 09-28.

Özmen, M. U., ve Topaloğlu, M. (2017). Disaggregated evidence for exchange rate and import price pass-through in the light of identification issues, aggregation bias and heterogeneity. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 17/08.

Yüncüler, Ç. (2011). Pass-through of external factors into price indicators in Turkey. Central Bank Review, 11(2), 71-84.

## Kutu 2.5

### 2020 Yılında Enflasyonun Temel Makro Belirleyicileri

2019 yıl sonunda yüzde 11,84 düzeyinde gerçekleşen tüketici enflasyonu 2020 yılı genelinde yüzde 12 civarında dalgalanmış, son çeyrekte ise hızlanarak yılı yüzde 14,60 seviyesinde tamamlamıştır. Bu kutuda, parametreleri zamana göre değişen indirgenmiş formda bir Phillips eğrisi modeli tahmin edilerek, 2020 yılı enflasyon gelişmeleri temel makro belirleyicileri açısından ele alınacaktır.<sup>1</sup>

**Tablo 1: Tüketici Enflasyonuna Katkılar<sup>(1)</sup> (% Puan)**

	TÜFE	Sabit Terim	İşlenmemiş Gıda <sup>(2)</sup>	Döviz Kuru	İthalat Fiyatı	Çıktı Açığı	Reel Birim İşgücü Maliyeti	Vergi	Diğer <sup>(3)</sup>
2018	20,3	5,5	2,0	8,6	0,2	0,5	-0,2	-1,0	4,7
2019	11,8	5,7	0,4	1,5	-0,6	-1,4	0,9	1,7	3,6
2020	14,6	5,6	2,1	6,2	0,0	-0,4	0,8	0,0	0,3

Kaynak: TCMB, TÜİK.

<sup>(1)</sup> Tüketici enflasyonuna olan katkıların tahmin edilen modele bağlı olduğu, başta sabit terim olmak üzere bazı etkilerin model tanımlaması ve örneklem büyüklüğüne göre farklılık gösterebileceği not edilmelidir.

<sup>(2)</sup> İşlenmemiş gıda enflasyonunun kur etkisinden arındırılmış katkısını ifade etmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatları üzerindeki kur etkisi "döviz kuru" başlığı altında içerilmektedir.

<sup>(3)</sup> "Diğer" terimi alkol-tütün ürünlerinin vergi ayarlamaları dışındaki katkısı, elektrik ve doğalgaz gibi üretici fiyatlarına yönelik yönetilen fiyat ayarlamaları ile denklemin tahmin hatalarını içermektedir.

2020 yılında güçlü kredi ivmesine bağlı talep yönlü etkiler doğrudan ve dolaylı kanallarla enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Kredi genişlemesiyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanmanın cari denge, rezervler, risk primi, dolarizasyon ve enflasyon beklentilerine yansımalarıyla Türk lirasında gözlenen değer kaybı, enflasyondaki yükselişte önemli rol oynamıştır. Model bulguları, 2020 yıl sonu enflasyonuna en yüksek katkının döviz kurundan geldiğine işaret etmekle birlikte, bunu maliyet yönlü dışsal bir enflasyon artışından ziyade güçlü iç talep ve bunun yol açtığı dış dengesizliklerle ilişkilendirmek mümkündür.

Tanımı gereği Türk lirasındaki değer kaybı ve değer kazançlarının enflasyona geçişinin simetrik olduğu bu doğrusal denklemin, döviz kuru etkisini olduğundan daha düşük gösterebileceği değerlendirilmektedir. Uzun süreli değer kaybı eğilimini takiben yılın son iki ayındaki gözlenen değerlenmenin, söz konusu dönemdeki kur oynaklığı da dikkate alındığında, enflasyona görece sınırlı oranda yansıdığı görülmektedir. Dolayısıyla, ölçülen etki bir alt sınır olarak yorumlanabilir.

Döviz kuru geçişkenliğine dair ikinci önemli nokta, talep etkileşimiyle ortaya çıkan etkilerdir. 2020 yılında yıllık ortalama olarak bakıldığında sepet kur yüzde 25 oranında değer kaybetmiş, bu gelişmenin başta dayanıklı mallar olmak üzere birçok grupta yansımaları görülmüştür. Zamana göre değişen parametre tahminleri, döviz kuru geçişkenliğinin yüzde 20 civarında seyrettiğine işaret etmektedir<sup>2</sup> (Grafik 1). Bununla birlikte döviz kuru geçişkenliği sektörel ayrışmalara uygun bir şekilde farklılık göstermiştir. 2020 yılı içerisinde kur geçişkenliği, güçlü kredi ivmesinin etkisiyle başta dayanıklı mallar olmak üzere sektörel talebin güçlü olduğu kalemlerde yüksek seyretmiştir. Diğer taraftan, TL'deki değer kaybının yansımaları giyim ve bazı hizmet kalemlerinde zayıf talebe bağlı olarak daha sınırlı olmuştur.

<sup>1</sup> Bu yönteme, daha önce Kara, Ögünç ve Sarıkaya (2017) ile Koca ve Yılmaz (2018) çalışmalarında yer verilmiştir. Bağımlı değişken olarak çekirdek göstergelerden D endeksi (işlenmemiş gıda ve alkol-tütün hariç TÜFE); bağımsız değişkenler olarak enflasyonun gecikmeli değeri, ABD doları cinsinden ithalat fiyatı, sepet döviz kuru (ABD \$/TL ve EUR/TL ortalaması), çıktı açığı ve reel birim işgücü maliyeti kullanılmıştır. Denklem, çeyreklik veriler kullanılarak tahmin edilmiştir. Ayrıca, katkı hesaplamalarında vergilerdeki değişimlerin tüketici enflasyonu üzerindeki doğrudan etkisi de dikkate alınmıştır. Tüketici enflasyonuna olan çeyreklik katkılar, ilgili değişkenin değeri ile zaman içerisinde değişen katsayısının o döneme ait değeri çarpılarak hesaplanmıştır. Çeyreklik katkıların toplulaştırılması ile yıllık katkılara ulaşılmıştır.

<sup>2</sup> Uzun dönem kur geçişkenliği, döviz kuru katsayılarının toplamının (cari dönem ve iki gecikmesi), geçmiş enflasyonun katsayısının birden çıkarılmış haline bölünmesiyle elde edilmiştir.

Enflasyona yüksek katkı yapan bir diğer bileşen, zaman içinde değişen ancak katılık arz eden sabit terimdir. Bu değişken, enflasyonun makro unsurlar tarafından açıklanamayan kısmı gibi görünse de, bu makro unsurların tarihsel ortalama hareketini (örneğin ortalama ücret artışı) ve bunun enflasyona etkisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla denklemin zaman içinde değişen sabit terimi esasen enflasyon trendi ve beklentilerle yakından ilişkilidir. Kısa vadede zor değişen ve enflasyon katılığını gösteren bir değişken olsa da, enflasyondaki ve dolayısıyla beklentilerdeki istikrarlı düşüş ve artışlardan etkilenmesi nedeniyle para politikasının kontrol alanında olan bir bileşen olarak değerlendirilmektedir. Nitekim, 2018 yılının ikinci yarısından itibaren daha yüksek bir platoya yerleşen bu değişken enflasyonun çift hanelerde kalıcı olması ve beklentilerin seyriyle uyumlu bir resim çizmektedir (Grafik 2).

**Grafik 1: Uzun Dönem Döviz Kuru Geçişkenliği (%)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2: Sabit Terim (Yıllıklandırılmış)**



Kaynak: TCMB.

İşlenmemiş gıda fiyatları, son dönemde enflasyonist etkisi tarihsel ortalamasının üzerinde seyreden bir bileşen olarak öne çıkmıştır. Bu gelişimde Türk lirasındaki değer kaybının da etkisi izlenirken, döviz kuru etkisi hariç tutulduğunda dâhi işlenmemiş gıdanın katkısının 2,1 puan ile 2018 seviyesinde olduğu görülmektedir. Bu durum, salgına bağlı talep artışı, uluslararası tarımsal emtia fiyatları, hava şartları ve mevsim geçişinden kaynaklanan olumsuz arz koşulları sebebiyle gerçekleşmiş olup, grup yıllık enflasyonu taze meyve ve sebze fiyatları öncülüğünde 2020 yılını yüzde 26,34 ile yüksek bir oranda tamamlamıştır.

2020 yılında enflasyona yukarı yönlü katkı veren bir diğer değişken reel birim işgücü maliyeti olmuştur. Üretimin azaldığı dönemlerde, işgücü piyasasındaki uyarılma mal ve hizmet piyasasına kıyasla daha yavaş ve sınırlı gerçekleşebilmekte, bu durumda kişi başına yapılan üretim (kısmi emek verimliliği) düşmektedir. Ücretlerin yapışkan olması ve hızlıca uyarlanamaması sonucunda söz konusu verimlilik kaybı reel birim işgücü maliyetlerinde artışa neden olmaktadır.<sup>3</sup> Nitekim, iktisadi faaliyetin sert daraldığı ikinci çeyrekte saatlik reel işgücü maliyeti belirgin bir artış gösterirken, üçüncü çeyrekte gerilemesine rağmen yıl genelinde enflasyona katkısının pozitif olduğu tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, salgın dönemindeki sektörel ayrışmalar, istihdam ve çalışılan saat arasındaki belirgin farklılaşmalar, işten çıkarma yasakları ve kısa çalışma ödeneği uygulamasının birim işgücü maliyetlerinin ölçümünü zorlaştırdığı not edilmelidir.

Toplam talep koşullarını yansıtan çıktı açığı, 2020 yılında enflasyonu bir miktar sınırlamıştır. Talep koşulları özellikle yılın ilk yarısında enflasyonu olumlu etkilemiştir. Talep kaynaklı dezenflasyonist etkilerin en belirgin hissedildiği grup giyim ve ayakkabı olurken, konaklama, paket tur, eğitim, eğlence ve kültür gibi salgından en çok etkilenen hizmet kalemlerinde de enflasyon görece zayıf seyretmiştir. Diğer taraftan, yılın ikinci yarısındaki güçlü kredi ivmesi başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere bazı gruplarda talep yönlü enflasyonist baskıların önemli ölçüde artmasına neden olmuştur (Mercek Altı 2.6).

<sup>3</sup> Kutu 3.1, Enflasyon Raporu 2020-III.

İthalat fiyatları incelendiğinde, 2020 yılında salgının küresel nitelik kazanmasıyla Brent petrol fiyatlarında keskin bir düşüş gözlenmesine karşın, endüstriyel metal, gıda ve altın gibi diğer emtia fiyatlarının aynı ölçüde gerilemediği görülmüştür. Yılın ikinci yarısında ise küresel ekonomideki kısmi toparlanmayla birlikte ithalat fiyatları yükselmiştir. Bu çerçevede, ABD doları cinsi ithalat fiyatları yıl içerisinde dalgalanmış, yıl genelinde ise enflasyona katkısı sıfıra yakın olmuştur.

2020 yılında vergi bileşeninin enflasyona katkısı sıfıra yakın seyretmiştir. Bu dönemde mobilya ve bazı hizmet kalemlerinde uygulanan KDV indirimleri aşağı yönlü katkı verirken, otomobildeki matrah ve ÖTV değişiklikleri ise yukarı yönlü etkide bulunmuştur.

Özetle, 2020 yılında enflasyondaki artışın temel belirleyicisi Türk lirasındaki değer kaybı olmuştur. Bununla birlikte analizin, indirgenmiş formda bir denkleme dayanması nedeniyle makro değişkenler arasındaki etkileşimi tam olarak yansıtmıyor olması, döviz kurundaki değer kaybının, dolayısıyla enflasyondaki yükselişin iktisadi gerekçelerine dair net bir çıkarım yapılmasını engellemektedir. Makro dinamikler değerlendirildiğinde hızlı kredi genişlemesi ve yurt içi talep kaynaklı güçlü toparlanma doğrudan ve dolaylı kanallar ile enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Kredi genişlemesiyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanma döviz kurları üzerinde dış denge, enflasyon, beklenti ve risk primi kanallarıyla belirgin bir etkide bulunmuştur. Dolayısıyla her ne kadar toplam talep koşullarının enflasyona etkisi sınırlı gibi görünse de yılın ikinci yarısındaki hızlı büyümenin, Türk lirasının diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrışmasında önemli rol oynadığı değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürülmesi ve önümüzdeki dönemde krediler ile yurt içi talebin ılımlı bir patikaya yönelmesi, talep, maliyet ve beklenti kanallarıyla enflasyon baskılarının sınırlandırılması açısından kritik önem arz etmektedir.

## Kaynakça

Kara, H., Öğünç, F. ve Sarıkaya Ç. (2017). Türkiye’de Enflasyon Dinamikleri: Tarihsel Bir Muhasebe. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No: 17/03.

Koca, Y. K. ve Yılmaz, T. (2018). Tarihsel Perspektifle Çekirdek Enflasyon Dinamiğine Daha Yakın Bir Bakış. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No: 18/07.

TCMB (2020). Son Dönem Birim Maliyet Gelişmeleri Üzerine Bir Değerlendirme. Enflasyon Raporu 2020-III, Kutu 3.1.

## Kutu 2.6

### Türkiye’de Ücret Dağılımı ve Ücretlerin Enflasyona Etkisi

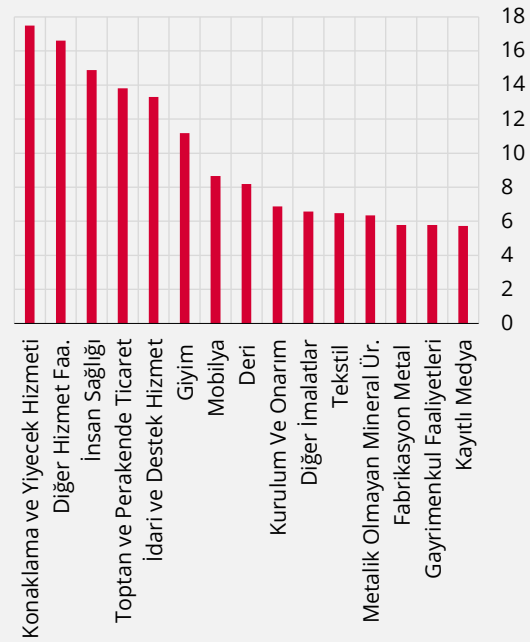
Türkiye’de ücret gelişmeleri açısından izlenen en önemli göstergelerden biri asgari ücrettir. Asgari ücret, talebin yanı sıra büyük ölçüde maliyet kanalıyla enflasyonu etkilemektedir. Ayrıca, özel sektör ücret artışları için de referans niteliğindedir. Bu kutuda asgari ücretlilerin sektörel dağılımına dair durum tespiti ile ücretlerin enflasyona etkisi tartışılmaktadır.

Türkiye’de ücret dağılımınının genel resmini çizmek için Hanehalkı İşgücü Anketi (HİA) mikro verileri kullanılarak ücretli ve yevmiyeli çalışanlar incelenmiştir. HİA’da, kişilere geçen ay içinde esas işinden elde ettiği toplam net nakdi gelir (dönemsel olarak elde edilen ikramiye, prim vb. gelirlerden aya düşen miktar dâhil) sorulmaktadır.

**Tablo 1: Seçilmiş Sektörlere Göre Asgari Ücret ve Altı Çalışanların Oranı ve Emek Yoğunluğu (% , 2017-2019 Ortalama)**

	Asgari Ücret ve Altı Çalışan*	Personel Maliyeti/ Üretim Değeri
<b>Tarım Dışı Sektörler</b>	<b>42,8</b>	<b>13,0</b>
<b>Sanayi</b>	<b>50,0</b>	<b>8,9</b>
İmalat Sanayi	51,7	9,4
Tekstil	58,9	11,0
Giyim	72,2	15,5
Deri	67,1	12,2
Mobilya İmalatı	54,4	15,9
Gıda	64,7	7,8
Petrol**	19,4	-
Taşıt	24,0	7,1
Diğer Ulaşım	18,7	13,4
<b>İnşaat</b>	<b>53,9</b>	<b>9,1</b>
<b>Hizmetler</b>	<b>39,1</b>	<b>20,4</b>
Toptan ve Per.Ticaret	63,8	21,6
Ulaştırma ve Depolama	45,3	12,2
Konak. Yiyecek Hizmeti	71,6	24,4
Kamu Yönetimi**	5,1	-
Eğitim	9,3	53,1
Finans Sigorta**	11,8	-

**Grafik 1: Asgari Ücrete Duyarlılık (Personel Maliyeti/Üretim x Asgari Ücret ve Altı Çalışanlar, %, 2017-2019 Ortalama)**



Kaynak: TCMB, TÜİK HİA Mikro Veri 2017-2019, Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri 2017-2019.

\* Veriler meslek ve sektör düzeyinde filtrelenerek oluşturulmuştur. Asgari ücretin % 10 alt ve üst komşuluğunda çalışanlar asgari ücretli, asgari ücretin %10 alt komşuluğundan düşük ücretle çalışanlar ise asgari ücret altı ücretli kabul edilmiştir.

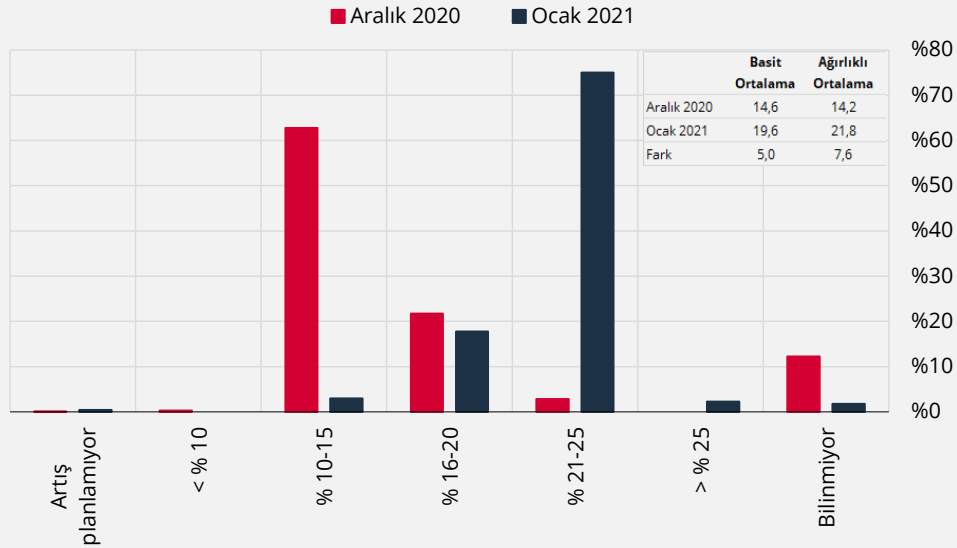
\*\* Personel Maliyeti/ Üretim değeri veri bulunmaması nedeniyle hesaplanamamıştır.

Bu soruya verilen yanıtlar 2017, 2018 ve 2019 yılları için incelendiğinde, tarım dışı sektörlerde çalışan ücretlilerin yaklaşık yüzde 42,8’i asgari ücretli ve altı çalışanlardan oluşmaktadır (Tablo 1). Bu oran sanayi sektöründe yüzde 50,0; inşaatta yüzde 53,9; hizmetlerde ise yüzde 39,1 olarak hesaplanmıştır. Hizmet sektöründe asgari ücret ve altı çalışan oranı diğer ana sektörlerle göre daha düşük görünmekle birlikte, alt kalemler itibarıyla önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Örneğin, konaklama ve yiyecek hizmetlerinde bu oran yüzde 72’ye ulaşmakta, benzer biçimde toptan ve perakende ticaret sektöründe yüzde 64 ile yüksek bir pay izlenmektedir. Diğer taraftan, kamu hizmetleri, eğitim, finans-sigorta ile bilgi-iletişim hizmetlerinde gibi sektörler hizmet sektörünün toplam payını sınırlandırmaktadır. İmalat sanayinde asgari ücretli ve altı çalışanlar incelendiğinde ise giyim, tekstil, gıda ve deri sektörlerinde asgari ücret ve altı çalışanların oranı daha yüksektir.

Maliyet yönlü olası enflasyon baskıları değerlendirilirken asgari ücrete hassasiyet konusunda dikkat edilmesi gereken bir diğer husus sektörlerin emek yoğunluk derecesidir. Emek yoğunluğu göstergesi olarak TÜİK Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri verilerinden personel maliyeti/üretim oranı hesaplanmıştır (Tablo 1). Daha sonrasında ise asgari ücrete duyarlılığı göstermek için asgari ücretli payı ile personel maliyeti/üretim oranı çarpılarak bir oran oluşturulmuştur. Buna göre Türkiye’de asgari ücrete en duyarlı sektörler; konaklama ve yiyecek hizmeti, diğer hizmet faaliyetleri, insan sağlığı hizmetleri, toptan ve perakende ticaret, idari ve destek hizmet faaliyetleri, giyim, mobilya ve deri sektörleri olarak belirmektedir (Grafik 1).

Asgari ücret, ekonomi geneli ücret artışları için önemli bir referans niteliğindedir.<sup>1</sup> Asgari ücretin yanı sıra geçmiş dönem enflasyonu ve ekonominin döngüsel durumu tarım dışı sektör ücret artışları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Coşar ve Yavuz, 2018). Saha görüşmelerine göre, firmalar 2021 yılı için plânladığı ücret artışlarını, asgari ücretin belirlenmesini takiben yukarı yönde güncellemiştir (Grafik 2). Görüşme yapılan firmalar çalışan sayısı ile ağırlıklandırıldığında, Aralık ayında yüzde 14,2 olarak belirtilen ortalama ücret artış oranı, Ocak ayında yüzde 21,8’e yükselmiştir.

**Grafik 2: Çalışan Sayısına Göre Ağırlıklandırılmış Ücret Artış Planları (%)**



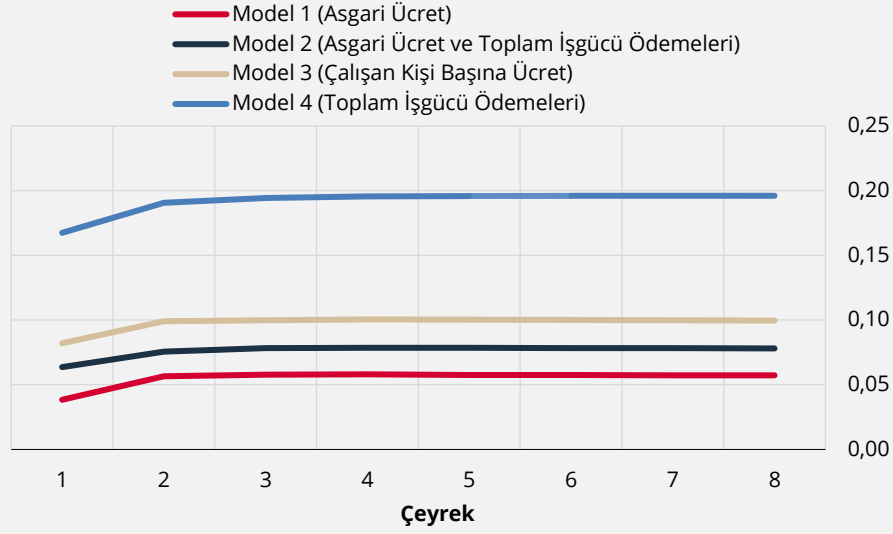
Kaynak: TCMB.

Ücret artışlarının enflasyona olası yansımalarını değerlendirmek amacıyla, farklı ücret tanımları altında Bayeşçi VAR modelleriyle etki-tepki analizleri yapılmaktadır. 2005 sonrası dönem için çeyreklik bazda tahmin edilen modeller, sırasıyla Brent tipi petrol fiyatı (\$), ABD doları cinsinden ithalat fiyatları, döviz kuru sepeti ( $0,5 \cdot \text{ABD doları} + 0,5 \cdot \text{Euro}$ ), GSYİH büyümesi, üretici fiyatları, gelecek 12 aylık döneme ilişkin tüketici enflasyon beklentisi, ücret ile işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici fiyatları (D endeksi) değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu model yapısı altında farklı ücret tanımları kullanılarak dört farklı model tahmin edilmiştir. Grafik 3’de yüzde 1’lik pozitif ücret şokunun tüketici enflasyonu üzerindeki birikimli etkisi sunulmuştur. Ücret tanımı olarak Model 1’de net asgari ücret, Model 2’de net asgari ücrete ek olarak gelir yöntemiyle milli gelir hesaplarından toplam işgücü ödemeleri, Model 3’te işgücü girdi endekslerinden çalışan kişi başına ücret ve Model 4’te toplam işgücü ödemeleri kullanılmıştır. Her bir modelde aynı zamanda dışsal değişkenler olarak küresel risk göstergesi (EMBI-global) ve vergi değişimlerinin enflasyona etkisine yönelik olarak oluşturulan değişken yer almıştır.

<sup>1</sup> Başkaya ve Özmen (2013) çalışması asgari ücretin işveren maliyetindeki artışın kalifiye olmayan işçi istihdamına daha fazla yer veren sektörlerde üretici fiyatlarını daha fazla arttırdığını bulgulamaktadır. Benzer şekilde, Gürçihan Yüncüler ve Yüncüler (2016) çalışmasına göre asgari ücret artışı, kayıt dışı çalışanların ücretlerini ve ücret dağılımında asgari ücretin iki katına kadar olan ücretleri etkileyebilmektedir.



### Grafik 3: Yüzde 1'lik Ücret Şokunun Tüketici Enflasyonuna Birikimli Etkisi (Medyan Etki, % Puan)



Kaynak: TCMB.

Medyan tepkilere dayanan temel bulgular şöyle özetlenebilir: Nominal asgari ücrete gelen yüzde 1'lik pozitif bir şok bir yıl sonunda tüketici enflasyonunu 0,06 ila 0,08 puan civarında yükseltmekte; etki büyük ölçüde iki çeyrek içerisinde tamamlanmaktadır. Çalışan kişi başına ücret tanımı esas alındığında yüzde 1'lik ücret şokuna enflasyonun verdiği tepki ise 0,10 puan civarında tahmin edilmektedir. Analiz, ücret ve istihdam etkisini birlikte içeren toplam işgücü ödemeleri üzerinden yapıldığında, 1 puanlık pozitif şokun tüketici enflasyonunu bir yıl sonunda 0,2 puan artırdığı izlenmektedir.

Ücret-enflasyon ilişkisine dair tahminlere ilişkin belirsizliğin görece yüksek olması, politika çıkarımlarında bulunurken temkinli bir duruş gerektirmektedir. Salgın dönemindeki sektörel ayrışmalar, istihdam ve çalışılan saat arasındaki belirgin farklılaşmalar, işten çıkarma yasakları ve kısa çalışma ödeneği uygulaması, enflasyon üzerindeki ücret kaynaklı etkilerin ölçümünü zorlaştırmaktadır. Salgından en olumsuz etkilenen ve aynı zamanda asgari ücrete duyarlılığın yüksek olduğu konaklama hizmetleri ve giyim kalemlerinde enflasyon görece düşük seyretmektedir. Bu ve benzeri sektörlerde salgın dönemine özgü talep koşulları maliyet geçişkenliğini sınırlasa da, geçtiğimiz yılın Mayıs ve Haziran aylarında olduğu gibi açılmayı takiben özellikle hizmet sektörlerinde birim maliyet kaynaklı baskılar etkili olabilecektir. Giyim sektöründe ise ilerleyen süreçte turizm görünümüne bağlı olarak artan maliyetlerin fiyatlara yansıtılma olasılığı enflasyon görünümü üzerindeki önemli risk unsurlarından biridir. Sonuç olarak, asgari ücret artışının ekonomi genelinde ücret artışları için önemli bir referans olduğu dikkate alındığında, yakın dönemdeki gelişmeler 2021 yılında öngörülen dezenflasyon sürecini olumsuz etkileyebilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

### Kaynakça

- Başkaya, Y. S., ve Özmen, M. U. (2013). Türkiye'de Asgari Ücret-ÜFE Enflasyonu İlişkisi Üzerine Ampirik Bir Analiz. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notu, No. 13/23.
- Erdoğan Coşar E. ve Yavuz A. Arzu (2019). Türkiye'de Ücret Dinamikleri, TCMB Blog, Şubat 2019.
- Gürcihan Yüncüler, H. B., ve Yüncüler Ç. (2016). Asgari Ücretin Türkiye İşgücü Piyasasına Etkisi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 16/14.

## 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.

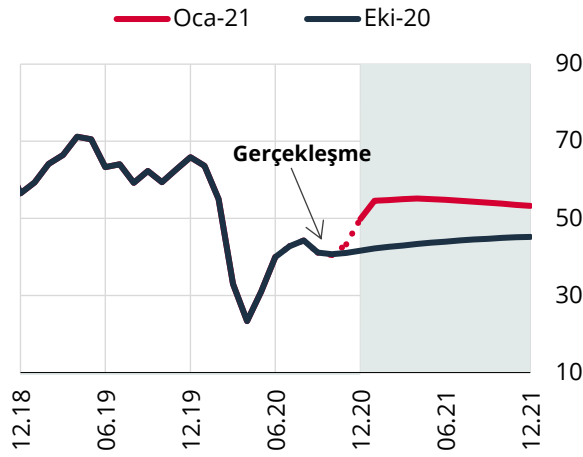
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

**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).

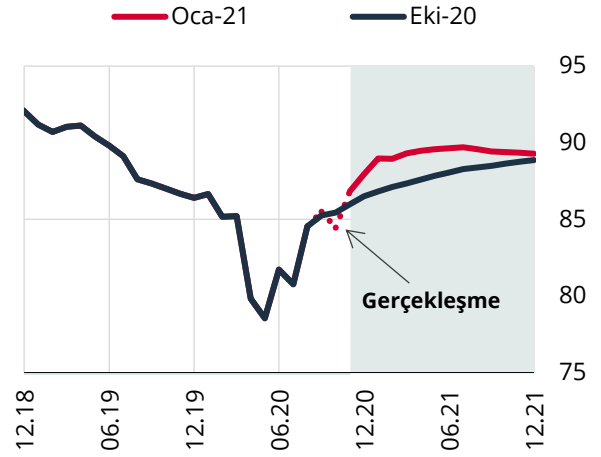
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



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 görünüme 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.

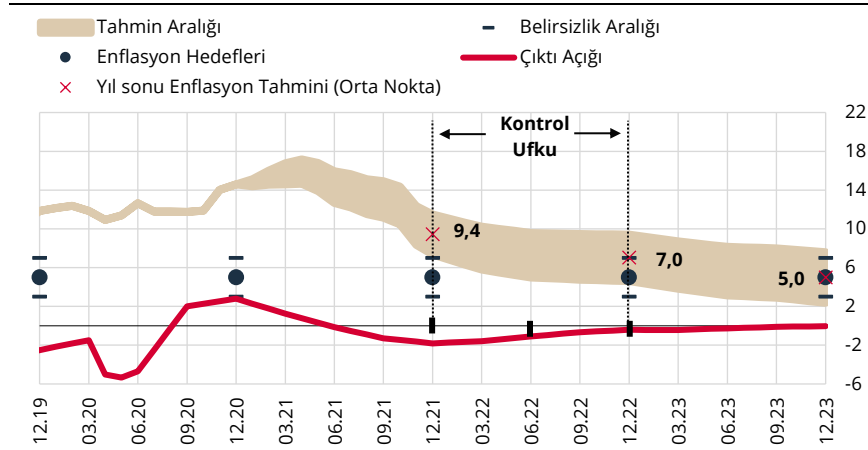
**Maliye politikası ve finansal politikaların, para politikası ile eşgüdüm içerisinde, enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu bir makro çerçevede belirleneceği bir orta vadeli görünüm esas alınmıştır.** Yılın ilk çeyreğinde reel ücretlerdeki artışın yurt içi talebi desteklemesi, bununla birlikte 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 sıkılaşmaya 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.

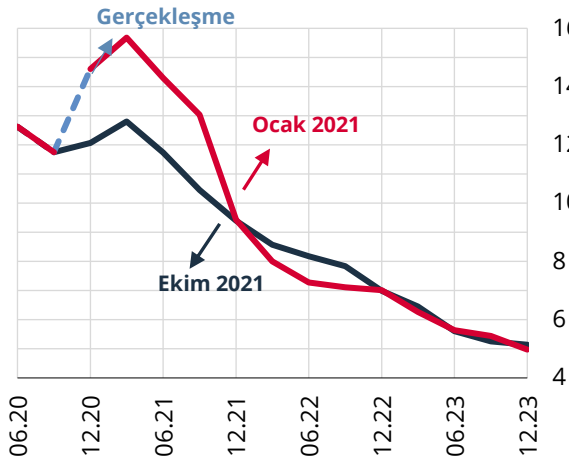
**Tablo 3.2.1: 2021 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	2021
2020-IV (Ekim 2020) Tahmini (%)	9,4
2021-I (Ocak 2021) Tahmini (%)	9,4
<b>2020-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	0,0
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>	
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

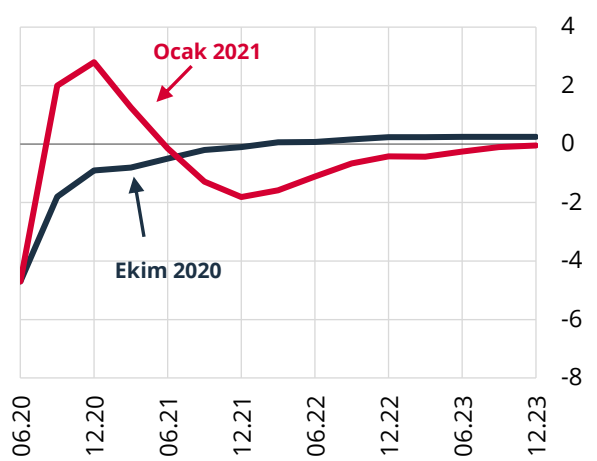
Kaynak: TCMB.

**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**

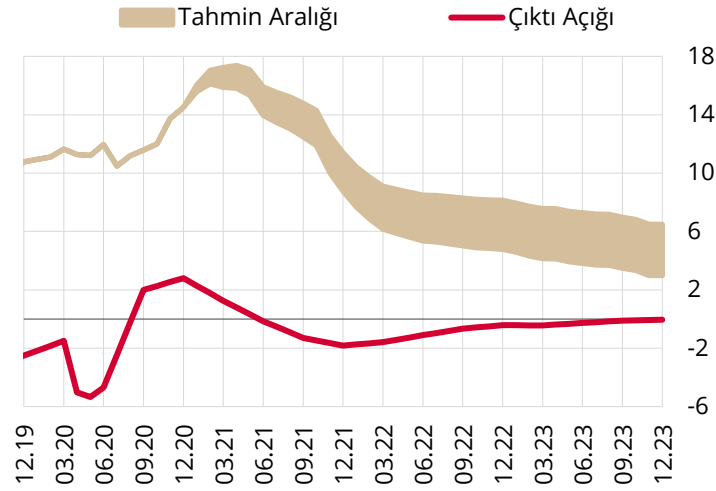
Kaynak: TCMB.

**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><b>Maliyet Baskıları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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.</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> </ul>
<p><b>Para Politikası Aktarımına Dair Belirsizlikler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Yurt içi yerleşiklerin döviz/altın talebinin devam ediyor olması ve portföy tercihlerinin olumsuz haber akışına hassasiyeti, enflasyonun düşüş eğilimine girmesini geciktirebilecek riskleri canlı tutmaktadır.</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> <li>Dolarizasyon göstergeleri</li> </ul>
<p><b>Normalleşme Sürecinde Sektörel Ayırışma</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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.</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> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salgının küresel ölçekte yayılımının 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> </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> </ul>



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

<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 artırmasına bağlı olarak yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li><li>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.</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 durumunda enflasyon tahminleri üzerindeki etkisine dair değerlendirmeler verilmektedir. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.

## Kutu 3.1

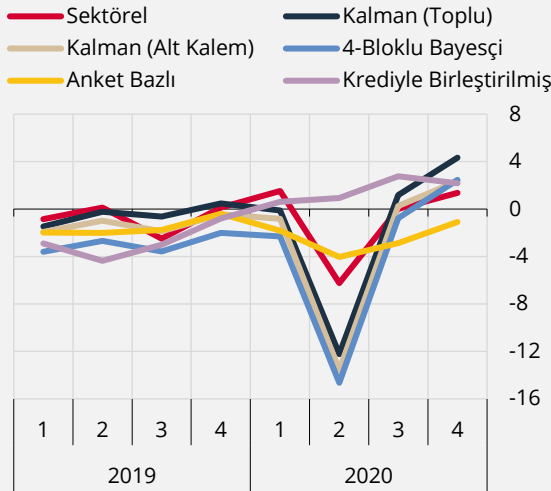
### Çıktı Açığı Tahminlerine İlişkin Teknik Bir Değerlendirme

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.

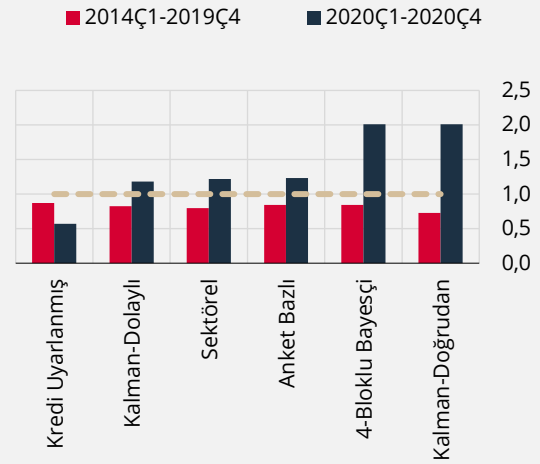
Farklı model ve yaklaşımlarla hesaplanan çıktı açığı göstergeleri Grafik 1’de sunulmaktadır. Bunlar içinde “anket bazlı” gösterge, kapasite kullanım oranı ve uçak doluluk oranı gibi tanımı itibarıyla doğrudan çıktı açığına işaret eden değişkenlerin toplulaştırılmasıyla oluşturulmaktadır. Diğer göstergeler 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 Göstergeleri<sup>1</sup> (%)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2: Farklı Çıktı Açığı Kullanan Modellerin Tahmin Performansı<sup>2</sup> (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.

<sup>1</sup> 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

<sup>2</sup> 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.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI  
İdare Merkezi  
Hacı Bayram Mah., İstiklal Cd. No:10, 06050  
Ulus, Altındağ, Ankara, Türkiye  
[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)  
**ISSN 1306-4509**