

# ENFLASYON RAPORU

## 2021-II

29 Nisan 2021

## İçindekiler

<b>1. Genel Değerlendirme .....</b>	<b>1</b>
1.1 Para Politikası Kararları .....	2
1.2 Orta Vadeli Tahminler .....	3
1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler .....	5
<b>2. Ekonomik Görünüm.....</b>	<b>7</b>
2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler .....	7
2.2 Finansal Koşullar .....	11
2.3 İktisadi Faliyet .....	18
2.4 Enflasyon .....	25
<b>3. Orta Vadeli Öngörüler .....</b>	<b>53</b>
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar .....	53
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	55
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları .....	58
<b>Kutular .....</b>	<b>.....</b>
<b>Kutu 2.1</b> Gelişmekte Olan Ülkelerde Kur Geçişkenliği .....	36
<b>Kutu 2.2</b> ABD Hazine Getiri Eğrisi Hareketlerinin Türkiye'ye Etkisi.....	40
<b>Kutu 2.3</b> Sektörler İtibarıyla Kârlılık Oranları .....	43
<b>Kutu 2.4</b> Salgın Döneminde Özel Tasarrufların Seyri ve Tüketim Talebine Etkileri .....	46
<b>Kutu 2.5</b> Salgın Tedbirlerinin İktisadi Faaliyete Etkisi .....	49
<b>Kutu 3.1</b> Fed Para Politikası Şoklarının Türkiye Ekonomisine Aktarımı .....	60

# 1. Genel Değerlendirme

***İktisadi faaliyet 2020 yılının son çeyreğinde geçmiş öngörülerle büyük ölçüde uyumlu, güçlü bir seyir izlemiştir.*** Milli gelir 2020 yılı son çeyreğinde yıllık bazda yüzde 5,9, çeyreklik bazda yüzde 1,7 oranında artmıştır. İnşaat sektörüne ilişkin göstergeler hariç tutulduğunda, yurt içi talep kuvvetli bir artış sergilemiştir. Özel tüketim talebi, mal ve hizmet kalemlerinde geniş bir yayılımla gücünü korurken, kamu tüketimi iktisadi faaliyeti desteklemeye devam etmiştir. Yatırım harcamaları, makine-teçhizat yatırımlarındaki yüksek oranlı artışa rağmen inşaat yatırımlarındaki belirgin daralmayla büyümeyi sınırlamıştır. Turizmdeki kısmi toparlanma ve mal ihracatındaki güçlü seyirle birlikte mal ve hizmet ihracatı hızlı bir artış kaydetmiş ve net ihracatın dönemlik büyümeye katkısı pozitif olmuştur.

***İlk çeyreğe ilişkin veriler iktisadi faaliyetin kuvvetli seyrini sürdürdüğüne ve toplam talep koşullarının geçmiş öngörülerden daha enflasyonist bir düzeyde olduğuna işaret etmiştir.*** Ocak ayının sonlarından itibaren kredi büyümesinde gözlenen yükseliş eğiliminin yanı sıra Mart ayı başında salgın kısıtlamalarının gevşetilmesiyle birlikte iktisadi faaliyet güç kazanmıştır. Sanayi üretimi ve perakende satışlar Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyreğe göre hızlı bir artış kaydederek uzun dönem eğilimlerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Öte yandan salgından olumsuz etkilenen hizmet sektörleri görece zayıf bir görünüm arz etmektedir. Satış ve anket göstergeleri ilk çeyrekte tüketim ve yatırım talebinin güçlü olduğuna, yatırım amaçlı kredi kullanımının arttığına işaret etmiştir. İmalât sanayiinde yatırım eğilimindeki iyileşme firma ölçeği itibarıyla genele yayılmıştır. Bununla birlikte salgının gidişatı ve aşılama sürecine bağlı olarak iktisadi faaliyet üzerinde her iki yönde riskler bulunmaktadır.

***İhracattaki artış ve altın ithalatındaki gerilemeye rağmen, güçlü iç talep ve emtia fiyatları cari işlemler dengesini olumsuz etkilemeye devam etmektedir.*** 2020 yılının son çeyreğinde ağırlıklı olarak Avrupa bölgesinin sürüklediği ihracat yılın ilk çeyreğinde bölge ve sektörler yayılarak kuvvetli seyrini devam ettirmiştir. Bu gelişmede ihracat fiyatlarındaki artışın yanı sıra küresel düzeyde imalat sanayi faaliyetlerinin olumlu seyri önemli rol oynamıştır. Diğer taraftan, iç talepteki canlı seyrin devam etmesi ve uluslararası emtia fiyatlarındaki artışlar, altın ithalatındaki düşüşe rağmen ithalat faturasını olumsuz etkilemektedir. Salgının hem yurt dışında hem yurt içinde hızla yayılması nedeniyle son dönemde kısıtlamaların sıklaştırılması turizm gelirleri üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.

***Küresel risk iştahındaki dalgalı seyrin Türkiye'ye yansımaları dikkate alındığında fiyat istikrarını sağlamaya yönelik para politikası duruşu, ülke risk primi ve dış finansman imkânlarında kalıcı iyileşme için kritik önem arz etmektedir.*** 2020 yılının Kasım ayından sonra kademeli olarak artan portföy girişleri yılın ilk iki ayında da devam etmiştir. Ancak, ABD uzun vadeli tahvil getirilerindeki yükselişe bağlı olarak Mart ayında finansal piyasalarda artan oynaklık Türkiye dâhil gelişmekte olan ülkelerden portföy çıkışlarına neden olmuştur. Takip eden süreçte yurt içinde para politikası görünümüne dair artan belirsizlik ve ülke risk primindeki artışın da etkisiyle Türkiye'den portföy çıkışları olmuştur. Küresel risk iştahındaki dalgalanmaların, gelişmekte olan ülkeler üzerinde daha fazla risk oluşturması nedeniyle, fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikası duruşunun sürdürülmesi söz konusu oynaklıklara karşı önemli bir kalkan vazifesi görecektir.

***Talep ve maliyet unsurları, döviz kuru gelişmeleri, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.*** Tüketici enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yüzde 16,2 olmuş; yıllık enflasyon ilk çeyrek boyunca öngörülerle uyumlu olarak yükselişini sürdürmüştür. Buna göre enflasyon, Ocak Enflasyon Raporu'nda paylaşılan tahminlerle uyumlu bir seyir izlemiştir. Uluslararası emtia fiyatlarında devam eden artışlar ile bazı sektörler özgü arz kısıtları ve güçlü talep koşullarının etkisiyle üretici enflasyonu yükselişini sürdürmüştür. Böylelikle, tüketici fiyatları üzerindeki üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlenerek devam etmiştir. Ankete dayalı enflasyon beklentileri Ocak ve Şubat aylarında geriledikten sonra Mart ve Nisan aylarında yükselmiştir. Tahvil getirilerinden elde edilen enflasyon telafileri de son dönemde belirgin şekilde artmıştır. Uluslararası petrol fiyatlarındaki artış eğilimine rağmen eşel mobil uygulaması, akaryakıt fiyatlarının doğrudan ve dolaylı etkileri dikkate alındığında, enflasyonu önemli ölçüde sınırlamıştır. Bu görünüm altında, çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık enflasyonları artmış, eğilimleri ise bir miktar iyileşmekle birlikte yüksek seyretmeye devam etmiştir.

**Mevcut parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceği öngörülmektedir.** Finansal koşullardaki sıkılaşmayla birlikte yavaşlayan kredi büyümesi Ocak ayının sonlarından itibaren bir miktar yükseliş eğilimi sergilemiştir. Yakın dönemde ise ticari kredilerde ılımlı bir seyir gözlenirken, finansal koşullardaki sıkılaşmaya rağmen bireysel kredi büyümesindeki artış eğilimi sürmektedir. Geçtiğimiz yıldaki hızlı kredi genişlemesinin birikimli etkileri yılın ilk çeyreğinde yurt içi talebi desteklemeye devam ederken, finansal koşullardaki sıkılaşmayla birlikte ikinci çeyrekte net kredi kullanımı ve yurt içi talepteki yavaşlamanın kademeli olarak belirginleşmesi beklenmektedir. Küresel risk iştahındaki oynaklığa ve cari işlemler açığına bağlı olarak dış finansman koşullarının öneminin arttığı bir konjonktürde, kredilerin ılımlı bir hızda ve makul bir kompozisyonda büyümesi fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından önem arz etmektedir.

**TCMB Şubat ayında politika faizini sabit tutmakla birlikte sıkı para politikası duruşuna dair iletişimi güçlendirmiş ve gerekmesi durumunda ilave parasal sıkılaştırma yapacağı vurgusunu yinelemiştir.** Ocak Enflasyon Raporu'nda, Kasım ve Aralık aylarında gerçekleştirilen güçlü parasal sıkılaşmanın etkilerinin ilerleyen dönemde belirgin hale geleceği, böylece enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurlarının kademeli olarak zayıflacağı yönünde bir çerçeve ortaya konulmuştu. TCMB, Şubat ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, iç talep koşulları, döviz kuru ve uluslararası gıda ve emtia fiyatlarındaki yükselişin ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seyrin fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam ettiğini değerlendirmiştir. Bu doğrultuda, 2021 yıl sonu tahmin hedefini dikkate alarak Şubat ayında politika faizini sabit tutmuştur. Bununla birlikte, enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sıkı para politikası duruşunun kararlılıkla uzun bir müddet sürdürülmesi gerektiğine dair iletişimini güçlendirmiş ve gerekmesi durumunda ilave sıkılaştırma yapılacağına dair Ocak ayındaki sözlü yönlendirmesini tekrarlamıştır.

**TCMB, orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate alarak Mart ayında önden yüklemeli ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmış, Nisan ayında ise sıkı politika duruşunu korumuştur.** Ocak Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde enflasyon görünümü üzerinde etkili olan talep ve maliyet yönlü unsurlar, para politikasında ilave sıkılaştırma gerektirmiştir. İktisadi faaliyetin Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü bir seyir izlediği gözlenmiştir. İç talep koşulları, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri, uluslararası emtia fiyatları ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Bu doğrultuda, çekirdek enflasyon eğilimleri yüksek seyrini korumuş, enflasyon beklentileri yükselişe geçmiştir. Kredi büyümesindeki yükseliş eğilimi ile ithal maliyetlerdeki artışın talep ve maliyet unsurlarında öngörülen kademeli iyileşmeyi geciktirdiği değerlendirilmiştir. TCMB, bu gelişmelerin, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü riskleri dikkate alarak, önden yüklemeli ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir. Enflasyon görünümü üzerinde devam eden risklere vurgu yapılarak Nisan ayında politika faizi sabit tutulmuştur.

## 1.1 Para Politikası Kararları

**Şubat ayı karar metninde kalıcı fiyat istikrarı ve yüzde 5 hedefine varıncaya kadar, para politikası faizi ile gerçekleşen/beklenen enflasyon arasındaki dengenin, güçlü dezenflasyonist etkiyi koruyacak şekilde kararlılıkla sürdürüleceği vurgulanmıştır.** Bu toplantıda, sıkı parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin ilerleyen dönemde belirgin hale gelerek enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurlarının kademeli olarak zayıflayacağı öngörüsü korunmuştur. Bu çerçevede, politika faizi yüzde 17 düzeyinde sabit tutulurken 2021 yıl sonu tahmin hedefi dikkate alınarak, enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sıkı para politikası duruşunun kararlılıkla uzun bir müddet sürdürülmesine karar verilmiştir. TCMB ayrıca, yakın dönemde kredi ve mevduat faizlerinde bir miktar düşüş gözlemlendiğini ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak için Türk lirası zorunlu karşılıklarda artış yapılması ihtiyacı olduğunu belirtmiştir (Tablo 1.1). Bununla birlikte, parasal duruşun belirlenmesinde kullanılan yegâne aracın politika faiz oranı olduğu vurgulanmış, zorunlu karşılık oranlarının ise politika faiziyle belirlenen parasal duruşun mevduat, kredi ve diğer para piyasalarına aktarımını etkileyen bir araç olduğunun altı çizilmiştir.

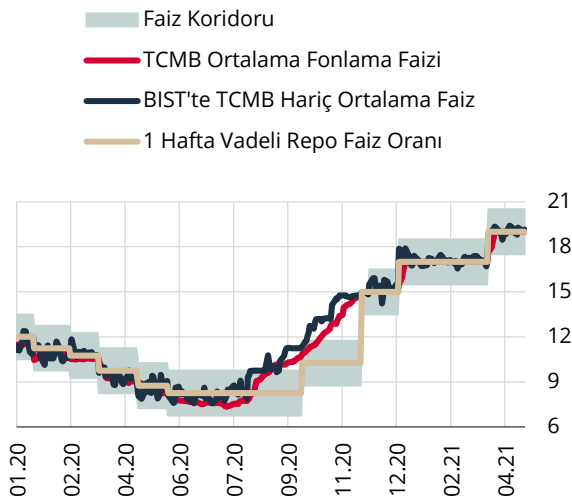
**Mart ayı toplantısında TCMB, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri dikkate alarak, önden yüklemeli ve güçlü bir ilave parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir.** Söz konusu dönemde politika faizi yüzde 17'den yüzde 19'a yükseltilirken, enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sıkı para politikası duruşunun kararlılıkla uzun bir müddet sürdürüleceği mesajı yinelenmiştir. TCMB,

gerçekleştirilen güçlü parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin daha belirgin hale geleceği beklentisi korunmakla birlikte, son dönemde kredi büyümesindeki yükseliş eğilimi ile ithal maliyetlerdeki artışın, talep ve maliyet unsurlarında öngörülen kademeli iyileşmeyi geciktirdiği değerlendirilmesinde bulunmuştur.

**TCMB, Nisan ayı toplantısında politika faizini sabit tutarken mevcut parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceği öngörüsünü paylaşmıştır.** Nisan ayı PPK toplantısında sıkı para politikası duruşu korunmuş ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19 seviyesinde sabit tutulmasına karar verilmiştir. Kurul, enflasyonda kalıcı düşüğe işaret eden güçlü göstergeler oluşana ve orta vadeli yüzde 5 hedefine ulaşıncaya kadar politika faizinin, güçlü dezenflasyonist etkiyi muhafaza edecek şekilde enflasyonun üzerinde bir düzeyde oluşturulmaya devam edileceğinin altını çizmiştir.

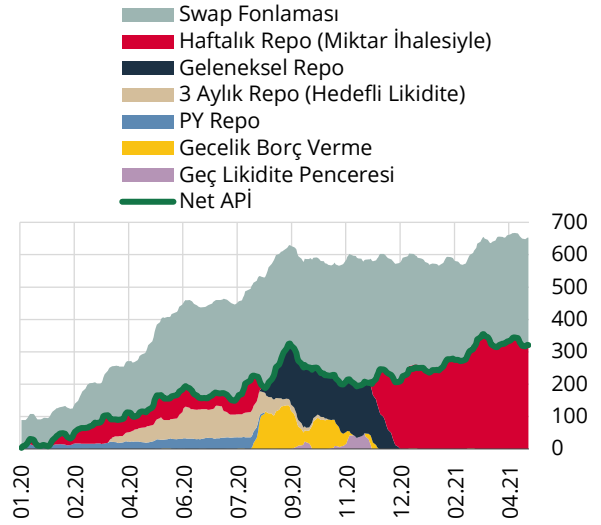
**Mevcut Rapor döneminde de TCMB fonlaması sade bir operasyonel çerçevede APİ ve swap işlemleri kanalıyla yapılmış, gecelik faizler TCMB politika faizi etrafında oluşmuştur.** Kasım ayı sonundan itibaren operasyonel çerçevede sade bir yapıya geçilmesi ve önceki dönemde düzenlenmiş olan geleneksel repo ihalelerin vadesinin gelmesiyle likidite kompozisyonu tamamen sade bir yapıya kavuşmuştur. Mevcut Rapor döneminde de sistemin fonlama ihtiyacı APİ fonlamasına ek olarak TCMB ve BİST bünyesinde gerçekleştirilen döviz/altın karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmıştır. TCMB'nin sade ve öngörülebilir likidite yönetimi çerçevesi sayesinde BİST gecelik repo faizleri TCMB politika faizi etrafında dalgalanmıştır (Grafik 1.1.1). 29 Ocak 2021 tarihi itibarıyla 312 milyar TL olan swap işlem tutarı 22 Nisan 2021 tarihi itibarıyla 326 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde net APİ fonlaması swap fonlamasına kıyasla daha fazla artış kaydederek 273 milyar TL seviyesinden 314 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.2).

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



Kaynak: BİST, TCMB.

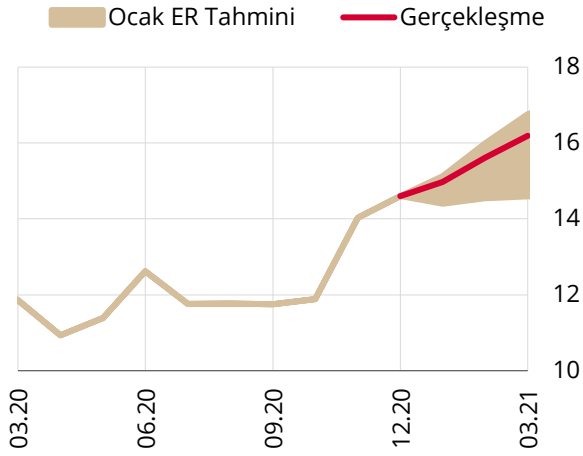
**Grafik 1.1.2: TCMB Açık Piyasa ve Swap İşlemleri (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)**



Kaynak: TCMB.

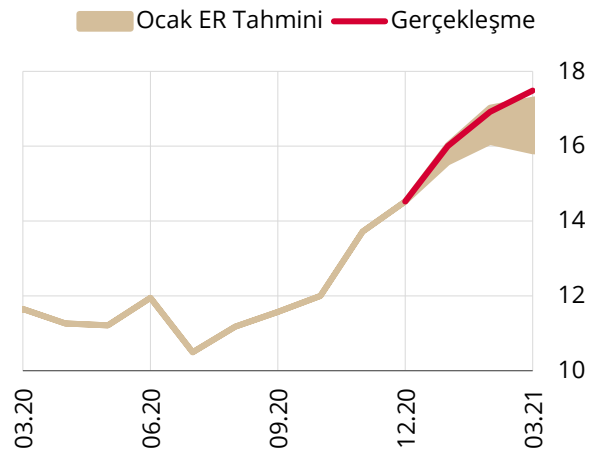
## 1.2 Orta Vadeli Tahminler

**2021 yılının ilk çeyreğinde yüzde 16,2 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonu Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin bandının üst sınırına yakın seyretmekle birlikte, sepet ağırlıklarındaki güncelleme dikkate alındığında tahminlerle uyumlu bir seyir izlemiştir.** Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu öngörülerin üzerinde kalmıştır (Grafik 1.2.1 ve Grafik 1.2.2). İlk çeyrekte uluslararası emtia fiyatlarındaki artış, güçlü talep koşulları, arz kısıtları, yüksek enflasyon beklentileri ve birikimli döviz kuru etkilerine bağlı olarak enflasyon yükselişini sürdürmüştür.

**Grafik 1.2.1: Tüketici Enflasyonu için Ocak 2021 Tahminleri ve Gerçekleşmeler\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

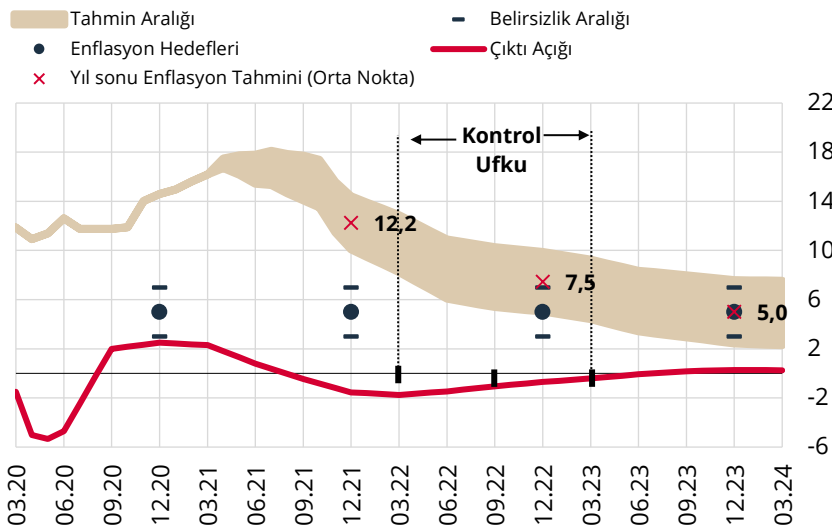
\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

**Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon (B Endeksi) için Ocak 2021 Tahminleri ve Gerçekleşmeler\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Ham petrol, ithalat ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlar ile kısa vadeli öngörüler çerçevesinde ve politika faizinin güçlü dezenflasyonist etkiyi muhafaza edecek şekilde, gerçekleşen ve beklenen enflasyonun üzerinde bir düzeyde oluşturulmaya devam edileceği bir görünüm altında 2021 ve 2022 yıl sonu enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir.** Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yılı sonunda yüzde 12,2 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 7,5'e ve 2023 yıl sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5 seviyesine gerileyerek istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2021 yılı sonunda orta noktası yüzde 12,2 olmak üzere, yüzde 10,0 ile yüzde 14,4 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 7,5 olmak üzere yüzde 5,0 ile yüzde 10,0 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.3).

**Grafik 1.2.3: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\***

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Tahminler, küresel büyüme ve dış talep görünümünde salgın kaynaklı olumsuz bir şokun yaşanmayacağı ve küresel risk iştahında ilave bozulma olmayacağı bir görünüm çerçevesinde üretilmiştir.** Genişleyici parasal ve mali politikalar ile aşılama sürecinde yaşanan olumlu gelişmelerin etkisiyle iyileşen küresel büyüme görünümü beraberinde küresel enflasyon beklentilerinde artış getirmiştir. Küresel enflasyon



baskıları para politikalarında mevcut öngörülerden daha erken bir sıkılaşmaya gidilebileceği beklentilerine neden olmaktadır. Küresel finansal piyasalarda veri duyarlılığının ve buna bağlı oynaklıkların artacağı bir döneme girilmiştir. Bu bağlamda Türkiye’de para politikasındaki sıkı duruşun enflasyonda kalıcı düşüğe işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek olması, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

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

### 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>

***Ülke risk primindeki artış, finansal piyasalardaki oynaklık ve portföy çıkışları dış finansman imkânlarına dair riskleri artırmaktadır.*** Salgının seyri ve aşılama sürecinin turizm sektörüne etkisine ilişkin belirsizlikler, cari işlemler dengesi kanalıyla bu risklerin önemini artırmaktadır. Dış finansman görünümünü olumsuz etkileyecek gelişmeler büyüme üzerinde aşağı yönlü, enflasyon üzerinde döviz kuru kanalıyla yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

***Salgının yurt içi ve yurt dışındaki seyri ile aşılama sürecine bağlı olarak iktisadi faaliyet üzerinde her iki yönde riskler bulunmaktadır.*** Artan vaka sayıları sonrasında alınan kısıtlama kararları iktisadi faaliyeti kısa vadede yavaşlatacaktır. Diğer yandan yurt içinde ve dışında aşılamanın öngörülenden daha süratli gerçekleşmesi, mal ve hizmet ihracatı ile yurt içi hizmet sektörlerindeki iyileşmeyi destekleyebilecektir. Kısıtlamalara ilişkin olası yeni kararlar ve tedbirlerin makroekonomiye yansımalarının, yeni koşullara adaptasyon, sektörel ayrışmalar gibi nedenler ile çıktı açığı ve birim işgücü maliyetlerinin ölçümünü zorlaştırdığı ve enflasyon tahmin belirsizliğini artırdığı değerlendirilmektedir.

***Yıl sonu ve orta vadeli enflasyon beklentileri son dönem kur gelişmeleri kaynaklı olarak artış sergilemiştir.*** Ankete dayalı göstergeler ve enflasyon telafileri, enflasyon beklentilerindeki artışın yanı sıra enflasyon belirsizliğinin de arttığına işaret etmektedir. Finansal piyasalardaki oynaklık fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümüne ilişkin risk oluşturmaktadır.

***Tedarik zincirinde süregelen sıkıntılar enflasyon üzerindeki arz yönlü riskleri canlı tutmaktadır.*** Küresel tedarik sorunları ve navlun maliyetlerinde gözlenen artışlar ile ithalat fiyatlarındaki yükseliş üretici fiyatlarının oldukça yüksek seviyelerde seyretmesine sebep olmaktadır. Üretici fiyatlarının tüketici fiyatlarına geçişkenliği ve bunun kaynakları yakından takip edilmektedir.

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

**Küresel talepteki toparlanma ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş uzun vadeli tahvil getirilerini yükseltmekte ve sermaye akımları kanalıyla döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır.** Küresel finansal piyasalarda veri duyarlılığının ve buna bağlı oynaklıkların artacağı bir döneme girilmiştir. Veri akışıyla birlikte gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin beklentilerde oluşabilecek değişimler, küresel risk iştahında ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında oynaklığa neden olabilecektir.

**Uluslararası emtia fiyatlarının bulunduğu yüksek seviyeler, enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.** Petrol üreticisi ülkelerin arz kısıtlamalarını ne hızda ve derecede gevşetecekleri petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinde belirleyici olacaktır. Arz yönlü enflasyonist unsurların beklentiler üzerindeki ikincil etkileri ve finansal göstergelerle etkileşimi yakından takip edilecektir.

**Finansal koşullardaki sıkılaştırmanın ikinci çeyrekte net kredi kullanımını ve yurt içi talebi yavaşlatacağı öngörülmektedir.** Bununla birlikte kredi büyümesini yukarı yönde etkileyebilecek ve sıkı parasal duruşun aktarımını sınırlayabilecek unsurlar; toplam talep, cari denge, dış finansman ve risk primi kanallarıyla enflasyon görünümünü olumsuz etkileyebilecektir.

**Salgının iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini ve ithal maliyetler kaynaklı enflasyon baskılarını sınırlamaya yönelik tedbirlerin kamu finansman ihtiyacını artırmaya bağlı olarak yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.** 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.

**Tablo 1.1: Para Politikası Uygulamaları**

Tarih	Kurum	Politika Kararı
24 Şubat 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin artırılması için zorunlu karşılık düzenlemesinde değişikliğe gitmiştir. Bu çerçevede: (i) TL cinsi zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde ve yükümlülük türlerinde 200 baz puan artırılmış; (ii) Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilebilmesi imkânı azami oranı yüzde 30'dan yüzde 20'ye düşürülmüş; (iii) Türk lirası karşılıkların standart altın cinsinden tesis edilebilmesi imkânı yüzde 20'den yüzde 15'e düşürülmüştür.</li> <li>Ek olarak, Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı 150 baz puan artırılarak yüzde 13,5 seviyesine yükseltilmiştir.</li> </ul>
19 Mart 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>TCMB Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 17'den yüzde 19'a çıkarılmıştır.</li> </ul>

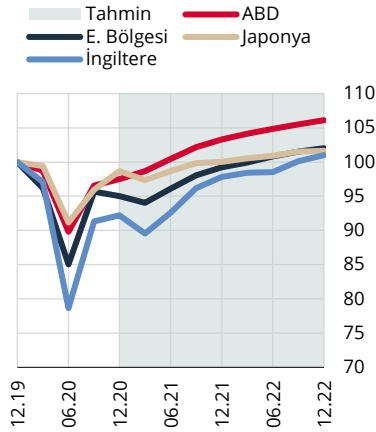


## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler

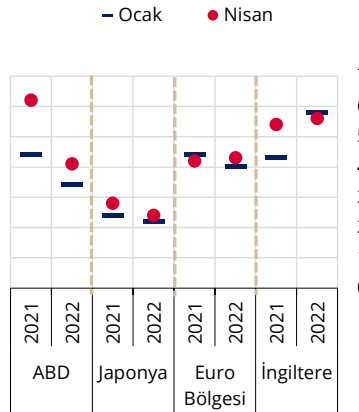
**Küresel ekonomi destekleyici politikalar ve aşılama sürecindeki olumlu gelişmelerin etkisiyle toparlanmaya devam etmekte, bu iyileşme sürecinde özellikle imalat sanayi faaliyeti ve küresel ticaretteki ivmelenme belirleyici olmaktadır. Bununla birlikte, ülkelerin salgından etkilenme dereceleri ve büyüme görünümü önemli derecede farklılık göstermektedir.** ABD'nin büyüme görünümü, son açıklanan mali paket ile birlikte, diğer gelişmiş ülkelere göre olumlu yönde ayrılmış, büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2). Çin ekonomisi de salgın sonrası küresel ortalamanın üzerinde bir hızla toparlanmaktadır. Euro Bölgesi'nde ise 2020 yılı son çeyrek büyümesi beklentilerden iyi gerçekleşmiş ancak salgının yeni dalgaları ve alınan önlemler nedeniyle 2021 yılı birinci çeyreği için görünüm kötüleşmiştir. Genel olarak salgının seyri ve aşılama hızındaki farklılaşmalar ülkeler arasındaki normalleşme süreçlerinin de farklılaşmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte, küresel büyüme tahminleri daha önce olduğu gibi yılın ikinci yarısından itibaren güçlü toparlanmaya işaret etmektedir. Bu çerçevede Türkiye'nin dış talep görünümü geçtiğimiz Rapor dönemine göre belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 2.1.3). 2022 yılına ilişkin tahminler ile birlikte dış talebin, 2021 yılı sonunda salgın öncesi düzeyini yakaladıktan sonra 2022 yılında yıllık yüzde 4-5 bandında büyümesi beklenmektedir. Ancak yıllık büyüme tahminleri Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının bir bölümünde salgın öncesi milli gelir düzeyine dönülmesinin zaman alacağına işaret etmektedir (Mercek Altı 2.1). Küresel iktisadi faaliyete ilişkin olumlu beklentilere karşın salgın ile ilgili belirsizliklere bağlı olarak büyüme görünümü üzerindeki riskler her iki yönde canlılığını korumaktadır.

**Grafik 2.1.1: Gelişmiş Ekonomilerde Sabit Fiyatlarla GSYİH ve Tahminler (2019 Ç4=100)**



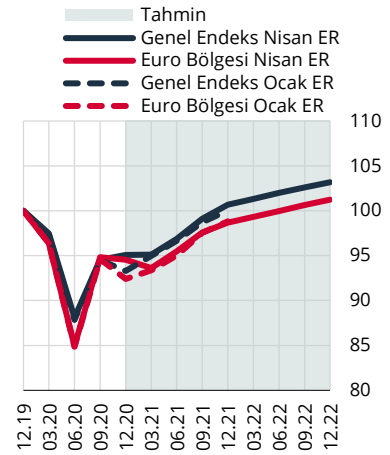
Kaynak: Consensus Economics

**Grafik 2.1.2: Büyüme Tahminleri (Yıllık, %)**



Kaynak: Consensus Economics.

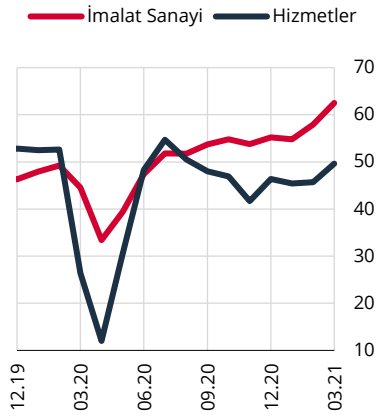
**Grafik 2.1.3: İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi\* (2019 Ç4=100)**



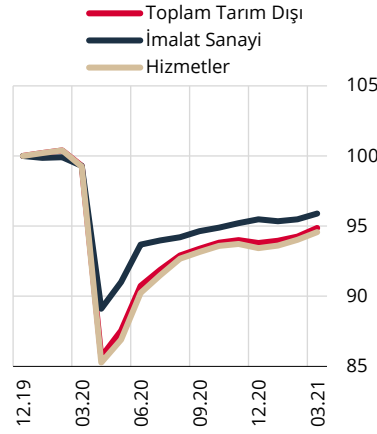
Kaynak: TCMB, IHS, Consensus Economics.

\* 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.

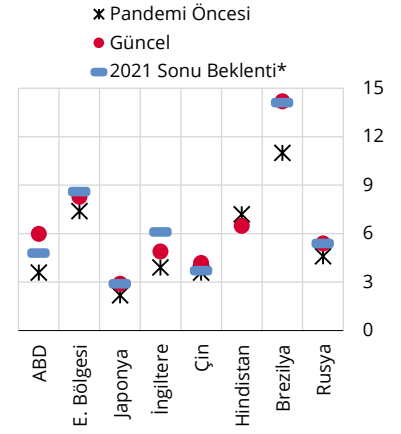
**Salgının ve alınan önlemlerin emek yoğun hizmet sektörünü daha olumsuz etkilemesi, istihdam piyasasındaki toparlanmayı da geciktirmektedir.** Kısıtlamaların yoğun olarak uygulandığı Euro Bölgesi'nde imalat ve hizmet sektörleri arasındaki farklılaşma PMI endekslerinde açıkça görülmektedir (Grafik 2.1.4). Bununla birlikte Almanya sanayi üretimi son iki ayda beklentilerin aksine gerilemiştir. Salgın sürecinin uzaması imalat sanayini de olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir. Hizmet sektörü istihdamı sanayileşmiş ülkelerin hepsinde toplam istihdamın büyük bölümünü oluşturmaktadır. Bu nedenle büyüme görünümündeki toparlanma istihdam ve işsizlik oranlarına aynı ölçüde yansımamıştır. ABD'de imalat sanayi istihdamı hizmet istihdamına göre daha hızlı toparlanmış olmakla birlikte her ikisi de Mart ayı itibarıyla salgın öncesi seviyenin oldukça gerisindedir (Grafik 2.1.5). Ayrıca işsizlik oranları da büyük ekonomilerde salgın öncesi düzeyin üzerindedir (Grafik 2.1.6). Buna ilaveten, işsizlik oranları işgücü piyasasındaki olumsuzluğu tam olarak yansıtmamaktadır. Salgın döneminde istihdam ile birlikte işgücü de daralmış birçok kişi iş aramayı bırakmıştır. Normalleşme ile birlikte bu kişilerin işgücüne geri dönmesi işsizlik oranlarındaki düzelmeyi daha da geciktirebilecektir.

**Grafik 2.1.4: Euro Bölgesi PMI Endeksleri (2019 Aralık =100)**

Kaynak: IHS Markit.

**Grafik 2.1.5: ABD Tarım Dışı İstihdam (2019 Aralık=100)**

Kaynak: St Louis Fed.

**Grafik 2.1.6: İşsizlik Oranları (%)**

Kaynak: Bloomberg.

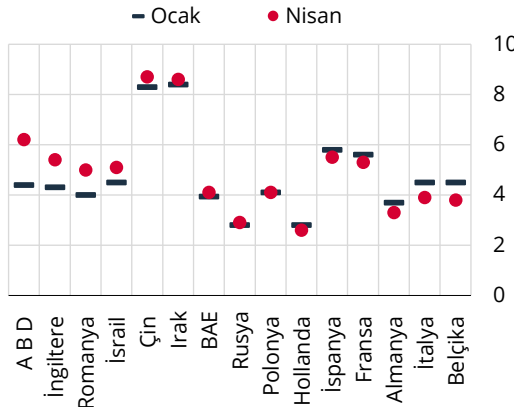
\* Bloomberg Beklenti Anketi'nden alınan medyan beklentileri göstermektedir.

## Mercek Altı 2.1

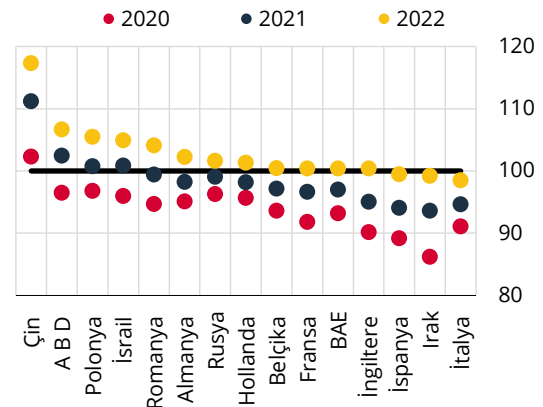
### Türkiye'nin Ana Ticaret Ortaklarında Büyüme Görünümü

**Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının<sup>1</sup> 2021 yılı büyüme tahminleri Euro Bölgesi ülkeleri için aşağı yönlü; ABD, Çin ve İngiltere'de ise önemli oranda yukarı yönlü güncellenmiştir.** Salgının yeni dalgalarının etkili olduğu Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Hollanda ve Belçika'da 2021 yılı büyüme tahminleri Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre kötüleşmiştir. Buna karşın, salgının etkilerini görece olarak daha çabuk atlatan Çin, kapsamlı mali paket açıklayan ABD ve aşılama hızı ile ayrılan İngiltere'de büyüme görünümü bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmiştir (Grafik 1).

Buna karşın, salgının etkilerini görece olarak daha çabuk atlatan Çin, kapsamlı mali paket açıklayan ABD ve aşılama hızı ile ayrılan İngiltere'de büyüme görünümü bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmiştir (Grafik 1).

**Grafik 1: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortakları 2021 Yılı Büyüme Tahminleri (%)**

Kaynak: Consensus Economics.

**Grafik 2: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortakları Yıllar İtibarıyla Reel GSYİH (2019=100)**

Kaynak: Consensus Economics, TCMB.

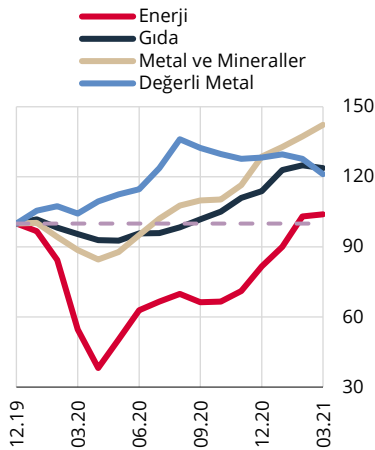
**Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının birçoğu için 2019 yılı milli gelir seviyesine ulaşmak zaman**

**alacaktır.** Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının önemli bir kısmının 2022 yılından önce yıllık bazda 2019 yılı milli gelir düzeyine ulaşamayacağı öngörülmektedir. Salgın döneminde görece olarak daha yüksek oranda daralan İtalya, İspanya ve Irak ekonomilerinde ise tahminler milli gelirin 2022 yılı için dahi 2019 yılı düzeylerinin altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2). Bu çerçevede, Türkiye'nin dış talep görünümünün salgın öncesi seviyelerine ulaşmasının 2022 yılından önce olmayacağı değerlendirilmektedir.

<sup>1</sup> Türkiye'nin 2021 yılının birinci çeyreğinde ihracatının en yüksek olduğu ilk 15 ülke alınmıştır. Söz konusu ülkelerin Türkiye'nin toplam ihracatı içerisindeki payı yaklaşık yüzde 60'tır.

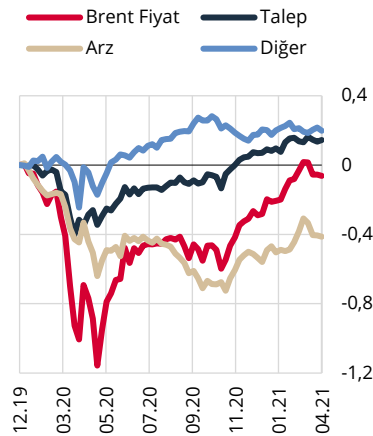
**Emtia fiyatları ilk çeyrekte belirgin bir artış kaydederken, son dönemde nispeten yatay bir seyir izlemektedir.** Emtia fiyatlarının bulunduğu yüksek seviyeler küresel enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 2.1.7). Petrol fiyatları yükselişini sürdürerek Mart ayında en yüksek noktaya ulaşmış daha sonra bir miktar gerilemiştir. Önceki çeyreğin aksine, son dönemdeki fiyat değişimlerinde arz yönlü faktörler daha belirleyici olmuştur (Grafik 2.1.8). Petrol üreticisi ülkelerin arz kısıtlamalarını ne hızda ve derecede gevşetecekleri petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinde belirleyici olacaktır. Küresel endüstriyel metal üretimine ilişkin kısıtların halihazırda devam etmesi nedeniyle endüstriyel metal fiyatları 2020 yılının ikinci yarısındaki artış eğilimini içinde bulunduğumuz Rapor döneminde de sürdürmüştür. Tarımsal emtia fiyat artışlarının artış hızı bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre gerilemiş olmakla birlikte fiyatlar salgın öncesine göre yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.1.9).

**Grafik 2.1.7: Emtia Fiyat Endeksleri**  
(2019 Aralık = 100)



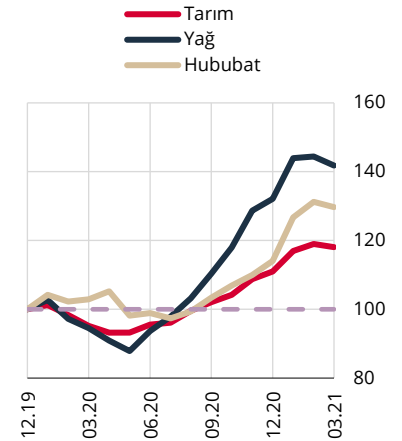
Kaynak: Dünya Bankası.

**Grafik 2.1.8: Brent Petrol Fiyatları ve Faktör Ayrıştırması**  
(2019 Aralık=0)



Kaynak: Bloomberg, New York Fed.

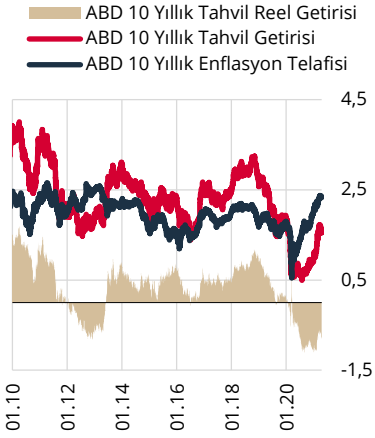
**Grafik 2.1.9: Tarımsal Emtia Fiyatları\***  
(2019 Aralık = 100)



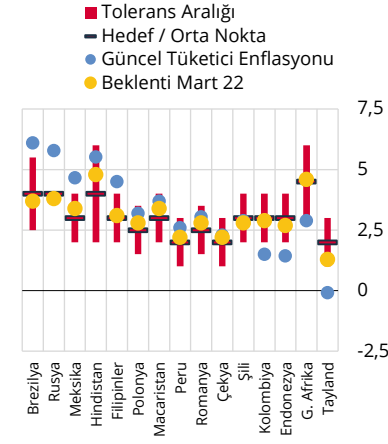
Kaynak: Dünya Bankası.

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

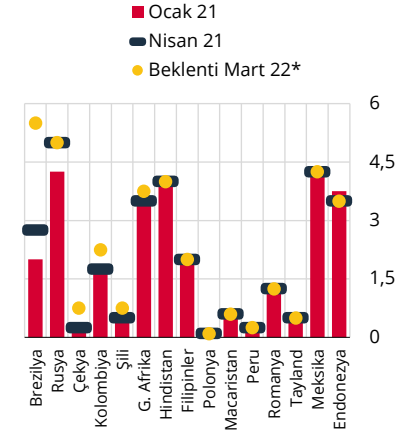
**Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası duruşlarında sıkılaşmaya gitmemiş olmalarına karşın uzun vadeli tahvil getirileri bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin olarak yükselmiş, bu durum gelişmekte olan ülke para birimleri üzerinde baskı oluşturmuştur.** Uzun vadeli tahvil getirilerindeki artışın temel sebebi büyüme görünümündeki iyileşme ve buna bağlı olarak enflasyon beklentilerinin artmış olmasıdır. Ancak, salgın kaynaklı belirsizlik vade priminin artmasına ve uzun vadeli getirilerin reel olarak da yükselmesine neden olmuştur. Bu eğilim, en olumlu büyüme görünümüne sahip olan ABD ekonomisinde net bir şekilde gözlenmektedir (Grafik 2.1.10). Gelişmiş ülke tahvil getirilerindeki artış gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kaybetmesine yol açabilmektedir. Bu durum emtia fiyatları ile birlikte döviz kuru üzerinden, ekonomilerin kendilerine has özelliklerine bağlı olarak, maliyet yönlü enflasyon yaratabilmektedir (Kutu 2.1). Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun geçtiğimiz Rapor dönemine göre yükseldiği ve bazı ülkelerde hedef-tolerans aralığının dışına çıktığı görülmektedir (Grafik 2.1.11). Gerek maliyet gerekse talep yönlü baskılar nedeniyle enflasyonun artması, gelişmekte olan ülkelerde salgın döneminde tarihsel ortalamalarının oldukça altına çekilen politika faizlerinin de normalleşme sürecine girebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Brezilya ve Rusya merkez bankaları sıkılaşma süreçlerine başlarken, beklentiler diğer bazı gelişmekte olan ülke merkez bankalarının da yakın ve orta vadede faiz artışına gidebileceklerine işaret etmektedir (Grafik 2.1.12).

**Grafik 2.1.10: ABD 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)**

Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.1.11 Gelişmekte Olan Ülkelerde 2020 Yılı Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı, Gerçekleşme ve Beklentiler, %)**

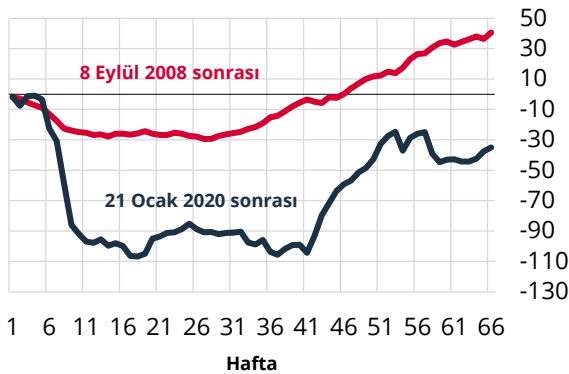
Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankaları.

**Grafik 2.1.12: Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faizleri ve Beklentiler (%)**

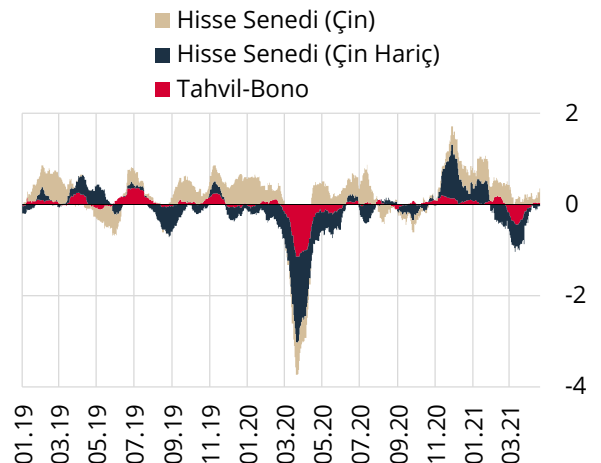
Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları.

\* Bloomberg Anketi'nden alınan medyan beklentileri göstermektedir.

**Gelişmiş ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerindeki artış gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerini de sektöre uğratmış, Şubat ayından itibaren portföy hareketleri çıkış yönüne dönmüştür.** Ekonomik aktivite toparlanırken gelişmiş ülkelerde reel faizlerin negatif olması 2020 yılı sonbahar aylarından itibaren küresel likiditenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuş, ancak gelişmiş ülke getirilerindeki hızlı artış bu eğilimi kesintiye uğratmıştır. Böylece salgının başlamasıyla gelişmekte olan ülkelere çıkan portföy yatırımlarının tamamı geri dönmeyen, söz konusu ülkelerin piyasalarında tekrar çıkışlar ve dalgalanmalar görülmeye başlanmıştır (Grafik 2.1.13). Şubat ayından başlayarak sadece Çin hisse senedi piyasalarına giriş olmuş, borçlanma senedi piyasalarında ve diğer ülke hisse senedi piyasalarında ise çıkış gözlenmiştir (Grafik 2.1.14). Küresel likidite fazlalığı ve salgına bağlı belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke ekonomilerine dair gelişmelerin, gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında dalgalanmalara neden olmayı sürdürebileceği değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.1.13: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (Birikimli, Haftalık, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: IIF.

**Grafik 2.1.14: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Hareketli Ortalama)**

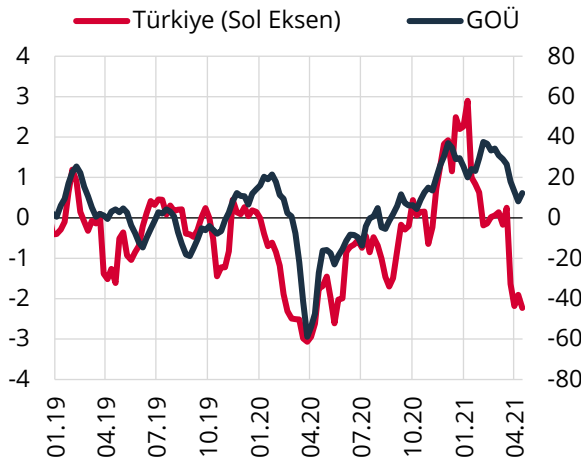
Kaynak: IIF.

## 2.2 Finansal Koşullar

**Ocak Enflasyon Raporunu takip eden üç haftada finansal göstergelerdeki iyileşme devam etmiş; bu süreçte Türk lirası değer kazanırken ülke risk primi (CDS) 300 baz puanının altına gerilemiştir. Devam eden dönemde ise küresel risk iştahındaki dalgalanmanın yanı sıra Türkiye'ye özgü risk algılamalarının da bozulmasıyla güçlü sermaye çıkışları gözlenmiştir.** ABD'de seçim sonrası pozitif seyir izleyen küresel risk iştahı, enflasyon beklentilerinin yarattığı belirsizlik nedeniyle Şubat ayı ile birlikte bozulmaya başlamıştır. Seçim sonrası beklenen yeni mali teşvik paketinin detaylarının belli olmasıyla ABD tahvil getirilerinde hızlı yükseliş yaşanmış ve küresel risk iştahı tersine dönmüştür. Tahvil piyasalarındaki hareket, Fed'in öngörülenden daha önce parasal sıkılaşıma gideceği beklentisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik algının da hızla bozulmasına neden olmuştur (Kutu 2.2). Bu gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülke varlıklarından çıkışlar belirginleşirken Türk lirası varlıklardaki satış daha yüksek olmuştur. Devam eden dönemde başta Fed olmak üzere politika yapımcıların enflasyon ve büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü risklere vurgu yapması ve Fed üyelerinin 2022 yıl sonuna kadar politika duruşunda bir değişiklik beklemediklerini ifade etmeleri nedeniyle ABD tahvil piyasası kaynaklı oluşan risk algısı düzelmiş, buna paralel olarak gelişmekte olan ülke varlıkları ve risk primlerinde iyileşme gözlenmiştir.

**Küresel panik havasının yatışmasıyla Mart ayında yatay bir görünüm sergileyen gelişmekte olan ülke finansal göstergelerine karşın, yurt içinde para politikası görünümüne dair belirsizlik algılamalarına bağlı olarak Türk lirası cinsi varlıklar yeni bir satış dalgasına girmiştir.** Mart PPK kararını takip eden haftada Türkiye'ye ilişkin yabancı yatırımcı algısı hızla bozulurken DİBS ve hisse senedi piyasalarından sert portföy çıkışı gözlenmiştir (Grafik 2.2.1). Para politikası görünümüne ilişkin belirsizlik algısının yüksek seyrettiği Nisan ayına kadar geçen iki haftada portföy çıkışları tahvil piyasalarında 1,25 milyar ABD doları, hisse senedi piyasalarında 1,18 milyar ABD doları olmak üzere toplam 2,4 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Swap kanalında gerçekleşen çıkışlar da göz önünde bulundurulduğunda toplam portföy çıkışı 6,8 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Risk algısındaki bozulmaya bağlı olarak ülke risk primi göstergesi CDS de 150 baz puan üzerinde artış kaydederek 475 baz puana ulaşmıştır (Grafik 2.2.2). Yabancı yatırımcı risk algısındaki bozulmaya bağlı gerçekleşen portföy çıkışına karşın yurt içi yerleşiklerin yabancı para (YP) mevduatlarını önemli ölçüde azaltması Türk lirası ve Türk lirası cinsi varlık fiyatları üzerindeki baskıyı hafifleten temel unsur olmuştur.

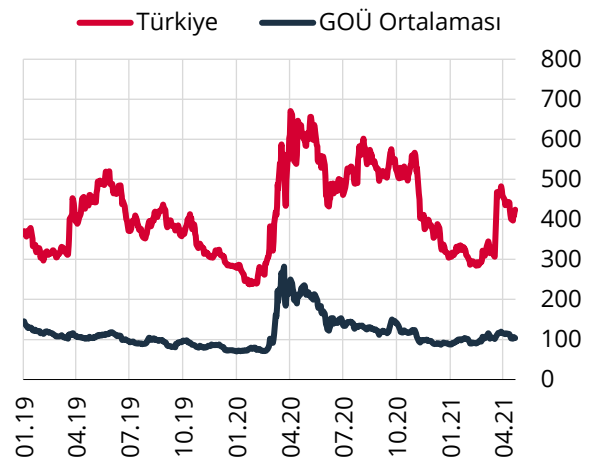
**Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri\*** (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



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)

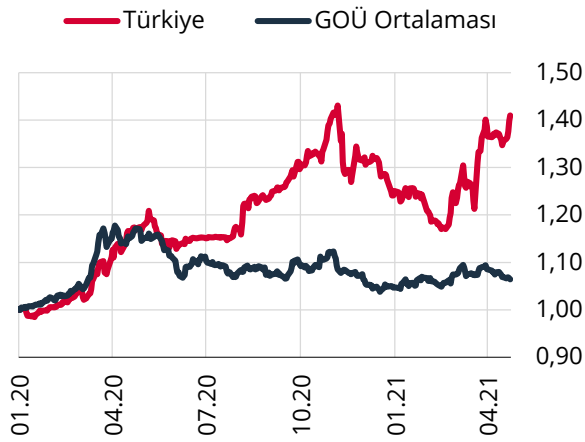


Kaynak: Bloomberg.

GOÜ: Brezilya, Güney Afrika, Endonezya, Kolombiya, Meksika, Filipinler, Malezya, Şili, Rusya.

**Türk lirasında gözlenen hızlı değer kaybı sonrasında YP mevduatta çözülme hızlanmış ve son yılların en belirgin düşüşü gerçekleşmiştir.** Gelişmekte olan ülke para birimleri küresel risk iştahındaki bozulma sonrası yatay bir seyir izlerken Türk lirası hızlı portföy çıkışlarına bağlı olarak yüksek oranda değer kaybetmiştir (Grafik 2.2.3). Akabinde YP mevduat stoku 22 Mart haftasında yaklaşık 9 milyar ABD doları gerilemiştir (Grafik 2.2.4). Bu dönemde YP mevduat stokundaki sert gerilemeye karşın döviz kurundaki yükseliş nedeniyle yurt içi yerleşiklerin toplam mevduatı içindeki YP mevduat payındaki düşüş sınırlı olmuştur. Ancak devam eden haftalarda döviz kuru nispeten yatay kalmasına karşın YP mevduat çözülmesinin devam etmediği gözlenmiştir. Türkiye'ye ilişkin risk algısının zayıf seyrettiği ve portföy çıkışlarının devam ettiği bu dönemde yurt içi yerleşiklerin enflasyon beklentilerindeki bozulmanın sınırlanması ve ters dolarizasyonun sürekliliğinin sağlanması dezenflasyon süreci açısından kritik önem taşımaktadır.

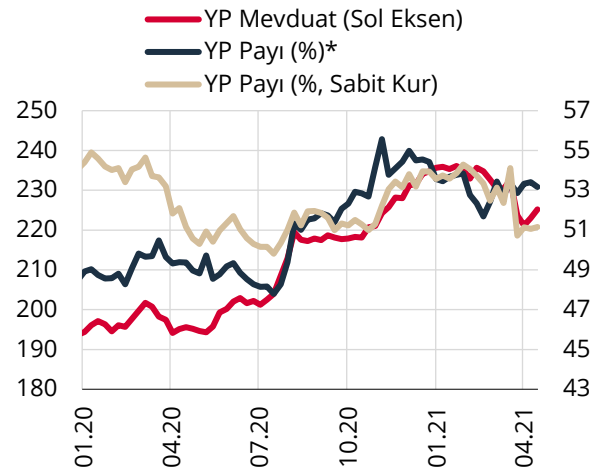
**Grafik 2.2.3: ABD Doları'nın TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri Karşısında Değeri** (31.12.2019 = 1)



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)



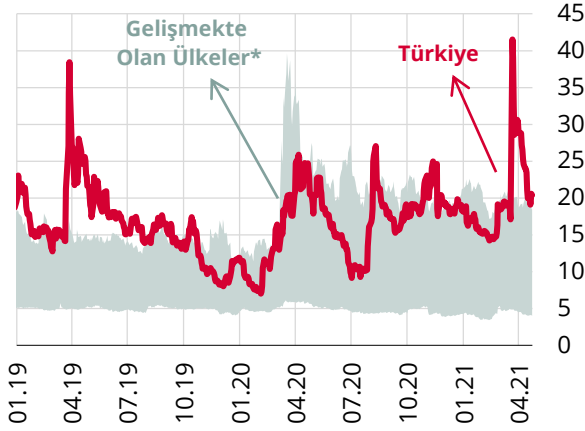
Kaynak: TCMB.

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

**Ülke risk primi ve Türk lirası Mart ayındaki kayıplarının bir kısmını telafi etmekle birlikte döviz kuru oynaklığı yüksek seyrini korumaktadır.** Ocak Enflasyon Raporu sonrasında düşüşünü sürdüren opsiyonların ima ettiği Türk lirası oynaklığı Mart ayında oldukça yükselmiştir. Türk lirası cinsi varlıklara ilişkin olumsuz beklentilerin nispeten giderilmesiyle finansal göstergeler kayıplarını kısmen telafi ederken, ima edilen oynaklıkların mevcut yüksek seyri risk algılamalarının halen yüksek seyrettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.2.5 ve Grafik 2.2.6).



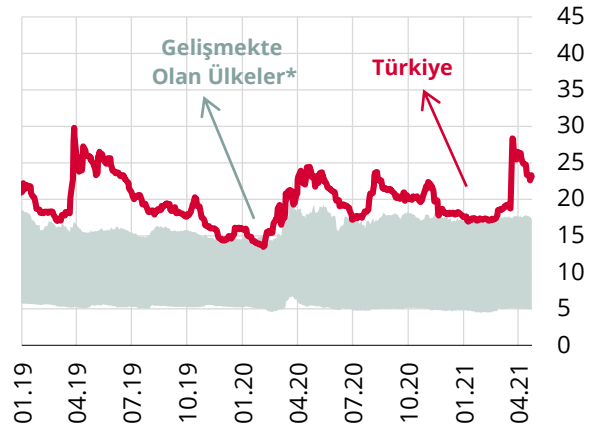
**Grafik 2.2.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı** (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

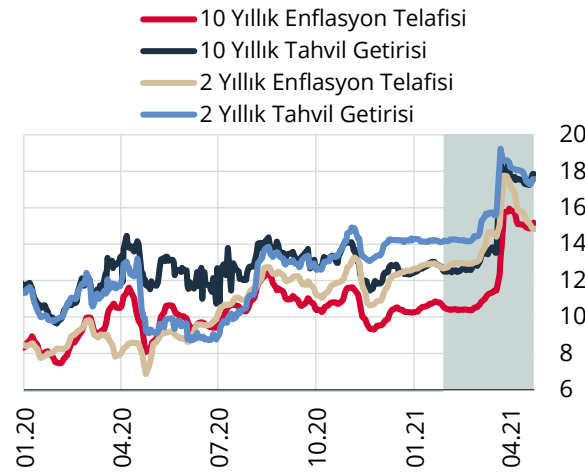


Kaynak: Bloomberg.

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

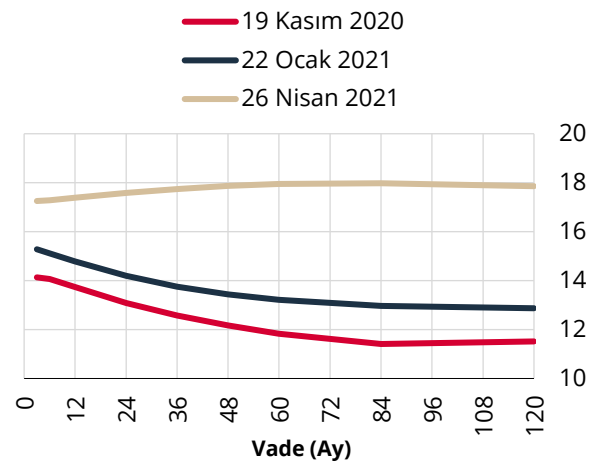
**Küresel risk iştahındaki bozulma ve yurt içi gelişmeler sonrası gerçekleşen portföy çıkışları tahvil getirilerinin sert yükselmesine yol açmıştır.** Rapor döneminin başında yatay seyreden tahvil getirileri küresel risk iştahındaki bozulmanın etkisiyle yükselişe geçmiştir. Küresel panik havasının yatışması sonrasında ise yurt içi gelişmeler kaynaklı riskler ön plana çıkmış ve nominal tahvil fiyatlarında sert kayıplar yaşanmıştır. Reel getirilerin sınırlı değiştiği bu dönemde nominal tahvil faizlerindeki artışın enflasyon telafileri kaynaklı olduğu gözlenmektedir (Grafik 2.2.7). Tahvil faizleri tüm vadelerde artış gösterirken yurt dışı yerleşiklerin DİBS portföyünde ağırlığı daha yüksek olan uzun vadeli tahvillerdeki kayıp portföy çıkışlarının etkisiyle daha fazla olmuş, buna bağlı olarak getiri eğrisi yatay bir görünüm almıştır (Grafik 2.2.8). Yurt içi piyasalarda oluşan dalgalanma sonrası gerçekleştirilen TCMB iletişimi ve devamında sıkı duruşun korunduğu Nisan PPK kararı piyasa fiyatlamalarının kısmen iyileşmesini sağlamıştır. Tahvil fiyatlamaları ve getiri eğrisinin mevcut görünümü, orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinde oldukça yüksek düzeylere işaret etmektedir.

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



Kaynak: Bloomberg.

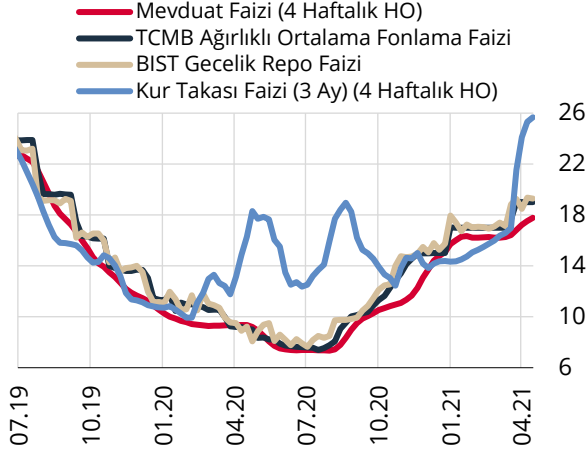
**Grafik 2.2.8: DİBS Getiri Eğrisi (%)**



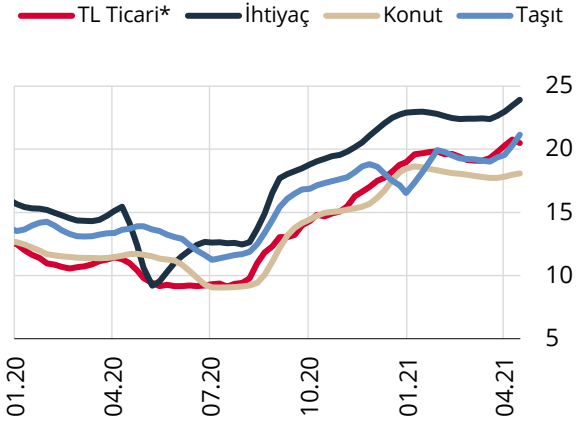
Kaynak: Bloomberg.

**Yılın ilk aylarında bankaların yurt içi fonlama faizleri sabit seyrederken, yurt dışı fonlama maliyetleri görece düşük seyretmiştir. Mart ayındaki parasal sıkılaştırma ve sonrasında artan belirsizlikler ile bankaların fonlama faizleri artmıştır.** İlk aylarda, elverişli yurt dışı finansal koşullar, artan politika öngörülebilirliği ve Türk lirasındaki değerlenme beklentisi ile yurt dışı yerleşik bankalarla yapılan kur takası faizleri diğer faiz oranlarının altında seyretmiştir (Grafik 2.2.9). Mart ayındaki ilave parasal sıkılaştırma ve sonrasında artan belirsizlikler nedeniyle fonlama maliyetleri artmıştır.

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



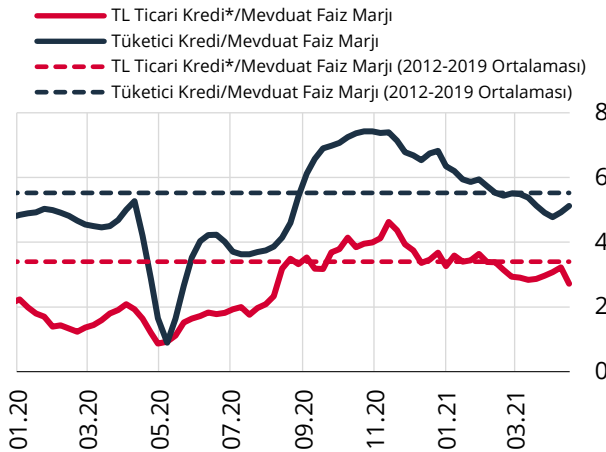
**Grafik 2.2.10: Kredi Türüne Göre Faizler (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

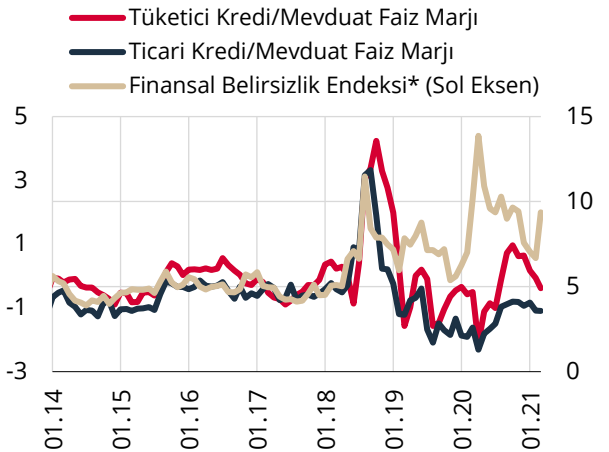
**Mart ayındaki sıkılaştırma öncesinde, kredi/mevduat faiz marjlarındaki düşüş eğilimi söz konusu dönemde kredi arzının güçlü olduğuna işaret etmiştir.** Mart ayındaki faiz artışı öncesinde kredi faizlerinde kısmi bir düşüş eğilimi gözlenmiştir (Grafik 2.2.10). Yılın ilk aylarında mevduat faizi sabit seyrederken, tüketici ve ticari kredi faizlerinin hafif şekilde düşmesi, kredi/mevduat faiz marjlarının tarihsel ortalama değerlerinin altına düşmesine yol açmıştır (Grafik 2.2.11). Söz konusu dönemde, olumlu yurt dışı fonlama koşullarının (Grafik 2.2.9) yanı sıra ekonomik görünüme ilişkin olumlu beklentiler ve finansal göstergelerdeki iyileşmenin de bankaların kredi arzını desteklediği düşünülmektedir (Grafik 2.2.12). Nitekim birinci çeyrek genelinde finansal koşullarda gözlenen gevşemeye katkı, risk primindeki düşüş ve büyüme beklentilerini yansıtan borsa getirisinin yanı sıra, kredi standartlarından kaynaklanmıştır (Mercek Altı 2.2). Yakın dönemde artan finansal belirsizliklerin, önümüzdeki dönemde kredi/mevduat faiz marjlarını yukarı yönde etkilemesi beklenmektedir.

**Grafik 2.2.11: Kredi/Mevduat Faiz Marjları (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

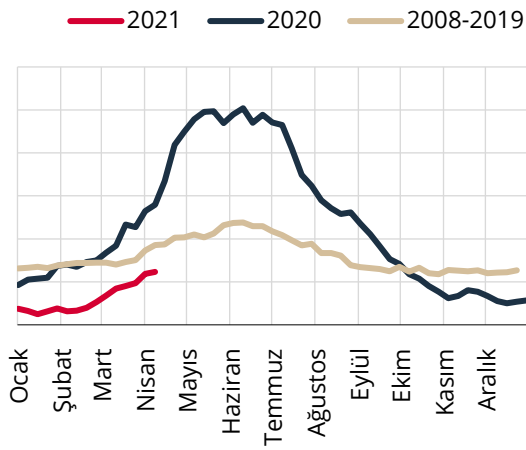
**Grafik 2.2.12: Finansal Belirsizlik ve Kredi/Mevduat Faiz Marjları**



\* Finansal belirsizlik endeksi CDS, EMBI, VIX, kur oynaklığı ve piyasa faizleri oynaklıkları ile hesaplanmıştır.

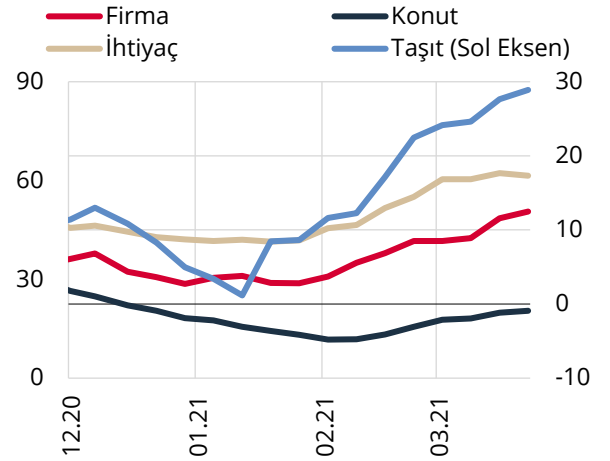
**Kasım ayından itibaren yavaşlayan kredi büyümesi Ocak ayı sonlarından itibaren artış eğilimine girmiştir** (Grafik 2.2.13). Kampanyalarla desteklenen güçlü iç talep koşulları taşıt kredilerindeki seyirde etkili olmuştur (Grafik 2.2.14). İhtiyaç ve firma kredilerinde iç talep koşullarına bağlı olarak artış görülmeye devam ederken, konut kredileri yatay seyretmiştir (Grafik 2.2.14). Banka Kredileri Eğilim Anketi (BKEA) sonuçlarına göre bankalar 2021'in ilk çeyreğinde, firma kredisi talebinin arttığını, ihtiyaç kredisi talebinin aynı kaldığını, konut kredisi talebinin ise düşmeye devam ettiğini belirtmişlerdir (Grafik 2.2.15). Önümüzdeki dönemde para politikası duruşunun ve enflasyon beklentilerinin, kredilerin beklenen reel maliyeti üzerinde etkili olacağı ve kredi talebini yavaşlatıcı etkisinin belirginleşeceği öngörülmektedir.

**Grafik 2.2.13: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Büyüme, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**



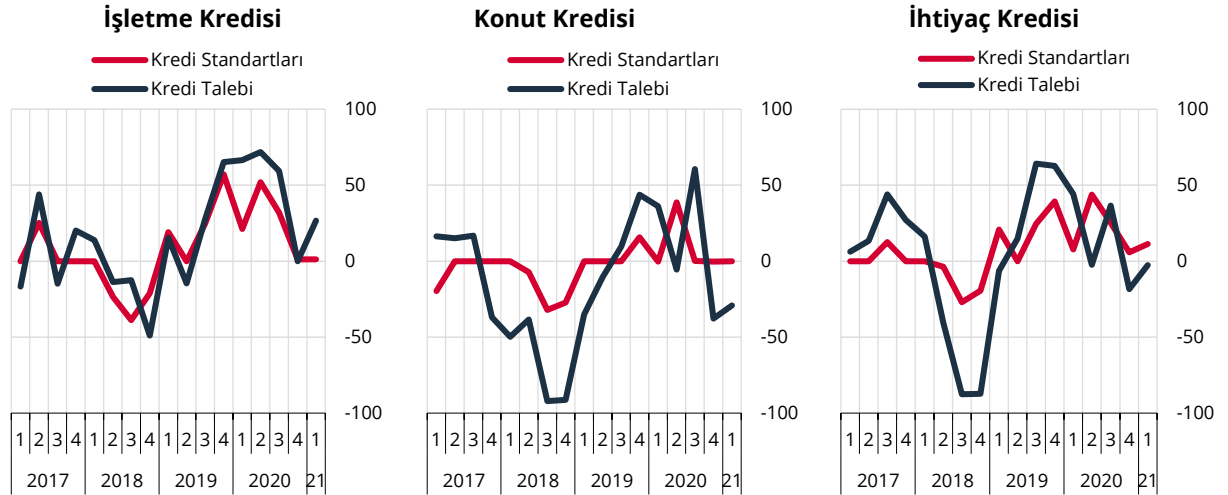
Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.14: Kredi Türüne Göre Büyüme Oranları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Büyüme, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.15: Kredi Standartları ve Kredi Talebi**

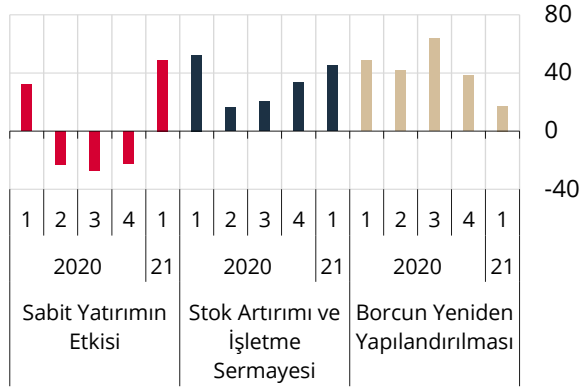


Kaynak: TCMB.

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 artışı) ifade etmektedir.

**Anket sonuçları, ilk çeyrekte önceki dönemlerden farklı olarak sabit yatırımların kredi talebini belirgin biçimde artırdığını ortaya koymaktadır.** Enflasyon görünümü üzerindeki belirsizliklerin azalması, uzun vadeli faizlerdeki düşüş ve buna bağlı olarak iktisadi faaliyetteki toparlanmayla uyumlu olarak sabit yatırımların kredi talebini desteklemeye başladığı görülmüştür. Yılın ilk çeyreğinde stok artırımı ve işletme sermayesi kaynaklı kredi talebi artarken, borcun yeniden yapılandırılması amacıyla kredi talebi ise yavaşlamıştır (Grafik 2.2.16). Ticari kredilerdeki artışa Türk lirası cinsi krediler öncülük ederken, imalat sanayi firmalarının sabit sermaye yatırım harcaması beklentisi kredilerdeki artışa paralel biçimde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.2.17).

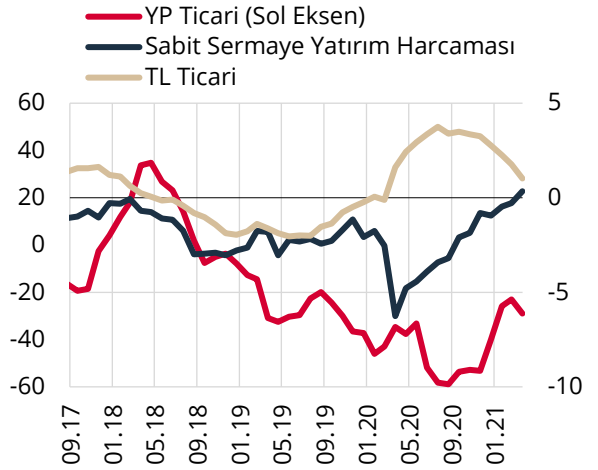
**Grafik 2.2.16: İşletmelerin Kredi Talebini Etkileyen Unsurlar (%)**



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.

**Grafik 2.2.17: TL ve YP Ticari Kredi (Akım Veri, Yıllık, %)**



Kaynak: TCMB.

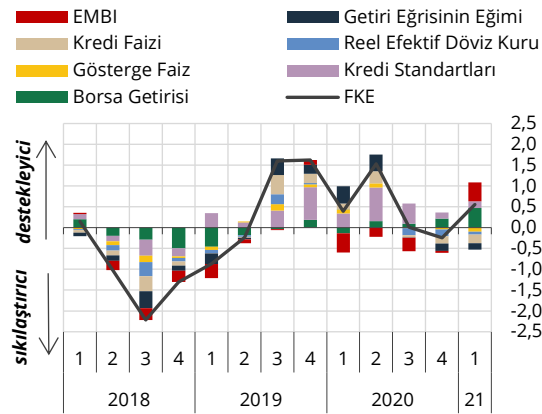
Not: İktisadi Yönelim Anketi'nde yer alan gelecek on iki aya ilişkin sabit sermaye yatırım eğilimi sorusuna verilen yanıtlardan artanlar ve azalanlar arasındaki farkı göstermektedir.

## Mercek Altı 2.2

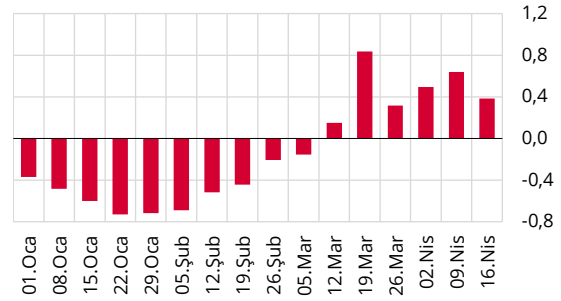
### Finansal Koşullarda Salgın Sonrası Gelişmeler

**Salgın öncesi dönemde enflasyondaki düşüş ve faiz indirimlerinin katkısıyla finansal koşullarda belirgin bir iyileşme gözlenmiştir** (Grafik 1). Salgının küresel boyut kazanmasıyla gelişmekte olan ülkelerin risk primleri artarken bu ülkelerden sermaye çıkışı yaşanmıştır. Dış koşullar sıkılaştırırken, iç koşullar, hanehalkı ve işletmelerin gelir kayıplarını telafi etmek, üretim kapasitesi üzerinde oluşabilecek kalıcı tahribatı önlemek amacıyla alınan parasal ve mali tedbirler sonucunda destekleyici yönde gelişmiştir.

**Grafik 1: Finansal Koşullar Endeksi ve Katkıları\***



**Grafik 2: Haftalık Finansal Koşullar Endeksi\***



\* Finansal koşullar endeksi iktisadi faaliyetle ilişkili finansal göstergelerin iktisadi faaliyetteki değişimleri en iyi açıklayacak şekilde ağırlıklandırılarak toplulaştırılması yoluyla elde edilmektedir. Kredi standartları hariç, endeks değişkenlerinin yıllık değişimleri üzerinden hesaplanmaktadır. FKE'ye ilişkin detaylar için bk. Kara, H. Özlü, P. ve D. Unalmış (2015), "Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi", TCMB Çalışma Tebliği 15/13. Haftalık finansal koşullar endeksi değişken seçimi ve dönüşümü söz konusu çalışmaya dayanmakta, endeks oluşturulurken temel bileşenler analizi yöntemi kullanılmaktadır.

#### **Üçüncü çeyrekte başlayan kademeli sıkılaşılmaya karşın kredi standartları finansal koşulları destekleyici yönde kalmaya devam etmiştir.**

Konut ve taşıt kredileri için kamu bankalarının sunulan kredi paketlerinin etkisiyle tüketici kredileri bu dönemde artmıştır. Kamu kredilerindeki artış ve KGF kefaletli kredi destekleri 2020 yılında finansal koşulları gevşetici yönde hareket etmiştir. Güçlü kredi ivmesi ile sağlanan hızlı toparlanma enflasyonun beklenenin üzerinde gerçekleşmesine ve cari açığın artmasına neden olurken, ülke risk primi finansal koşulları sıkılaştırıcı yönde gelişmiştir.

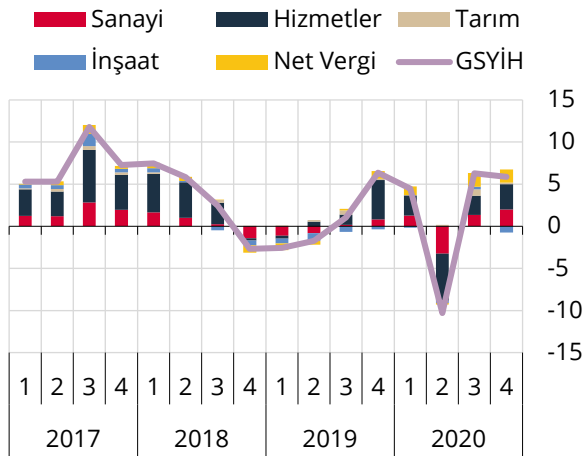
#### **Finansal koşullar endeksi parasal ve finansal koşulların genel sıkılığını göstermektedir. 2020 yılı son çeyreğinden itibaren uygulanan sıkı para politikası finansal koşullara bütüncül bakmanın önemini ortaya koymuştur.**

Politika faizindeki değişimler finansal koşulların sadece bir boyutudur. Politika faizinin seviyesi kadar para politikasının diğer finansal göstergeler ile etkileşimi, uygulanan politikanın ekonomik faaliyete yansımaları konusunda önem taşımaktadır. TCMB, Kasım 2020'den itibaren net ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmıştır. Enflasyon görünümüne ilişkin risklerin arttığı bir dönemde, makrofinansal risklerin dikkate alındığı ve enflasyondaki düşüşün önceliklendirildiği yönünde bir iletişimle gerçekleştirilen sıkı para politikası, enflasyon beklentilerini ve risk primini düşürerek uzun dönem faizlerin gerilemesini sağlamıştır. Diğer bir ifadeyle kısa vadeli faiz düzeyi ve getiri eğrisinin eğimi ile temsil edilen para politikası duruşu sıkılaştırırken, artan öngörülebilirlik risk algısını azaltmak suretiyle beklentiler kanalı üzerinden finansal koşullardaki gevşetici etkiyi de beraberinde getirmiştir. Yurt dışı finansman koşullarındaki iyileşme kredi arzını desteklerken, kurdaki artış ihtimalinin zayıflamasıyla kredi talebi de arzadaki artışa karşılık vermiştir (Grafik 2.2.11 ve Grafik 2.2.16). Mart ayında politika faiz artışı ve sonrasında para politikası belirsizliğine dair algılamalara bağlı olarak artan finansal belirsizliklerin ve kısmen baz etkisinin finansal koşulların sıkılaştırıcı yönde hareket etmesine neden olacağı tahmin edilmektedir (Grafik 2).

## 2.3 İktisadi Faaliyet

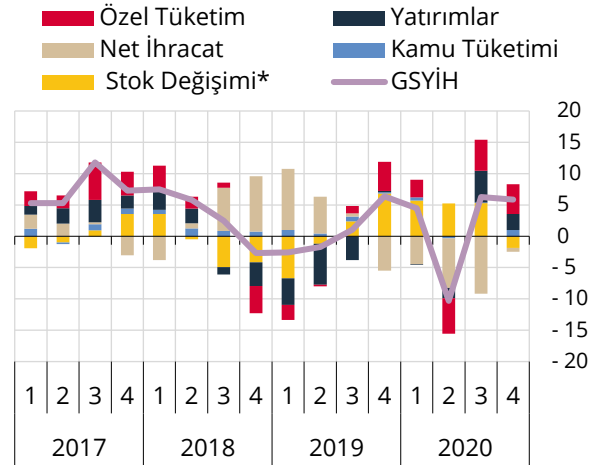
**İktisadi faaliyet, 2020 yılı son çeyreğinde güçlü seyrini korumuş ve uzun dönem eğiliminin üzerinde kalmaya devam etmiştir.** Bu dönemde, milli gelir yıllık yüzde 5,9, çeyreklik yüzde 1,7 oranında artmıştır. Sanayi katma değeri, ihracattaki olumlu performansın da katkısıyla güçlü bir artış göstermiştir. Hizmetler sektörü sanayi bağlantılı kalemlerdeki kuvvetli seyir ve turizmdeki kısmi toparlanmayla birlikte büyümeye pozitif katkı yapmıştır (Grafik 2.3.1). Özel tüketim talebi, mal ve hizmet kalemlerinde geniş yayılımını korurken, kamu tüketimi yurt içi talebi desteklemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.2). Yatırım harcamaları makine-teçhizat yatırımlarındaki yüksek oranlı artışa rağmen inşaat yatırımlarındaki belirgin daralma kaynaklı olarak dönemlik büyümeyi sınırlamıştır. Böylece, inşaat hariç nihai yurt içi talep kuvvetli bir artış sergilemiştir. Bu dönemde, turizmdeki kısmi toparlanma ve mal ihracatındaki güçlü seyirle birlikte mal ve hizmet ihracatı bir önceki çeyreğe göre yüksek oranlı bir artış sergilemiştir. Diğer taraftan, mal ve hizmet ithalatı dönemlik bazda yataya yakın bir seyir izlemiş ve net ihracatın dönemlik büyümeye katkısı pozitif olmuştur.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.3.2: GSYİH Yıllık Büyümesi ve Harcama Yönünden Katkıları (% Puan)**

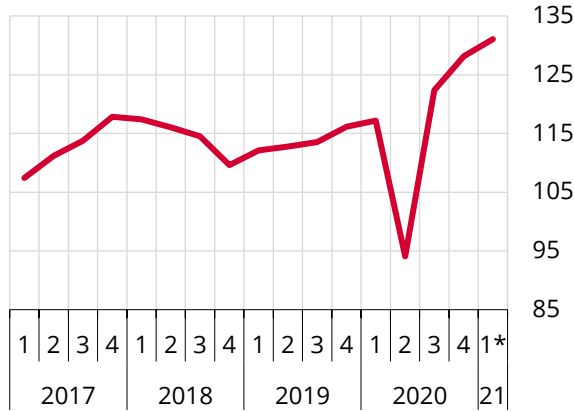


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

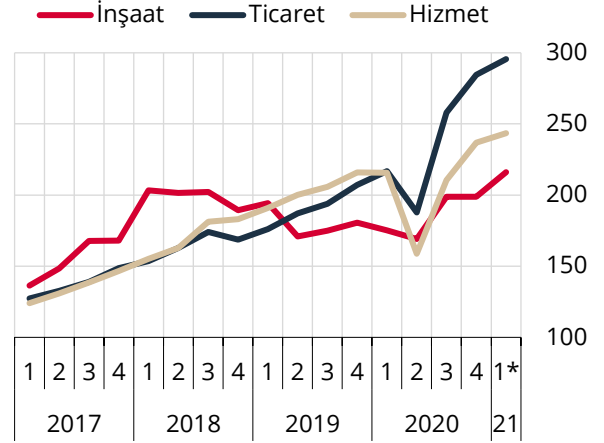
**İlk çeyreğe ilişkin veriler ekonominin döngüsel durumuna dair Ocak Enflasyon Raporu'nda çizilen çerçeveden daha güçlü olmak üzere iktisadi faaliyetin enflasyonist düzeylerdeki seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir.** Sanayi üretimi Ocak-Şubat ayları ortalaması itibarıyla bir önceki çeyreğe göre yüzde 2,3 oranında artmış ve salgının bu dönemdeki kısıtlayıcı etkilerine rağmen uzun dönem eğiliminin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.3). Sanayi üretimindeki güçlü durum, ara malları ve dayanıklı tüketim mallarında daha belirgin olmak üzere, sektörler itibarıyla geniş bir yayılım sergilemiştir. Kredi genişlemesine bağlı olarak inşaat bağlantılı ara malı sektörleri ile taşıt ve dayanıklı tüketim malı sektörlerinde salgın sonrası toparlanma daha kuvvetli olmuştur. Öte yandan, giyim, deri ve petrol ürünleri sektörleri salgın öncesi düzeylerini henüz yakalayamamıştır. Sanayi üretimi ile benzer şekilde, ciro endekslerinin Ocak-Şubat dönemi verileri incelendiğinde, ticaret ve inşaat sektörlerinde cirolar artarken, salgın kısıtlamalarından doğrudan etkilenen sektörlerdeki gidişata bağlı olarak hizmetler sektörü görece daha zayıf seyretmiştir (Grafik 2.3.4). İktisadi faaliyette salgına bağlı olarak meydana gelen sektörel ayrışma firma kârlılıklarına da yansımıştır (Kutu 2.3).



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

Kaynak: TÜİK.

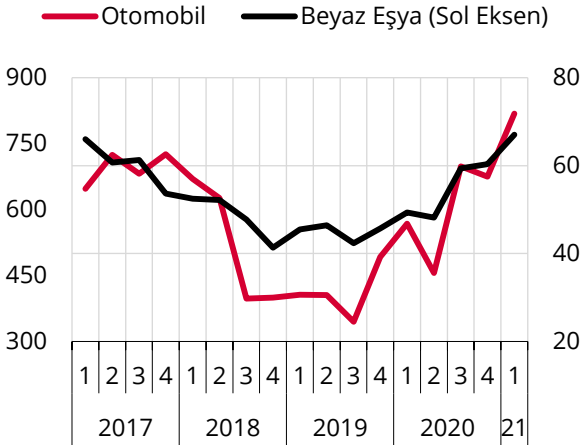
\* Ocak-Şubat ayları ortalamasıdır.

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

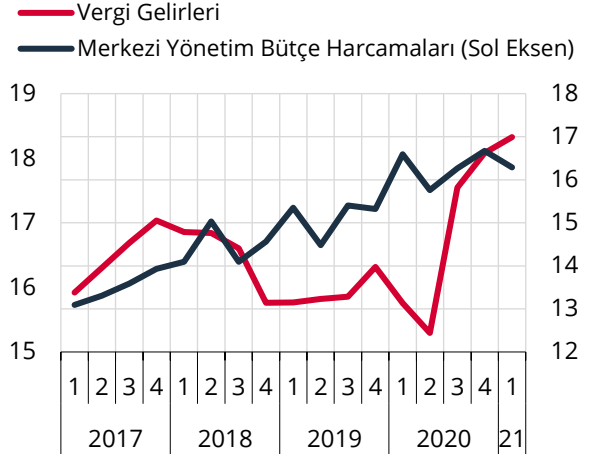
Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-Şubat ayları ortalamasıdır.

**İktisadi faaliyet Ocak ayının sonlarından itibaren kredi büyümesinde gözlenen yükseliş eğilimi ve Mart ayındaki kontrollü normalleşme adımlarına bağlı olarak güç kazanmıştır.** Kontrollü normalleşme adımları sonrası kısıtlamaların hafifletilmesiyle birlikte, salgından en çok etkilenen hizmet sektörlerindeki toparlanma Mart ayında faaliyete yurt içi talep tarafından ilave bir destek vermiştir. Ayrıca, otomobil ve beyaz eşya satışları dayanıklı tüketim talebinin kuvvetli olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.5). Bu güçlü seyirde 2020 yılında artan tasarruflar ve servet etkisi gibi faktörlerin de rolü olduğu değerlendirilmektedir (Kutu 2.4). Merkezi yönetim bütçe verilerinden vergi gelirlerindeki artış eğilimi iktisadi faaliyetin gücünü koruduğuna işaret ederken kamunun büyümeye doğrudan katkısı ilk çeyrekte sınırlı kalmıştır (Grafik 2.3.6).

**Grafik 2.3.5: Beyaz Eşya ve Otomobil İç Satışları** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Bin Adet)

Kaynak: ODD, TCMB, TÜRKBEŞD.

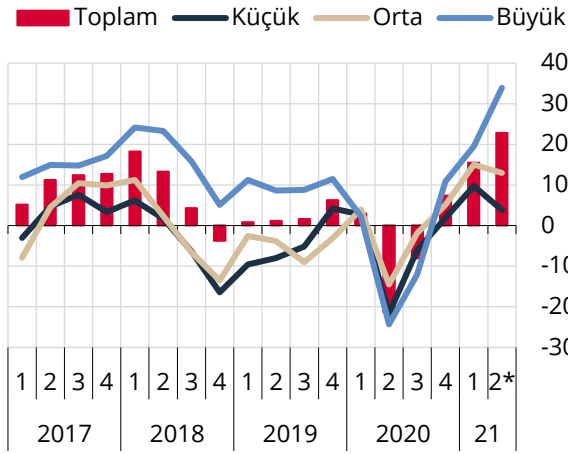
**Grafik 2.3.6: Merkezi Yönetim Bütçe Harcamaları\* ve Vergi Gelirleri** (Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: HMB, TCMB.

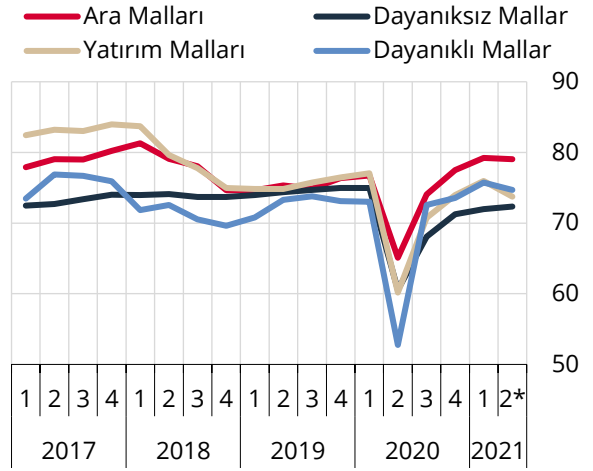
\* Tüketim ve yatırım harcamaları ile cari transferleri kapsamaktadır.

**Yatırım eğilimlerindeki iyileşme yılın ilk çeyreğinde sürmüştür.** İYA verilerine göre bu dönemde firma ölçeğine göre yatırım eğilimi büyük firmalarda daha kuvvetli olmak üzere genele yayılmaktadır (Grafik 2.3.7). Bu görünüm, yatırım amaçlı kredi talebinin belirgin şekilde arttığı yönünde bilgi veren BKEA sonuçlarıyla da uyumludur (Grafik 2.2.16). Nisan ayında büyük firmalar kaynaklı olarak yatırım eğilimindeki iyileşme devam etmiştir. Kapasite kullanım oranı ise ara malları sektöründe salgın öncesi ve geçmiş dönem ortalamalarından daha yüksek düzeydeyken dayanıklı mallar sektöründe tarihsel ortalamasını yakalamış durumdadır (Grafik 2.3.8).

**Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak, %)

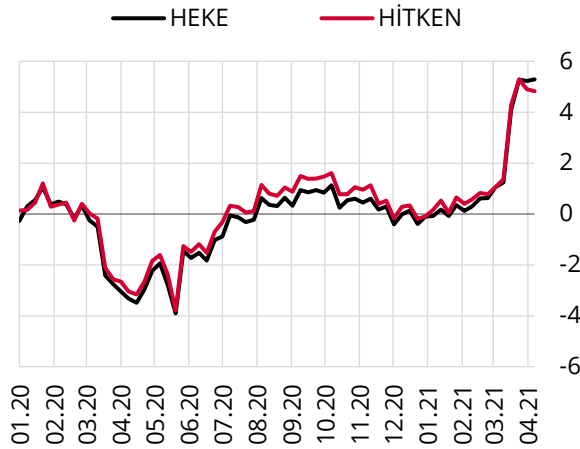


**Grafik 2.3.8: Kapasite Kullanım Oranı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

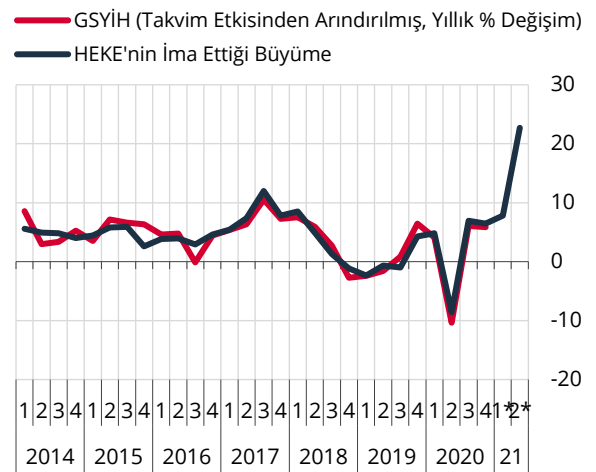


**Yüksek frekanslı veriler, kredi gelişmeleri ve kontrollü normalleşmeyle birlikte iktisadi faaliyetin güç kazandığına işaret ederken, salgının gidişatı ve aşılama sürecine bağlı olarak faaliyet üzerinde her iki yönde riskler bulunmaktadır.** Haftalık ekonomik koşullar endeksi (HEKE) ve haftalık iç talep koşulları endeksi (HİTKEN) yüksek seviyelerde bulunmakla birlikte, baz etkileri dikkate alındığında söz konusu endekslerin ana eğilimleri (çeyreklik değişim oranları) son dönemde kısmi bir yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 2.3.9). Finansal koşullardaki sıkılaştırmanın ve son dönemde açıklanan salgına bağlı kısıtlamaların etkisiyle 2021 yılı ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin yavaşlayacağı tahmin edilmektedir (Kutu 2.5). Diğer yandan, ikinci çeyrekte yıllık büyüme baz etkileri kaynaklı olarak oldukça yüksek gerçekleşecektir (Grafik 2.3.10). İktisadi faaliyetin 2020 yılı son çeyreği itibarıyla geldiği yüksek seviye 2021 yılı büyümesi için yüksek bir baz oluşturmaktadır (Mercek Altı 2.3). Diğer yandan, salgına ilişkin gelişmelere ek olarak, kredilerin seyri, turizm ve dış talepteki toparlanmanın gücü ve belirsizlik algılamalarının gidişatı iktisadi faaliyet görünümü üzerinde belirleyici olacaktır.

**Grafik 2.3.9: Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE) ve Haftalık İç Talep Koşulları Endeksi (HİTKEN)**



**Grafik 2.3.10: HEKE'nin İma Ettiği Yıllık Büyüme** (Takvim Etkisinden Arındırılmış, %)



## Mercek Altı 2.3

### 2021 Yılında Sarkan Büyüme Etkisi

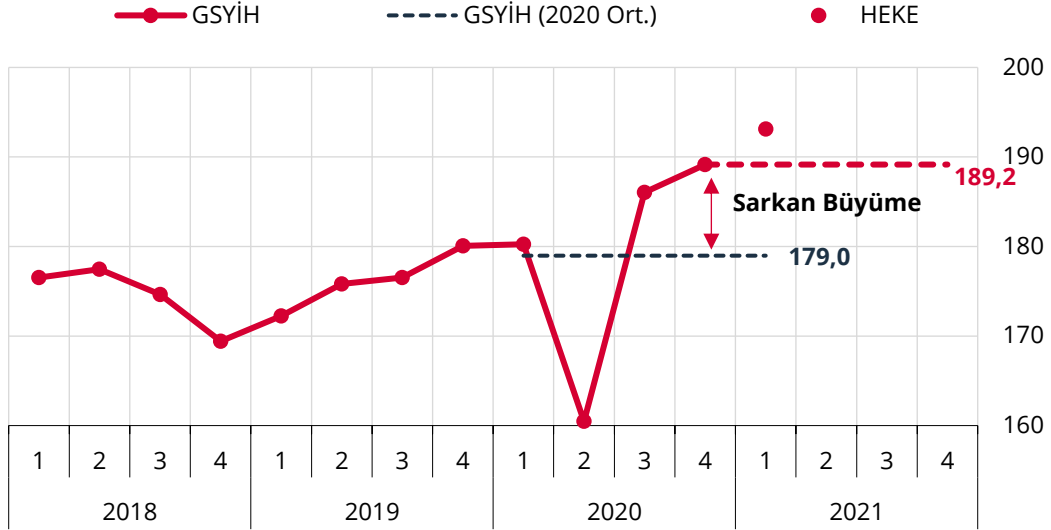
**Sarkan büyüme etkisi, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki yılın son çeyreğindeki iktisadi faaliyet düzeyinin içinde bulunulan yıl boyunca korunduğu bir senaryo altında yıllık büyümenin alacağı değer olarak tanımlanmaktadır.** Faaliyetin kuvvetli bir artış eğilimi sergilediği veya yıl içindeki çeyreklerde geçici düşüşlerin gerçekleştiği yılları takip eden yıllarda baz etkisine bağlı sarkan büyüme yüksek olabilmektedir.

**Salgın nedeniyle 2020 yılı ikinci çeyreğinde yüksek oranda daraldıktan sonra güçlü bir toparlanma kaydeden Türkiye ekonomisinde 2021 yılında yüksek bir sarkan büyüme etkisi hesaplanmaktadır.**

İktisadi faaliyetin (mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak) 2021 yılı boyunca 2020 yılı son çeyreğindeki seviyesini koruduğu durumda, 2021 yılında yıllık büyüme yüzde 5,2, takvim etkisinden arındırılmış yıllık büyüme ise yüzde 5,7 olarak hesaplanmaktadır (Grafik 1).<sup>2</sup> Dolayısıyla, 2021 yılında gerçekleşecek büyüme oranı, yüzde 5,2 ile 2021 yılında faaliyetin ortalama seviyesinin 2020 yılı son çeyreğine kıyasla değişim oranının toplamı kadar olacaktır.

**Angörü modelleri ile HEKE 2021 yılı ilk çeyreğinde faaliyetin artış eğilimini koruyacağına işaret etmektedir.** Böylelikle, faaliyetin takip eden çeyreklerde sabit kaldığı durumda 2021 yılı büyümesi yüzde 7,4 (takvim etkisinden arındırılmış olarak yüzde 8) olacaktır. Bu doğrultuda, yılın ikinci çeyreği ve sonrasında faaliyette bir daralma olmayacağı varsayımı altında oluşturulacak yıllık büyüme tahminlerinin yüzde 7,5'e yaklaşması gerekmektedir. Bu çerçevede, 2021 yılında Türkiye ekonomisinin daha düşük oranda büyüyeceğine ilişkin tahminler ilk çeyrek sonrasında zayıflayan bir faaliyet ima etmektedir.

**Grafik 1: GSYİH (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2009=100)**

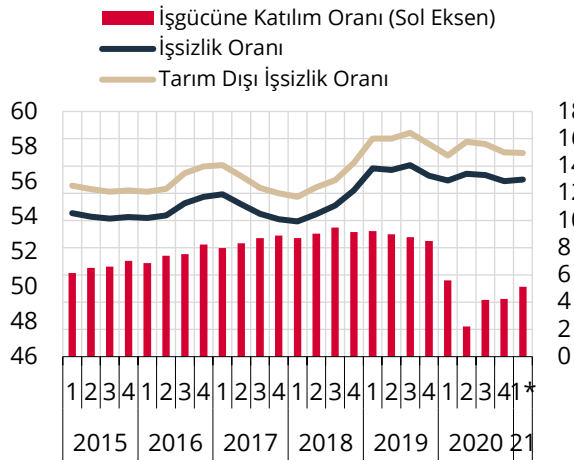


Kaynak: TCMB, TÜİK.

<sup>2</sup> 2021 yılında çalışılan gün sayısının 2020 yılından daha düşük olmasının (takvim etkisi) 2021 yılında büyümeye 0,5 puan düşürücü etki yapacağı tahmin edilmektedir. Bu sebeple, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seviyelerin yıllık değişim oranı, ima ettiği ham verilerin yıllık değişim oranından 0,5 puan daha yüksek hesaplanmaktadır.

**İşsizlik oranları, iktisadi faaliyetteki güçlü seyre rağmen salgın tedbirlerinin yavaşlatıcı etkileri ve katılım oranındaki artış sonucunda 2021 yılının Ocak ve Şubat aylarında yataya yakın seyretmiştir.**<sup>3</sup> Ocak ve Şubat aylarının ortalaması göz önüne alındığında, toplam işsizlik oranı bir önceki çeyreğe göre 0,1 puan artarak yüzde 13,0, tarım dışı işsizlik oranı ise 0,1 puan azalarak yüzde 15,0 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.11). Hanehalkı İşgücü Anketi kapsamında açıklanan geniş tanımlı işsizlik göstergelerinde son dönemde sınırlı düşüşler görülse de bu göstergeler yüksek seviyelerini korumaktadır (Grafik 2.3.12). Salgının seyrine ilişkin belirsizlikler işgücü piyasasını olumsuz etkilemektedir. Kısa çalışma ödeneği, işten çıkarma yasağı ve ücretsiz izin uygulamaları devam etmektedir. Kısıtlamaların kaldırılması sonrasında ise orta vadede, katılım oranında beklenen artış nedeniyle istihdam artışının işsizlik oranlarına yansımaları sınırlı kalabilecektir.

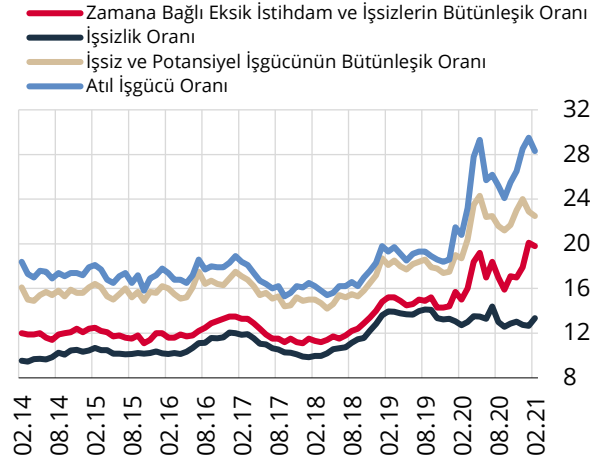
**Grafik 2.3.11: İşsizlik Oranları ve İşgücüne Katılım Oranı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-Şubat ayları ortalamasıdır.

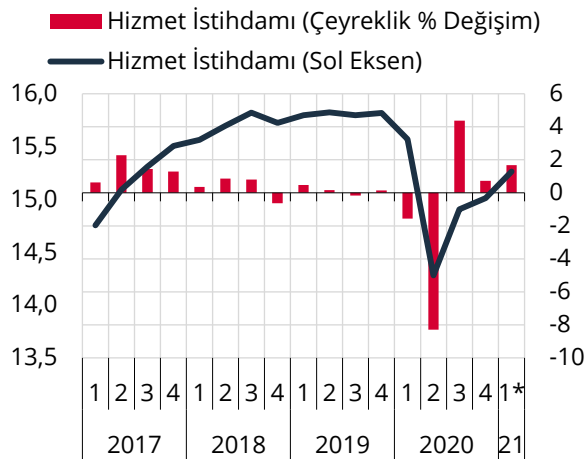
**Grafik 2.3.12: Geniş Tanımlı İşsizlik Oranları** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

**İstihdamda sektörel ayrışma devam etmektedir.** Kısıtlamalardan görece daha çok etkilenen hizmet sektöründe istihdamın yılın ilk iki ayında bir önceki çeyreğe göre artış hızı sanayi ve inşaatla göre daha zayıftır (Grafik 2.3.13 ve Grafik 2.3.14). Salgın kaynaklı belirsizliklerin ve hizmetler sektörüne yönelik kısıtlamaların seyri istihdamdaki toparlanmaya ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

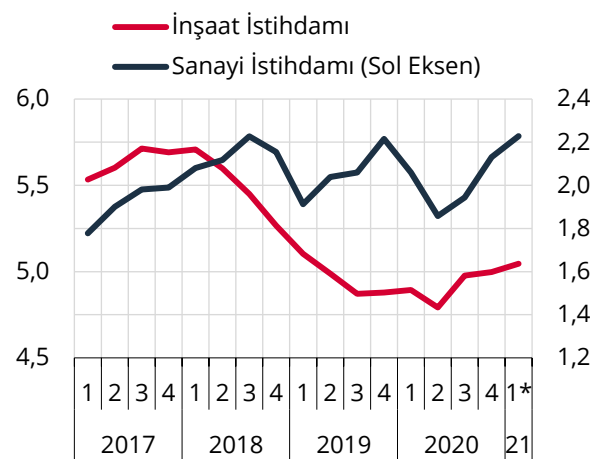
**Grafik 2.3.13: Hizmet İstihdamı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-Şubat ayları ortalamasıdır.

**Grafik 2.3.14: Sanayi ve İnşaat İstihdamı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



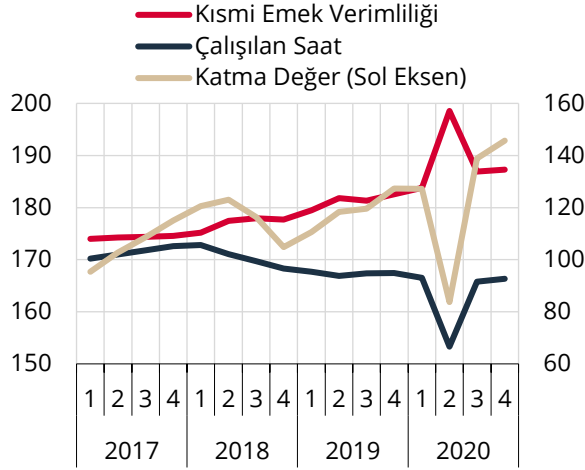
Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-Şubat ayları ortalamasıdır.

<sup>3</sup> TÜİK, uluslararası standartlara uyum çerçevesinde Hanehalkı İşgücü Anketi'nde metodolojik değişiklik yaparak, bağımsız aylık tahminler yayımlamaya başlamıştır.

**Asgari ücretteki yüksek oranlı artışa karşın, çalışılan saat ve istihdam düşüşü sonucunda reel birim ücretler 2020 yıl genelinde gerilemiştir.** Çalışılan saat, salgına bağlı gelişmelerin etkisiyle 2020 yılı ikinci çeyreğinde sert şekilde düşmüştür (Grafik 2.3.15). Katma değer çalışılan saat kadar yüksek oranlı düşmemesi sonucunda çalışılan saat bazlı hesaplanan verimlilik göstergeleri bu dönemde yüksek oranda artmıştır. Böylece, reel birim ücretler önemli oranda gerilemiştir (Grafik 2.3.16).

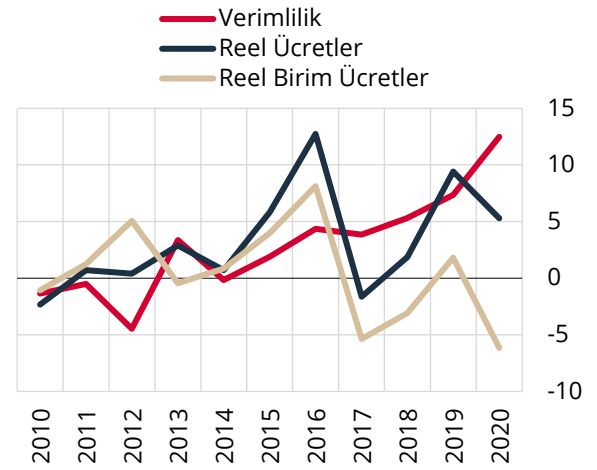
**Grafik 2.3.15: Tarım Dışı Çalışılan Saat Başlı Kısmi Emek Verimliliği\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Verimlilik (Katma Değer/KDİİ Çalışılan Saat).

**Grafik 2.3.16: Tarım Dışı Çalışılan Saat Başlı Verimlilik, Reel Ücretler ve Reel Birim Ücretler\*** (Yıllık % Değişim)

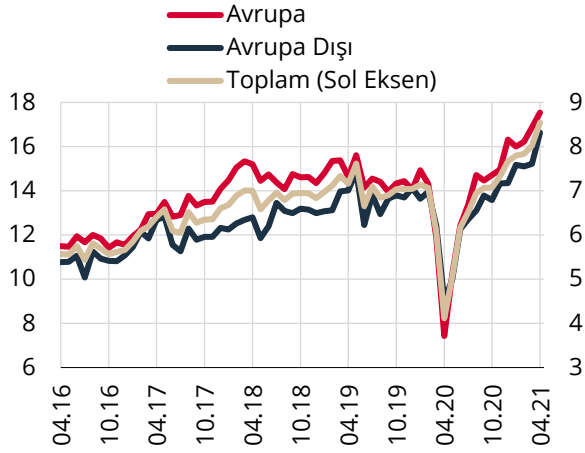


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Reelleştirilmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Saat Başlı Ücret/Verimlilik (Katma Değer/ Çalışılan Saat).

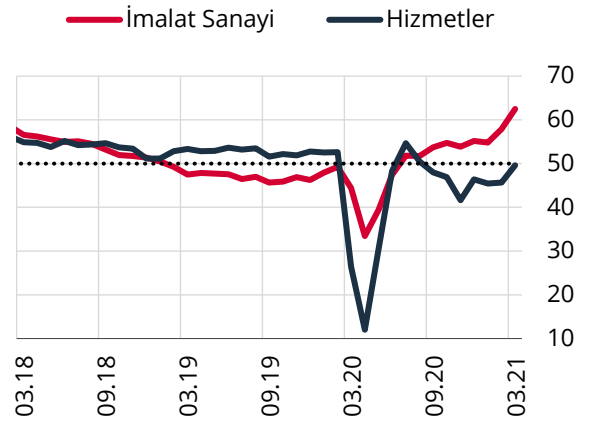
**2020 yılının son çeyreğinde ağırlıklı olarak Avrupa bölgesinin sürüklediği ihracat, yılın ilk çeyreğinde bölge ve sektörler yayılarak güçlü seyrini devam ettirmiştir.** Bu gelişimde ihracat fiyatlarındaki artışın yanı sıra küresel düzeyde imalat sanayindeki olumlu eğilimin devam etmesi önemli rol oynamıştır. Avrupa'ya yapılan ihracat 2021 yılı ilk çeyreğinde de ivmelenmeye devam etmiş ve toplam ihracat büyümesini desteklemiştir. Nisan ayına ilişkin yüksek frekanslı veriler Avrupa'ya yapılan ihracattaki artış eğiliminin korunduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.17). Avrupa dışına yapılan ihracat da benzer şekilde artmaktadır. Önümüzdeki dönem için AB bölgesinde önemli ticaret ortaklarımızda salgın kaynaklı kısıtlamaların kapsamının genişletilmesi ve otomotivde yaşanan tedarik sıkıntıları ihracat üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır. Diğer taraftan, Euro bölgesi imalat sanayi PMI göstergelerinde devam eden yukarı yönlü eğilim söz konusu etkilerin sınırlı kalabileceğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.18).

**İç talepteki canlı seyir ve uluslararası emtia fiyatlarındaki artışlar altın ithalatındaki belirgin düşüşe rağmen ithalat faturasını olumsuz etkilemektedir.** Salgın döneminde sağlanan yüksek kredi büyümesinin iç talep üzerindeki birikimli etkilerine ve ithalat birim değerindeki yükselişe bağlı olarak ithalat yılın ilk çeyreğinde artış göstermiştir (Grafik 2.3.19). Bununla birlikte, Mart ayına ilişkin öncü veriler ithalatta miktar bazında da kayda değer bir artışa işaret etmektedir. Bu durum, bireysel kredi büyümesindeki yükseliş eğilimi ve tedbirlerin hafifletilmesiyle yurt içi talep görünümündeki iyileşmenin bir yansıması olarak değerlendirilmektedir.

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

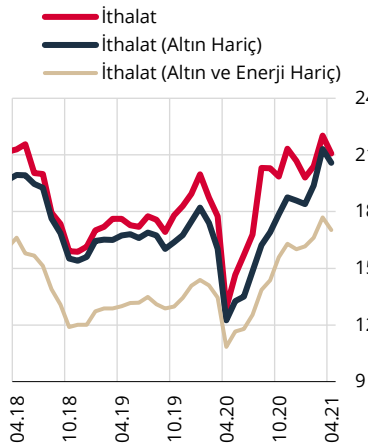
Kaynak: TİM, TÜİK, TCMB.

\* Mart ayı verisi geçici, Nisan ayı verisi tahmindir.

**Grafik 2.3.18: Euro Bölgesi PMI (Seviye)**

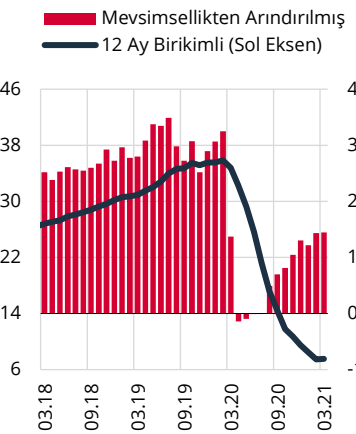
Kaynak: IHS Markit.

**Salgının etkisinin artmasıyla özellikle Avrupa bölgesinde kısıtlamaların genişletilmesi turizm gelirleri üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.** Hizmetler dengesinin en önemli belirleyicilerinden olan seyahat gelirlerindeki toparlanma eğilimi Aralık ayından itibaren kısıtlamaların tekrar artırılması ile kesintiye uğramıştır. Bu çerçevede hizmetler dengesi, 2019 sonundaki 35,5 milyar ABD dolarından, 2020 sonunda 9,5 milyar ABD dolarına gerilemiştir (Grafik 2.3.20). Hizmetler dengesindeki zayıf eğilim yılın ilk çeyreğinde de devam etmektedir. Öte yandan, Ocak ayının ikinci yarısından itibaren yavaşlayan altın ithalatının Mart ayı ile birlikte tarihsel ortalamalarının da altına inmesi, dış ticaret hadlerinin cari denge üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaktadır. Böylece, yılın ilk çeyreğinde yıllıklandırılmış cari işlemler dengesindeki bozulmanın durduğu tahmin edilmektedir (Grafik 2.3.21). Dünyada aşılama faaliyetlerinin hız kazanması ve imalat sanayiindeki canlanma küresel büyüme ve ihracat görünümü açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkarken, bunun uluslararası emtia fiyatlarına yansımaları dış denge üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.

**Grafik 2.3.19: İthalat\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

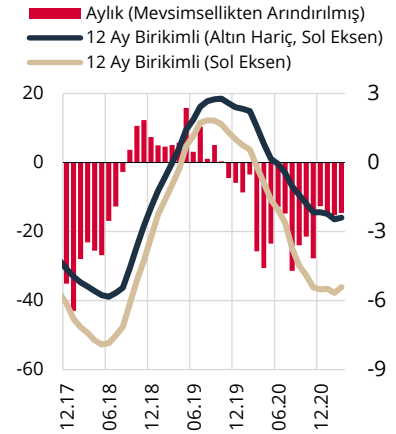
Kaynak: Ticaret Bakanlığı, TCMB, TÜİK.

\* Mart ayı verisi geçici, Nisan ayı verisi tahmindir.

**Grafik 2.3.20: Hizmetler Dengesi\*** (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

\* Mart ayı verisi tahmindir.

**Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi\*** (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

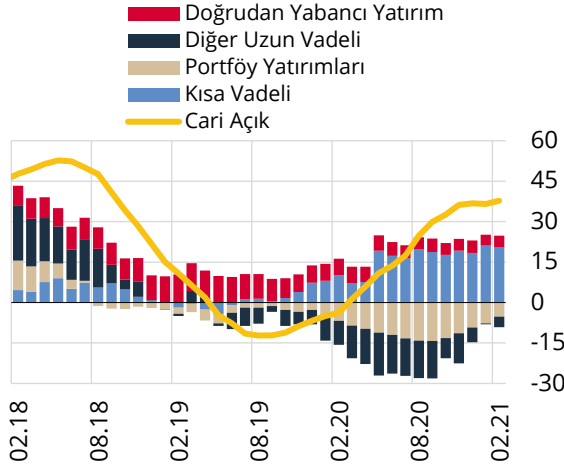
\* Mart ayı verisi tahmindir.

**Son dönemde ABD uzun vadeli tahvil faizlerindeki artış ve bunun gelişmekte olan ülkelere yansımaları ile beraber Türkiye'ye olan sermaye akımları yavaşlamıştır.** 2020 yılının Kasım ayından bu yana kademeli olarak artan portföy girişleri yılın ilk iki ayında da devam etmiştir (Grafik 2.3.22). Ancak, Mart ayında finansal piyasalarda artan oynaklık ve ülke risk primindeki yükseliş sonucu portföy çıkışları yaşanmıştır. Diğer



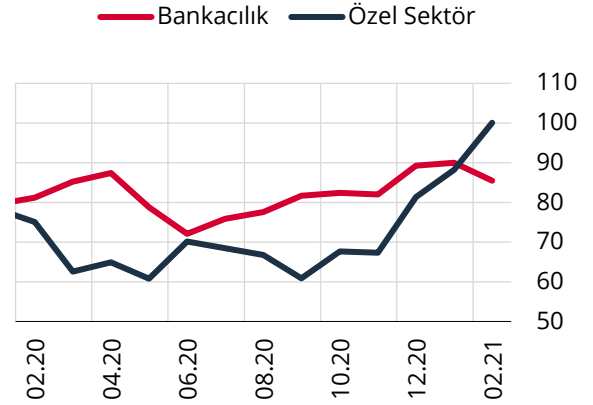
taftan yılın ilk iki ayında yüzde 100'ün altında bir seyir izleyen bankacılık sektörü uzun vadeli borç çevirme oranları son dönemde küresel ve iç piyasalardaki risk algısının bozulmasına rağmen Mart ayındaki işlemlerde tekrar yüzde 100'ün üzerine çıkarak finansman ihtiyacını azaltmıştır (Grafik 2.3.23). Ülke risk priminin mevcut seviyeleri ve dış borçlanma maliyetlerindeki yükseliş özel sektörün dış borç çevirme oranlarında son aylarda gözlenen istikrarlı artışı sekteye uğratabilecek bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.3.22: Cari Açığın Finansmanı (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.3.23: Borç Çevirme Oranları (Uzun Vadeli Krediler, 6 Aylık HO, %)**

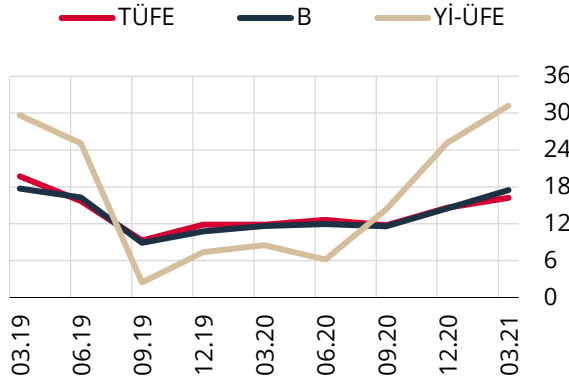


Kaynak: TCMB.

## 2.4 Enflasyon

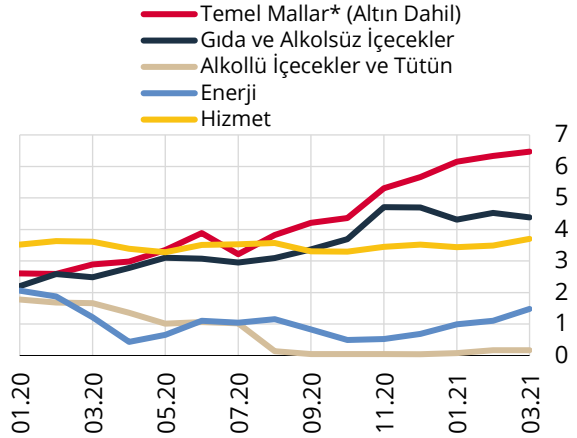
**Tüketici enflasyonu 2021 yılının ilk çeyreğinde yüzde 16,19 ile Ocak Enflasyon Raporunda sunulan tahmin bandı üst sınırının altında gerçekleşirken, B enflasyonu yüzde 17,49 ile üst sınırın bir miktar üzerinde kalmıştır.** Bu ayrışmada büyük ölçüde ilk çeyrek boyunca olumlu seyreden taze meyve ve sebze fiyatları belirleyici olurken, öngörülere kıyasla daha olumsuz bir seyir izleyen hizmet enflasyonu da etkili olmuştur. Uluslararası emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir, güçlü iç talep, küresel ve yurt içi tedarik sorunlarına bağlı arz kısıtları, enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir ve birikimli döviz kuru etkileri enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bu doğrultuda yıllık enflasyon ilk çeyrek boyunca öngörülerle uyumlu olarak yükselişini sürdürmüştür. Diğer taraftan, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının etkisi eşel mobil uygulamasının da desteği ile bu dönemde enflasyonu sınırlayıcı yönde olmuştur. Asgari ücret ayarlamalarının bazı hizmet fiyatları ve artan enflasyon katılığı kanalıyla enflasyonu bir miktar olumsuz etkilediği değerlendirilirken, Mart ayında salgın tedbirlerinin gevşetilmesiyle bazı kalemlerde belirgin fiyat artışları gözlenmiştir. Bu gelişmelerle tüketici fiyatlarında mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artış yüzde 3,62 olmuştur (Tablo 2.4.1). Uluslararası emtia fiyatlarında devam eden artışlar ile bazı sektörlere özgü arz kısıtları ve güçlü talep koşullarının etkisiyle üretici enflasyonu yükselişini sürdürmüştür. Böylelikle, tüketici fiyatları üzerindeki üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlenerek devam etmiştir (Grafik 2.4.1, Mercek Altı 2.6).

**Tüketici enflasyonunun 2020 yıl sonundaki yüzde 14,60 seviyesinden ilk çeyrekte yüzde 16,19'a yükselmesinde temel mal ve enerji grupları öne çıkmıştır** (Grafik 2.4.2). Bu dönemde temel mal grubunun yıllık enflasyona katkısı 1,10 puan artışla 5,80 puana ulaşırken, enerji grubunun katkısı 0,79 puan yükselişle 1,48 puan olmuştur. Hizmet enflasyonunun katkısı 0,19 puan artışla 3,70 puana yükselirken, artışta gıda fiyatları, asgari ücret ve özel iletişim vergisi ayarlamaları ile Mart ayındaki kontrollü normalleşme sürecinin bazı alt kalemler üzerindeki etkileri öne çıkmıştır. Alkollü içeceklerde 2020 yılının ikinci yarısında oluşan üretici fiyatları artışı ÖTV'ye yansısı da tütün ürünlerinde nispi ÖTV oranındaki düşüş neticesinde alkollü tütün grubunun katkısı 0,16 puan ile oldukça sınırlı seyretmiştir. İlk çeyrekte gıda ve altın gruplarının katkısı ise tüketici enflasyonunu sınırlayıcı yönde olmuştur. Salgın ile birlikte 2020 yılında hanehalkı tüketim kalıplarında önemli değişimler olmuş, bu doğrultuda tüketici enflasyon sepetindeki ağırlıklar güncellenmiştir (Mercek Altı 2.4). Bu gelişme kısa vadede enflasyon tahmin patikasını yükseltici yönde etkilemiş; ağırlık değişiminin etkisi düzeltildiğinde ilk çeyrek tüketici enflasyonu gerçekleşmelerinin Ocak Enflasyon Raporu öngörülerıyla birebir uyumlu seyrettiği izlenmiştir.

**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 dışında kalan mallar.

## Mercek Altı 2.4

### Tüketici Fiyat Endeksi Ağırlık Yapısı: Salgın Sonrası Değişimler

**Tüketici enflasyon sepeti 2021 yılı ağırlıkları güncellenmiştir.** TÜİK tarafından yayımlanan 2003=100 temel yıllık tüketici fiyat endeksi, hanehalklarının tüketimine yönelik mal ve hizmet fiyatlarının zaman içindeki değişimini ölçmektedir. TÜFE sepetinde yer alan mal ve hizmetler hanehalklarının güncel tüketim yapısını yansıtacak şekilde oluşturulurken, Laspeyres formülü ile hesaplanan endeksin madde sepeti ve ağırlık yapısının güncellenmesi her yılın sonunda yapılmakta ve Ocak ayında ilan edilmektedir.

**Salgın kaynaklı etkilerle hanehalkı tüketim kalıbı belirgin şekilde değişmiştir** (Tablo 1). TÜFE'nin ana alt grupları incelendiğinde, salgından olumsuz etkilenen lokanta-otel, giyim-ayakkabı, eğitim, eğlence-kültür gibi grupların sepet içerisindeki ağırlığı bir önceki yıla kıyasla gerilemiştir. Diğer taraftan evde geçen sürenin uzamasına bağlı olarak gıda, konut, ev eşyası gibi alt grupların ağırlığının yükseldiği görülmektedir. En belirgin güncelleme gıda ve alkolsüz içecekler grubunda olmuş, bu alt kalemin payı 3,17 puan artışla yüzde 25,94'e ulaşmıştır. Bu dönemde temel mal grubunun ağırlığı yükselirken, salgından olumsuz etkilenen hizmet sektörünün payı gerilemiştir. Çekirdek göstergelerden C'nin payı sınırlı bir oranda gerilerken, B'nin payında belirgin bir değişiklik gözlenmemiştir.

**Tablo 1: TÜFE Ana Grup Ağırlıkları (%)**

	2020	2021	Fark (% Puan)
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	22,77	25,94	3,17
<b>Konut</b>	14,34	15,36	1,02
<b>Ev Eşyası (Mobilya, Ev Aletleri vb.)</b>	7,77	8,64	0,87
<b>Haberleşme</b>	3,80	4,64	0,84
<b>Sağlık</b>	2,80	3,25	0,45
<b>Ulaştırma</b>	15,62	15,49	-0,13
<b>Eğlence ve Kültür</b>	3,26	3,01	-0,25
<b>Eğitim</b>	2,58	2,28	-0,30
<b>Çeşitli Mal ve Hizmetler</b>	5,37	4,73	-0,64
<b>Giyim ve Ayakkabı</b>	6,96	5,87	-1,09
<b>Alkollü İçecekler ve Tütün</b>	6,06	4,88	-1,18
<b>Lokanta ve Oteller</b>	8,67	5,91	-2,76

Kaynak: TÜİK.

Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

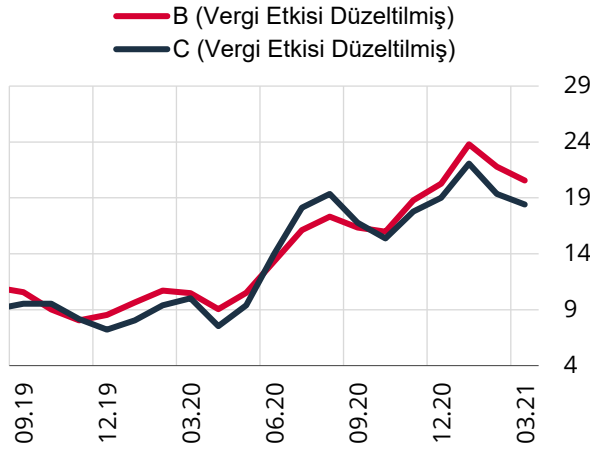
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2020			2021	2020			2021
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
<b>TÜFE</b>	<b>3,76</b>	<b>3,10</b>	<b>4,80</b>	<b>3,62</b>	<b>12,62</b>	<b>11,75</b>	<b>14,60</b>	<b>16,19</b>
<b>1. Mallar</b>	4,12	3,63	5,63	3,37	12,94	12,07	15,87	17,81
<b>Enerji*</b>	<b>-0,42</b>	<b>4,34</b>	<b>4,45</b>	<b>3,60</b>	<b>9,12</b>	<b>6,77</b>	<b>5,64</b>	<b>12,43</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>5,32</b>	<b>1,79</b>	<b>7,39</b>	<b>2,00</b>	<b>12,93</b>	<b>14,95</b>	<b>20,61</b>	<b>17,44</b>
İşlenmemiş Gıda	7,12	1,28	9,01	-2,73	12,29	17,47	26,34	14,98
İşlenmiş Gıda*	2,77	2,47	6,27	7,11	13,41	12,79	15,52	19,87
<b>Temel Mallar</b>	<b>3,78</b>	<b>5,45</b>	<b>5,83</b>	<b>5,34</b>	<b>11,39</b>	<b>11,68</b>	<b>17,24</b>	<b>22,14</b>
Giyim ve Ayakkabı	2,25	0,47	-0,52	4,07	10,58	6,79	-0,57	7,33
Dayanımlı Mallar (Altın Hariç)	6,71	7,61	11,35	4,21	15,54	17,38	30,40	33,29
Mobilya	5,93	9,19	9,40	7,55	12,26	10,58	18,08	36,19
Otomobil	9,29	7,86	17,33	2,05	21,59	23,60	42,32	41,11
Diğer Dayanımlı Mallar*	4,47	4,86	9,79	4,85	13,56	13,95	22,84	26,11
Diğer Temel Mallar*	2,80	2,88	5,45	4,74	6,57	8,09	13,12	16,80
<b>Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*</b>	<b>4,98</b>	<b>5,62</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,19</b>	<b>26,91</b>	<b>12,86</b>	<b>13,14</b>	<b>10,95</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>2,62</b>	<b>2,36</b>	<b>3,34</b>	<b>3,67</b>	<b>11,76</b>	<b>10,84</b>	<b>11,66</b>	<b>12,56</b>
Kira	1,83	2,11	2,40	2,54	9,22	8,72	9,07	9,24
Lokanta ve Oteller	2,78	3,26	3,75	4,39	11,13	10,92	12,70	15,39
Ulaştırma	6,58	-1,95	1,92	3,22	19,70	8,62	8,65	9,96
Haberleşme	1,24	1,93	1,53	2,02	5,48	7,21	4,87	7,36
Diğer Hizmetler	3,08	3,64	3,95	3,25	12,68	13,66	15,14	14,69

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

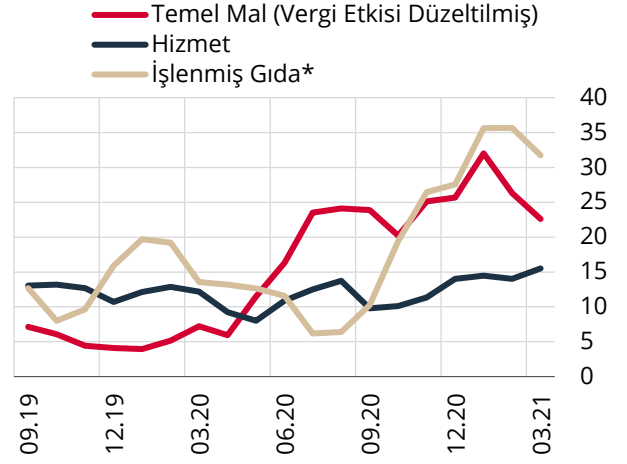
**Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonları geçtiğimiz yıl sonuna kıyasla artarken, eğilimleri yüksek seyretmeye devam etmiştir** (Grafik 2.4.3). Enflasyon eğilimi, temel mallarda bir miktar gerilerken, işlenmiş gıdada daha belirgin olmak üzere hizmetlerde de yükseliş sergilemiştir (Grafik 2.4.4). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, son iki çeyrekte temel mal enflasyonunda gözlenen güçlü seyrin yılın ilk çeyreğinde de devam ettiği görülmüştür. Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, döviz kuruna ve finansman koşullarına duyarlı olan dayanıklı tüketim mallarında çeyreklik bazdaki fiyat artışının önceki çeyreğe kıyasla azalmakla birlikte güçlü seyrettiği, salgına bağlı talep koşullarının etkisiyle son iki çeyrekte zayıf seyreden giyim ve ayakkabı grubunda ise enflasyonun ilk çeyrekte yükseldiği izlenmektedir. Dayanımlı mal grubundaki gelişmelerde endüstriyel metal fiyatlarındaki artışın olumsuz etkisi hissedilirken, döviz kuru ve kredi koşulları kaynaklı etkilerin bir miktar zayıfladığı gözlenmiştir. Döviz kuru etkilerinin gecikmeli yansıdığı diğer temel mallarda ise referans fiyat uygulamasına bağlı olarak artan ilaç fiyatları ile konutun bakım ve onarımına yönelik malzemelerdeki artışlar etkili olmuştur. Salgınla beraber alt kalemlerinde ayrışma gözlenen hizmetler grubunda ilk çeyrekte enflasyonist baskılar bir miktar artmıştır. Bu dönemde lokanta-otel grubunda gıda ve asgari ücret gelişmelerinin yanı sıra Mart ayı ile birlikte kontrollü normalleşme adımlarının yukarı yönlü etkileri izlenmiştir. Faaliyetin kesintiye uğradığı zaman zarfında biriken maliyet baskılarının, kapasite kısıtları altında artan talep ile birlikte fiyatlara yansıtıldığı değerlendirilmektedir. Haberleşme hizmetleri fiyatlarında özel iletişim vergisinin yüzde 7,5'ten yüzde 10'a yükseltilmesi, ulaştırma hizmetlerinde şehir içi ulaşım fiyatlarındaki düzenlemeler, eğitim hizmetlerinde ise geriye endeksleme ve geçici KDV indiriminin sona ermesi etkili olmuştur (Tablo 2.4.1). Önümüzdeki dönemde hizmet enflasyonu üzerinde açılmaya bağlı yukarı yönlü riskler bulunmaktadır. Ayrıca, salgınla birlikte bazı hizmet kalemlerine getirilen geçici KDV indirimlerinin sona ermesi ya da uzatılması hizmet enflasyonunun seyrinde etkili olabilecek bir diğer önemli unsurdur. Çekirdek B endeksinin bir diğer bileşeni olan işlenmiş gıda grubunda ise uluslararası gıda fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra, çığ süt ve şeker fiyatlarındaki ayarlamaların 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)

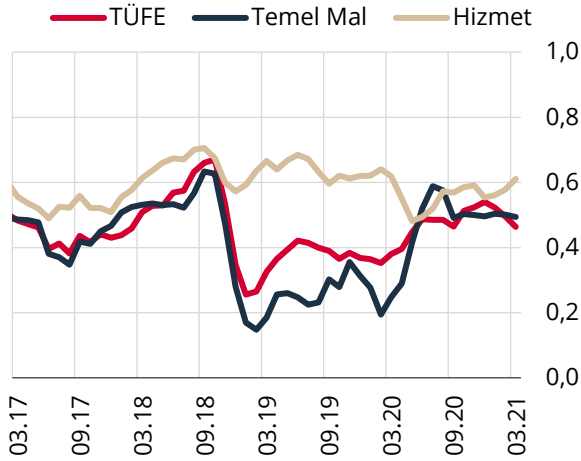


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* İşlenmiş gıda grubunda mevsimsel etki bulunmamaktadır.

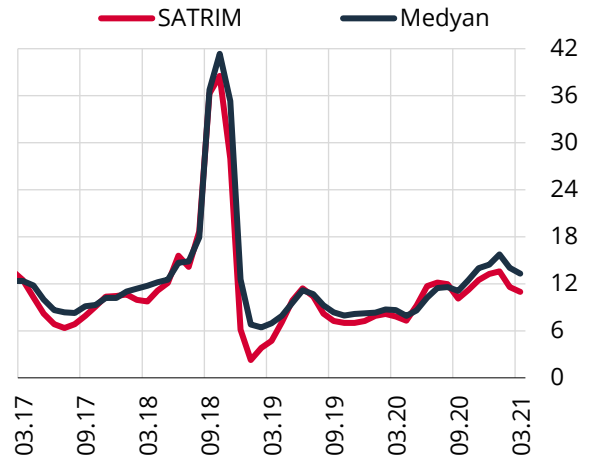
**Fiyat artırma eğilimi bir miktar gerilemekle birlikte yüksek seyretmiş, alternatif temel enflasyon göstergeleri enflasyon eğiliminde yüksek seviyelerin korunduğunu teyit etmiştir.** İlk çeyrekte, TÜFE yayılım endeksi sınırlı bir miktar gerilese de tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmiştir. Temel mal grubuna dair yayılım endeksi önemli bir değişim göstermezken, fiyat artırma eğilimi hizmet grubunda kademeli olarak yükselmiş, açılmayla birlikte bu artış hızlanmıştır (Grafik 2.4.5). Ana eğilime ilişkin diğer göstergelerden SATRIM ve medyan ise kısmen iyileşmekle birlikte halen yüksek seviyelerdedir (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.

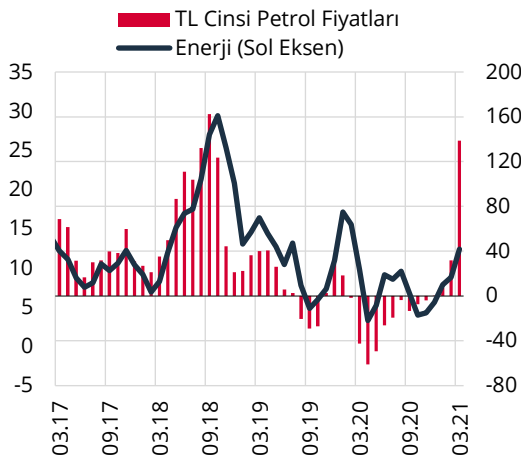
**Enerji enflasyonu geçtiğimiz yıl sonuna kıyasla belirgin bir şekilde yükselmiştir.** Enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 3,60 oranında artmıştır (Tablo 2.4.1). Ocak ayında yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan elektrik, şebeke suyu ve doğalgazda yapılan ayarlamaların etkileri gözlenmiş; doğalgazda aylık artışlar ilk çeyrek boyunca devam etmiştir. Bu dönemde, uluslararası petrol fiyatları yükselirken, Türk lirasında Ocak ve Şubat aylarında değer kazancı yaşanmasına rağmen Mart ayı ile birlikte yeniden değer kaybı gözlenmiştir. Eşel mobil sistemi ve bu sistemin etkinliğini arttıran tavan fiyat uygulamaları ilk çeyrekte akaryakıt fiyatları üzerindeki baskıları engellese de, enerji yıllık enflasyonu bir önceki yıl salgın hastalığa bağlı olarak uluslararası petrol fiyatlarındaki sert düşüşün oluşturduğu düşük bazın etkisiyle yüzde 12,43'e yükselmiştir (Mercek Altı 2.5 ve Tablo 2.4.1).

## Mercek Altı 2.5

### Eşel Mobil Sisteminin Tüketici Enflasyonunu Sınırlayıcı Etkisi

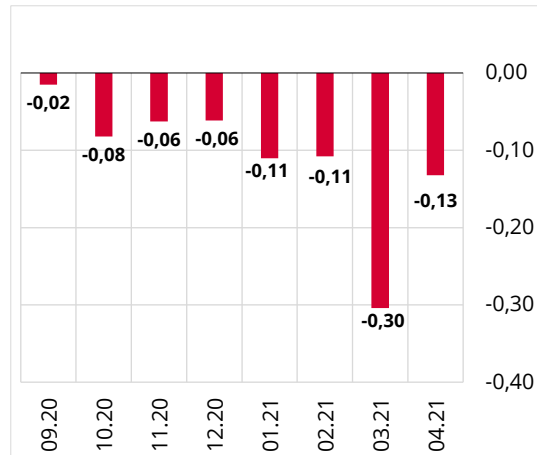
**Eşel mobil sistemi yılın birinci çeyreğinde de aktif bir şekilde kullanılmış ve tüketici enflasyonunu sınırlamıştır.** Son dönemde uluslararası petrol fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasındaki değer kayıpları akaryakıt fiyatları kanalıyla enerji enflasyonu üzerinde doğrudan, enerji-dışı kalemler üzerinde ise dolaylı olarak önemli bir baskı oluşturmaktadır (Grafik 1). 2020 yılı Eylül ayında tekrar uygulamaya konulan eşel mobil sistemi kapsamında yapılan ÖTV ayarlamalarıyla, akaryakıt fiyatları üzerindeki artış baskısı bertaraf edilmektedir. Bunun yanında, 17 Mart 2021 tarihinde Enerji Piyasaları Düzenleme Kurulu tarafından uygulamaya konulan tavan fiyat uygulaması eşel mobil sisteminin etkinliğini artırmakta ve ÖTV düzenlemelerinin tüketici fiyatlarına daha güçlü bir şekilde yansımaları sağlamaktadır. ÖTV düzenlemelerinin akaryakıt tüketici fiyatlarına birebir geçtiği varsayımı altında, eşel mobil sisteminin tüketici enflasyonunu doğrudan sınırlayıcı etkisi Nisan ayı itibarıyla -0,91 puan olmaktadır (Grafik 2). Bunun yanı sıra, akaryakıt fiyatlarının enerji dışındaki diğer gruplara yansımaları da hesaba katıldığında, sistemin TÜFE enflasyonu üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkilerinin toplamının -1,6 puan civarında olduğu tahmin edilmektedir.

**Grafik 1: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)**



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

**Grafik 2: Eşel Mobil Sisteminin Aylık Tüketici Enflasyonuna Doğrudan Etkisi (% Puan)\***



Kaynak: GİB, TCMB.

\* Nisan ayına olan katkı hesaplanırken 20 Nisan 2021 tarihli düzenlemede belirtilen ÖTV oranlarının Nisan ayının devamında da geçerli olduğu varsayılmıştır.

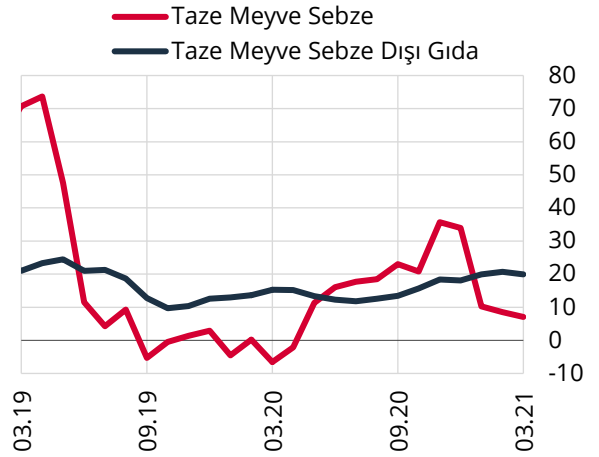
**Gıda enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yavaşlarken, bu gelişmede taze meyve ve sebze fiyat görünümü etkili olmuş, diğer gıda grubunda ise yıllık enflasyon yüksek düzeyini korumuştur** (Grafik 2.4.7 ve Grafik 2.4.8). 2020 yılının son çeyreğinde belirgin bir oranda hızlanan gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonunun mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artışı bu dönemde yüzde 2,00 ile oldukça yavaşlamıştır (Tablo 2.4.1). Gıda yıllık enflasyonu işlenmemiş gıda kaynaklı olarak yüzde 17,44'e gerilerken, işlenmiş gıda grubunda yıllık enflasyon yükselmiştir (Grafik 2.4.7, Tablo 2.4.1). Bir önceki çeyrekte yüksek artış gösteren taze meyve-sebze fiyatlarında mevsimsellikten arındırılmış verilerle çeyreklik bazda önemli bir düşüş kaydedilmiştir. Diğer taraftan, taze meyve ve sebze dışı gıda enflasyonunda yüksek seviyeler korunmuştur (Grafik 2.4.8). Soya, mısır, tahıllar gibi temel ithal girdilerin uluslararası fiyatlarındaki artışların devam etmesi ile beraber beyaz ve kırmızı et fiyatlarında yükselişler izlenmiştir. 1 Ocak 2021'den geçerli olmak üzere çiğ süt referans fiyatının 2,3'ten 2,8 Türk lirasına yükselmesinin etkileri ilgili gruplara geniş bir yayılımla yansımıştır. Ocak ayındaki çiğ süt referans fiyat artışının TÜFE'ye etkisinin 0,6 puan civarında olduğu hesaplanmaktadır. İşlenmiş gıda grubunda hızlanan çeyreklik artışta çiğ süt ayarlamasının yanı sıra, Şubat ayında şeker fiyatlarında yapılan artış ile uluslararası buğday ve yağ fiyatlarında devam eden yükselişin etkileri öne çıkmıştır. Özetle, taze meyve ve sebze dışı gıda enflasyonunun yüksek seyrinde büyük ölçüde uluslararası gıda fiyatları ile çiğ süt referans fiyat ayarlamasının yansımaları hissedilmiştir. Önümüzdeki dönemde, ekme fiyatlarında birikmiş maliyet baskıları kaynaklı belirgin yukarı yönlü riskler bulunduğu değerlendirilmektedir. Ayrıca, 1 Mayıs'tan itibaren geçerli olarak yeniden belirlenen çiğ süt referans fiyatının, süt ve süt ürünlerinde sınırlı da olsa yeni bir artışı beraberinde getireceği not edilmelidir.

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



Kaynak: TÜİK.

**Grafik 2.4.8: Taze Meyve-Sebze ve Diğer Gıda (Yıllık % Değişim)**

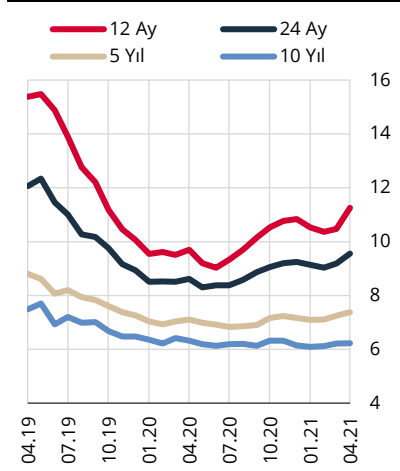


Kaynak: TÜİK.

## Enflasyonun Belirleyicileri

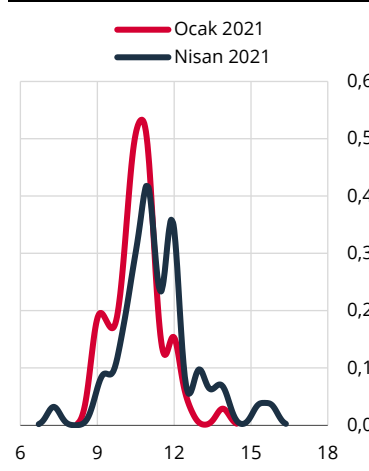
**Enflasyon beklentileri son dönemde artış sergilemiştir.** Tüketici enflasyonu beklentileri yılın ilk çeyreğindeki olumlu seyir sonrasında, Mart ayı sonunda Türk lirasında gerçekleşen değer kaybını takiben yükselmiştir. Kısa vadede yukarı yönlü güncellenmenin daha belirgin olduğu gözlenmektedir. TCMB Beklenti Anketi verilerine göre, Nisan ayı itibarıyla yıl sonu tüketici enflasyon beklentisi yüzde 13,12 seviyesindedir. Gelecek on iki aya ilişkin enflasyon beklentisi bir önceki aya göre 0,79 puan artışla yüzde 11,26'ya, gelecek yirmi dört ay beklentisi ise 0,37 puan artışla yüzde 9,55'e ulaşmıştır (Grafik 2.4.9). Bu dönemde tahvil getirilerinden elde edilen enflasyon telafileri de belirgin bir artış kaydetmiştir.



**Grafik 2.4.9: Tüketici Enflasyonu Beklentileri \* (%)**

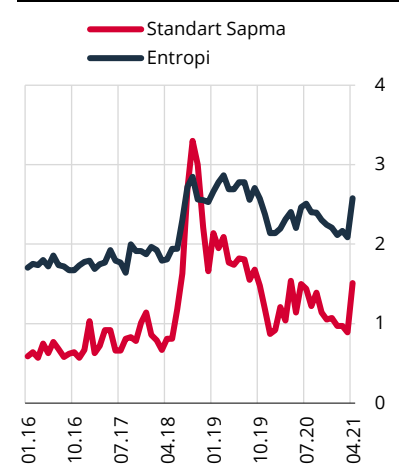
Kaynak: TCMB.

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

**Grafik 2.4.10: Beklenti Anketi Dağılımı\* (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**

Kaynak: TCMB.

\* Yatay eksen yıllık TÜFE enflasyon beklentisini gösterirken, dikey eksen bu seviyeye atfedilen olasılığa işaret etmektedir.

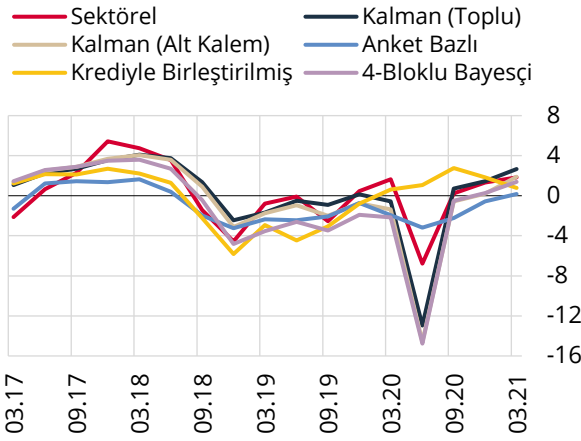
**Grafik 2.4.11: Enflasyon Belirsizliği Göstergeleri\* (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**

Kaynak: TCMB.

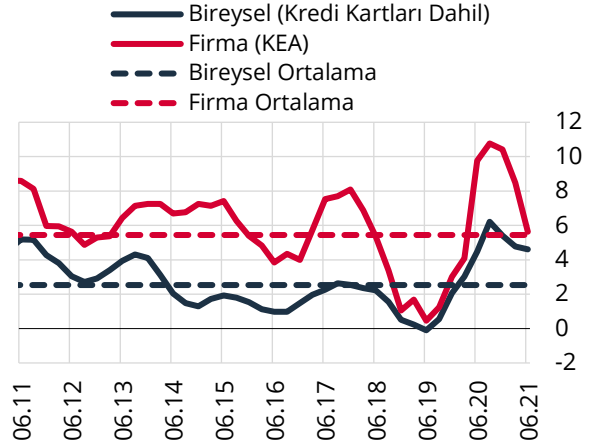
\* Burada kullanılan göstergeler hakkında bilgi için: Gülşen, E. ve Kara, A. H. (2019), "Türkiye İçin Enflasyon Belirsizliği Göstergeleri", TCMB Çalışma Tebliği No:19/12.

**Enflasyon beklentilerindeki yükselişin yanı sıra enflasyon belirsizliği de artmıştır.** Beklenti Anketi yanıtlarından elde edilen 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi dağılımı, Ocak ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla, medyan değer etrafındaki uzlaşının azaldığını ve yüksek enflasyon seviyelerine atfedilen olasılığın arttığını yansıtmaktadır. Ayrıca, iki farklı noktada yoğunlaşan olasılık, enflasyon belirsizliğinin son üç aylık dönemde arttığına işaret etmiştir (Grafik 2.4.10). Bu dönemde enflasyon belirsizliği göstergelerindeki artış da benzer bir sinyal vermiştir (Grafik 2.4.11). Yatay kesit standart sapma göstergesi, 2020 yılı ortalarından itibaren düzenli bir şekilde geriledikten sonra Nisan ayında belirgin bir şekilde artmıştır. Entropi göstergesi, olasılık dağılımındaki yoğunlaşmayı ölçmekte olup, standart sapmanın aksine seviyeden etkilenmemeye özelliğine sahiptir. Entropi göstergesi de Nisan ayında önemli ölçüde artış sergilemiş ve yakın geçmişte gözlenen yüksek seviyelere yaklaşmıştır.

**Toplam talep koşulları ilk çeyrekte enflasyonist düzeylerde seyretmeye devam etmiştir.** Salgın karşısında alınan tedbirlerin desteğiyle, çıktı açığının 2020 yılı üçüncü çeyreğinde pozitif bölgeye geçtiği ve son çeyrekte sonra 2021 yılı ilk çeyreğinde de enflasyonist düzeylerde seyrettiği tahmin edilmektedir. TCMB bünyesinde takip edilen çıktı açığı göstergeleri, yılın ilk çeyreğinde talep yönlü enflasyon baskılarının sürdüğüne işaret ederken, kredilerin seyri de dikkate alındığında toplam talep koşullarının son çeyrek ile ilk çeyrek arasında belirgin bir değişiklik sergilemediği değerlendirilmektedir (Grafik 2.4.12). Toplam talep koşulları, iç ve dış talep kaynaklı olarak Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülenden güçlü seyretmiştir. İç talep üzerinde Ocak ayı sonlarından itibaren kredi büyümesinde gözlenen yükseliş eğilimi ve Mart ayı başındaki kontrollü normalleşme adımları etkili olmuştur. Nitekim kredi büyümesinin Ocak ayı sonlarından itibaren bir miktar hızlanması, net kredi kullanımında gerçekleşen yavaşlamayı sınırlamıştır (Grafik 2.4.13). Dış talep ve ihracat ise salgın kısıtlamalarına rağmen küresel imalat sanayi faaliyetindeki olumlu görünümün desteğiyle canlı seyretmiştir. Bu doğrultuda, yılın ilk çeyreğinde talep kaynaklı enflasyonist baskıların hafiflemeye başlayacağı yönündeki geçmiş öngörülere kıyasla daha güçlü bir görünüm ortaya çıkmıştır. Diğer yandan, finansal koşullardaki sıkılaşmayla birlikte ikinci çeyrekte itibaren kredi kullanımındaki yavaşlamanın daha belirgin hale geleceği, dolayısıyla enflasyon üzerindeki talep baskılarının hafiflemeye başlayacağı öngörülmektedir.

**Grafik 2.4.12: Çıktı Açığı Göstergeleri (%)**

Kaynak: TCMB.

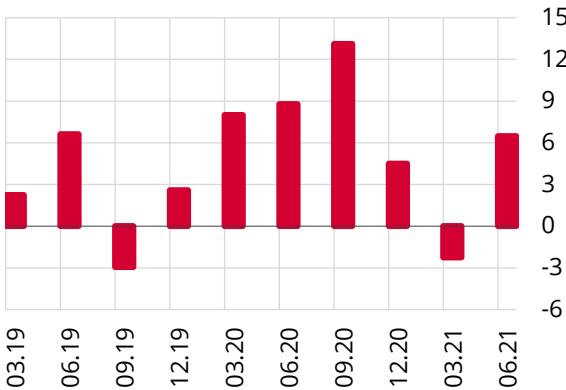
**Grafik 2.4.13: Net Kredi Kullanımı\* (%)**

Kaynak: TCMB.

\* Net kredi kullanımı, nominal kredi stokundaki yıllık değişimin 4 çeyrek önceki yıllık GSYİH'ye oranı olarak hesaplanmış olup Nisan 2021 net kredi kullanımı Nisan 2021'e kadar olan 12 aylık net kredi değişimi kullanılarak hesaplanmıştır. Tarihsel ortalama 2006-2019 dönemini kapsamaktadır.

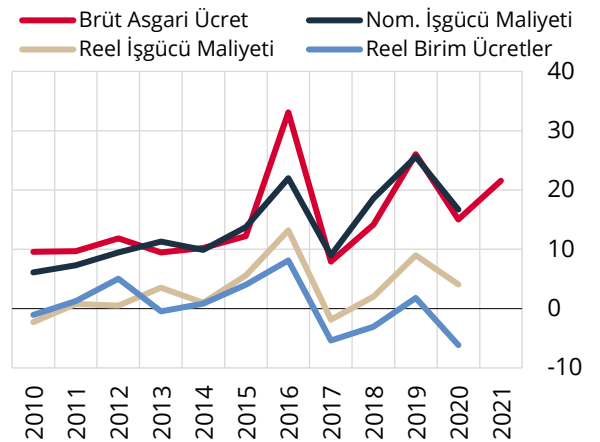
### **Döviz kurlarındaki yüksek oynaklık fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.**

Mart ayı sonlarındaki değer kaybına rağmen, Türk lirası yılın ilk çeyreğini değer kazancıyla tamamlamıştır (Grafik 2.4.14). Bu olumlu gelişmeyi takiben, ithal nihai ürün ve ara malı fiyatları üzerindeki birikimli baskılar kısmen hafiflemiştir. Nitekim 2020 yılı son çeyreğinde sert fiyat artışları sergileyen temel mal ve ithal bileşeni yüksek olan çeşitli gıda gruplarında fiyat artışlarının hız kestiği gözlenmiştir. Diğer yandan, referans fiyat uygulamalarına bağlı olarak, fiyatları zamana bağlı olarak uyarlanan belirli kalemlerde döviz kurundaki değer kayıplarının gecikmeli etkileri enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Artan yem fiyatlarına istinaden çiğ süt ve dolayısıyla peynir ve diğer süt ürünleri, ilaç fiyatlarını takiben diğer temel mallar grubu ve belirli sağlık hizmetleri kalemleri bu bağlamda öne çıkmışlardır. Yılın ilk çeyreğindeki görece olumlu görünümün ardından, döviz kurundaki değer kayıplarıyla birlikte enflasyon beklentileri yükselirken, öncü göstergeler fiyat baskılarının ithal bileşeni yüksek olan gruplarda yoğunlaştığına işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, kısmi emek verimliliğindeki artışlara rağmen işgücü maliyetleri de başta salgından olumsuz etkilenen hizmet sektörleri olmak üzere asgari ücretli çalışanların payının yüksek olduğu gruplarda etkisini göstermektedir (Grafik 2.3.16, Grafik 2.4.15).<sup>4</sup>

**Grafik 2.4.14: Sepet Kur\* (Çeyreklik % Değişim)**

Kaynak: TCMB.

\* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı. 2021 yılı ikinci çeyrek verisi Nisan ayı itibarıyla.

**Grafik 2.4.15: Saatlik İşgücü Maliyet Endeksi\* (Tarım Dışı) ve Brüt Asgari Ücret (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

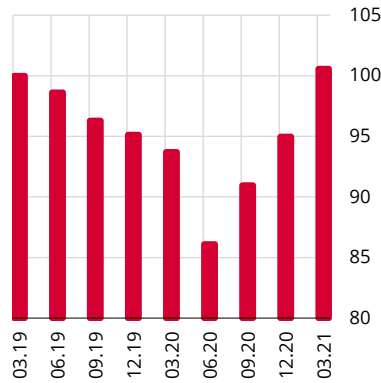
\* Reelleştirilmede TÜFE kullanılmıştır.

<sup>4</sup> Asgari ücrete duyarlılık ile ilgili analiz için 2021-I Enflasyon Raporu'nda yer alan Kutu 2.6 incelenebilir.

**Döviz kuru gelişmelerine ek olarak uluslararası emtia fiyatlarındaki güçlü artışlar ve tedarik zincirlerinde süregelen aksaklıklar enflasyon üzerindeki maliyet baskılarının güçlü seyretmesine neden olmaktadır.**

İthalat birim değer endeksi geçen yılın ikinci yarısında sergilediği artış eğilimini 2021 yılı ilk çeyreğinde de sürdürmüş, yıllık artış oranı Şubat ayı itibarıyla yüzde 10,3'e ulaşmıştır (Grafik 2.4.16). Nitekim uluslararası emtia piyasalarındaki hızlı artış eğilimi yılın ilk çeyreğinde sürmüştür (Grafik 2.4.17). Ana emtia gruplarında fiyatlar salgın öncesi seviyelerinin üzerine çıkarken, en belirgin artış endüstriyel metal grubunda gerçekleşmiştir. Uluslararası enerji fiyatlarında ilk çeyrekte yüzde 27,1 olarak gerçekleşen dönemlik artışın yurt içi tedbirlerle nihai fiyatlara yansımalarının engellenmesi maliyet baskıları bağlamında olumlu bir husus olarak öne çıkmıştır. Bu gelişmelere ek olarak, ÜFE yıllık enflasyonu artış eğilimini yılın ilk çeyreğinde korumuştur (Grafik 2.4.18). Üretici fiyatları ana eğilimi ilk çeyrekte Türk lirasında gözlenen değer kazancıyla birlikte kısmen yavaşlamıştır. Ancak, Mart ayı kur gelişmeleri ile birlikte bu gelişme tersine dönmüş ve üretici fiyatları kaynaklı baskılar yeniden artmıştır (Mercek Altı 2.6).

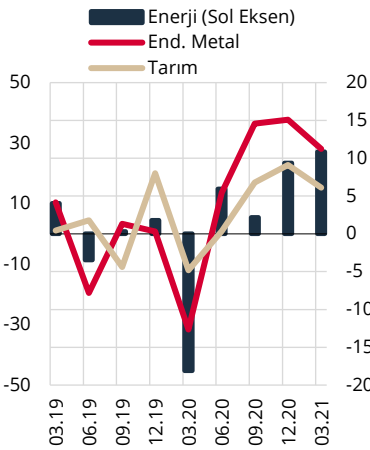
**Grafik 2.4.16: İthalat Birim Değer Endeksi\*** (2019Ç1=100)



Kaynak: TÜİK.

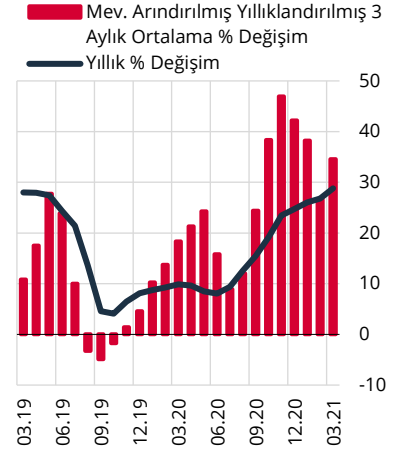
\* İlk çeyrek verisi Ocak ve Şubat ortalamasıdır.

**Grafik 2.4.17: Dünya Bankası Emtia Fiyat Endeksleri** (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: Dünya Bankası.

**Grafik 2.4.18: Petrol-Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları**

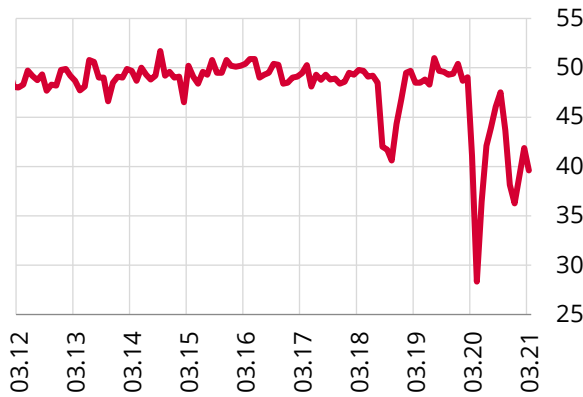


Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Küresel tedarik sorunları ve navlun maliyetlerinde gözlenen artışlar enflasyon görünümünde etkili**

**olmaktadır.** PMI verileri, tedarikçilerin teslim sürelerinin uzadığına ve dalgalı seyir izleyerek belirsizliklerin arttığına işaret etmektedir (Grafik 2.4.19). Sektörel ayırmada incelendiğinde, mineral maddeler, ana metal ile makine ve metal ürünler sektörlerinde teslimatlardaki gecikmelerin daha belirgin olduğu gözlenmektedir. Bu sektörlerde teslimat göstergeleri tarihi düşük seviyelerinde ya da bu seviyelerin çok yakınında değerler almaktadır (Grafik 2.4.20).

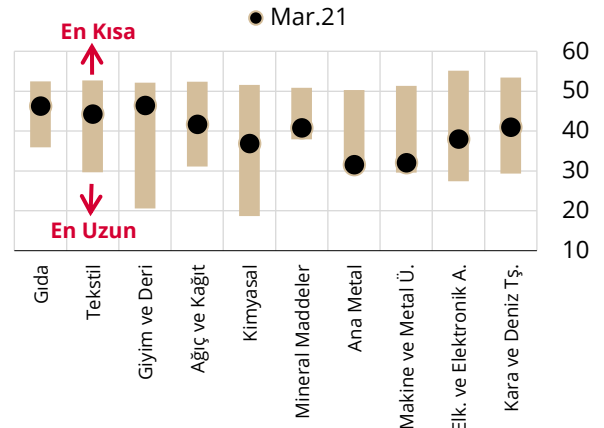
**Grafik 2.4.19: PMI Tedarikçilerin Teslim Süresi\*** (İmalat Sanayi, Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: IHS Markit.

\* Serinin daha düşük değerleri daha uzun teslim süresine işaret etmektedir.

**Grafik 2.4.20: PMI Tedarikçilerin Teslim Süreleri** (Sektörler Bazında, Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: IHS Markit.

**Yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının etkisi eşel mobil uygulamasının da desteği ile bu dönemde enflasyonu sınırlayıcı yönde olmuştur.** Ocak ayında elektrik tarifeleri tüm tüketici grupları için yüzde 6,18 oranında artırılırken, şebeke suyu fiyat artışı yüzde 7,15 oranında olmuş, doğalgaz fiyatlarında ise aylık ılımlı artışlar gerçekleşmiştir. Özel iletişim vergisindeki artışın etkileri haberleşme hizmetleri fiyatlarında Şubat ve Mart aylarına yayılacak şekilde izlenmiştir. İlaç fiyatlarının dönemsel Euro referans değerine göre yükseltilmesiyle aynı iki ayda diğer temel mallar kaleminde artışlar gözlenmiştir. Çiğ süt referans fiyatlarının yukarı çekilmesi, etkilerini işlenmemiş gıdanın yanı sıra ilgili işlenmiş gıda kalemlerinde de göstermiştir. Salgın kaynaklı maliyet artışlarını hafifletebilmek için getirilmiş olan bazı hizmet kalemlerindeki KDV indirimlerinin devam edip etmeyeceği önemli bir risk unsurudur. Nitekim diğer hizmetler altında yer alan eğitim ile bağlantılı kalemlerde Mart ayında gözlenen yüksek aylık enflasyonda kısmen geçici vergi indirimlerinin sona ermesinin etkisi izlenmektedir. Diğer yandan, 2020 yılı sonunda geçmiş altı aylık ÜFE farkının maktu ve asgari maktu vergiye yansıtılmaması, buna ek olarak nispi ÖTV oranlarının düşürülmesi tütün ürünleri fiyatlarını olumlu etkilemiştir. Geçen süre zarfında, sadece asgari maktu üzerinden vergilendirilen ve tüketim payı düşük olan alt segment ürünlerde sınırlı fiyat artışları gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, 2021 yılı ilk altı aylık ÜFE artışının, tütün ürünlerine Temmuz ayında yansıtılıp yansıtılmayacağı önem taşımaktadır. Yönetilen fiyatlarla ilgili en olumlu gelişme ise eşel mobil ve tavan fiyat uygulamalarına bağlı olarak akaryakıt fiyatlarında gerçekleşmiştir. Akaryakıt fiyatlarındaki yükselişin engellenmesi ile tüketici fiyatları desteklenirken, maliyet baskılarının önüne geçilmiştir.

## Mercek Altı 2.6

### Üretici Enflasyonundan Tüketici Enflasyonuna Geçişkenlik Nasıl Seyrediyor?

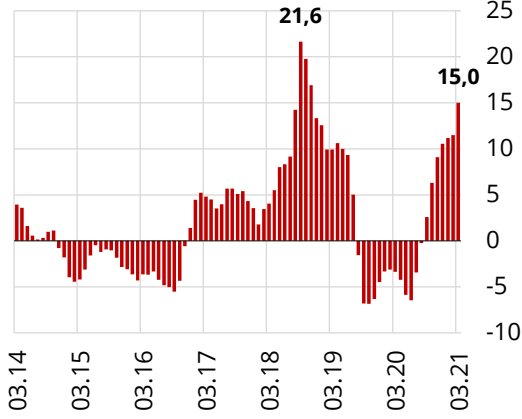
**Vergi etkisi, eşel mobil uygulaması, kapsam farklılıkları ve arz zincirindeki konum gibi unsurlarla üretici ve tüketici enflasyonu dönemsel olarak birbirinden önemli ölçüde farklılaşabilmektedir.**

Üretici fiyatları yıllık enflasyonunun Mart ayında yüzde 31,20 seviyesine yükselmesi ile birlikte tüketici ve üretici enflasyonları arasındaki fark 15 puana ulaşmıştır (Grafik 1). Bu durum üretici fiyatları kısa vadede tüketici fiyatlarından neden farklılaşıyor ve üreticiden tüketici fiyatlarına geçiş etkisi hangi boyutta sorularını tekrar gündeme getirmiştir.

**Farklılaşmada öne çıkan ilk konu vergi etkisidir.** Yİ-ÜFE’de, yurt içinde üretimi yapılan ürünlerin vergiler hariç satış fiyatı, TÜFE’de ise vergi dâhil nihai fiyatlar derlenmektedir. Uluslararası petrol fiyatları yüzde 10 oranında arttığında, bu artış Yİ-ÜFE’ye bu oranda yansırken, tüketici fiyatlarına yansımaları akaryakıt fiyatlarındaki vergi yükü nedeniyle yaklaşık üçte bir oranında olmaktadır. Ayrıca, içinde bulunduğumuz dönemde eşel mobil sisteminin devrede olması nedeniyle petrol ya da döviz kurundaki artışların etkisi vergiden karşılanmakta, TÜFE’de akaryakıt fiyatları belirgin bir değişim göstermemektedir. Neticede, üretici fiyatlarında rafine edilmiş petrol ürünleri fiyatları yüksek bir oranda artarken, bunun mevcut dönemde nihai tüketiciye belirgin bir yansımaları olmamaktadır.

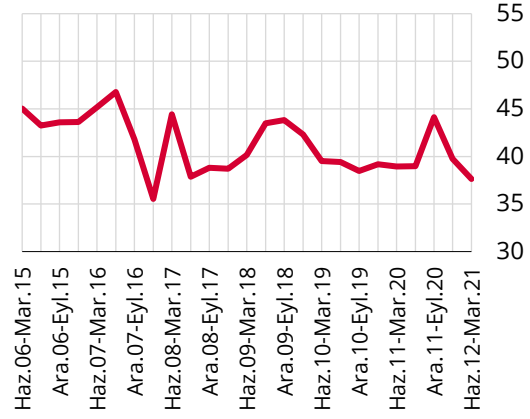
**Yİ-ÜFE ve tüketici fiyat endeksleri arasında kapsam farkı söz konusudur.** Tüketim sepetinde ortalamada yüzde 30 paya sahip olan hizmet fiyatları tüketici enflasyonunun önemli bir bileşeni iken, Yİ-ÜFE kapsamında yer almamakta, bu endeks sadece mallardan oluşmaktadır. Arz zincirindeki konum ile birlikte değerlendirildiğinde bu durum, üretici fiyatlarının dış fiyatlardan daha fazla etkilenmesini beraberinde getirmektedir. Üretici fiyatları arz zincirinin önceki aşamalarında yer alırken, tüketici fiyatları nihai aşamada yer almakta; bu doğrultuda, üretici fiyatları dışa açık bir ekonomi olan Türkiye’nin etkilendiği uluslararası fiyat ve döviz kuru gelişmelerine daha hızlı ve sert bir şekilde tepki vermektedir.

**Grafik 1: TÜFE ve Yİ-ÜFE Enflasyonları Fark** (Yıllık % Değişim Farkı (Yİ-ÜFE-TÜFE), Puan)



Kaynak: TÜİK.

**Grafik 2: İmalat Sanayi Fiyatlarından Tüketici Enflasyonuna Geçiş Etkisinin Zaman İçerisindeki Gelişimi** (% , 3 Yıllık Kayan Pencere)



Kaynak: TCMB.

**Üretici fiyatlarından tüketici enflasyonuna geçiş etkisinin zaman içerisinde yüzde 40-45 bandında dalgalandığı izlenmektedir.** Geçiş etkisine yönelik olarak oluşturulan model tahmini 2006-2021 dönemi için imalat sanayi fiyatlarından tüketici enflasyonuna geçişin ortalama yüzde 41 olduğuna işaret etmektedir (Tablo 1, Grafik 2). Analizlerde Tablo 1'de tahmin edilen denkleme dair çeyreklik imalat sanayi fiyat değişimlerinin katsayılarının toplamı 3 yıllık kayan örneklemler itibarıyla incelenmiştir. Buna göre ilk örneklem 2006Ç2-2015Ç1, son örneklem ise 2012Ç2-2021Ç1 dönemine ait denkleme katsayı tahminlerini göstermektedir (Grafik 2). Eşel mobilin devreye girdiği 2020 yılı Eylül ayını içeren örneklemde geçiş etkisi yüzde 44 iken, 2021 birinci çeyreğiyle etki yüzde 38'e gerilemiştir. Bu gelişimde yukarıda özetlendiği üzere ilgili dönemde petrol fiyatlarındaki belirgin artışa karşın, eşel mobil uygulaması ile bu gelişmenin tüketici enflasyonuna yansımalarının sınırlı kalması belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, eşel mobil uygulamasının devrede olması üretici enflasyonundaki artışa karşın, tüketici enflasyonu tarafında önemli bir enflasyonist etkiyi bertaraf etmektedir. Dolayısıyla içinde bulunduğumuz dönemde üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına geçişkenliğin tarihsel ortalamalara kıyasla bir miktar daha düşük olması beklenmekle birlikte, girdi maliyetlerindeki birikimli artışlar tüketici enflasyonu üzerinde belirgin bir etkide bulunmaya devam etmektedir.

**Tablo 1: Bağımlı Değişken: D Enflasyonu (2006Ç2 - 2021Ç1) \***

	Sabit Terim	Çıktı Açığı <sup>a</sup>	Reel Birim İşgücü Maliyeti <sup>b</sup>	İmalat Sanayi (t)	İmalat Sanayi (t-1)	İmalat Sanayi (t-2)	İmalat Sanayi (t-3)
<b>Tahmin</b>	1,05***	0,09***	0,16**	0,20***	0,11***	0,06***	0,03**

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

\* D: İşlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı TÜFE. Vergi değişikliklerinin etkisi düzeltilmiştir. Model aynı zamanda kukla değişkenler içermekte olup, sunum kolaylığı açısından bu değişkenlere tabloda yer verilmemiştir.

<sup>a</sup> t ve t-1 gecikmeli değerlerinin ortalaması.

<sup>b</sup> t-1 ile t-4 arasındaki gecikmeli değerlerin ortalaması.

## Kutu 2.1

### Gelişmekte Olan Ülkelerde Kur Geçişkenliği

Döviz kuru, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, enflasyonun önemli belirleyicilerinden biridir. Kurdan fiyatlara geçiş etkisi (kur geçişkenliği) gerek ülkeler arasında gerekse zaman içerisinde farklılık göstermektedir. Bu kutuda, yazında yer alan ilgili çalışmaların sonuçlarından ve ülkelere ilişkin karşılaştırmalı verilerden yola çıkılarak, kur geçişkenliğinin neden farklılaştığı ve para politikası güvenilirliği ile ilişkisi açıklanmaya çalışılmaktadır.<sup>1</sup>

Kur geçişkenliğini zaman boyutunda inceleyen çalışmaların vardığı ortak sonuç, geçişkenliğin gelişmiş ülkelerde düşük ve istikrarlı, gelişmekte olan ülkelere ise daha yüksek ancak azalan bir eğilim izlediği yönündedir. Bu yöndeki çalışmaların en güncellerinden biri olan Jasova vd. (2016), 22 gelişmekte olan ülke için 1994-2015 dönemini kapsayan geçişkenlik katsayılarını hesaplamış ve 2008 krizi sonrası geçişkenliğin, istatistiki olarak anlamlı bir şekilde, önemli oranda düştüğünü göstermiştir. Çalışmaya göre kriz öncesi dönemde ortalama yüzde 20 olan on iki aylık kur geçişkenliği kriz sonrası dönemde yüzde 8,2'ye düşmüştür. Ayrıca, kayan örneklem kullanılarak yapılan analiz, geçişkenliğin özellikle 2000'li yılların ikinci yarısından sonra hızlı bir şekilde düştüğünü göstermektedir. İktisat yazınında bu düşüşün temel nedeni olarak, enflasyon hedeflemesine ve beraberinde düşük enflasyon ortamına geçilmiş olması gösterilmektedir.

Zaman içerisinde değişen geçişkenlik ülkeler arasında da önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Ülkeler arası çalışmalar gelişmekte olan ülkelere geçişkenliğin gelişmiş ülkelere göre yüksek olduğu yönündedir (Tablo 1).

**Tablo 1: Döviz Kuru Geçişkenlik Katsayılarına İlişkin Tahminler**

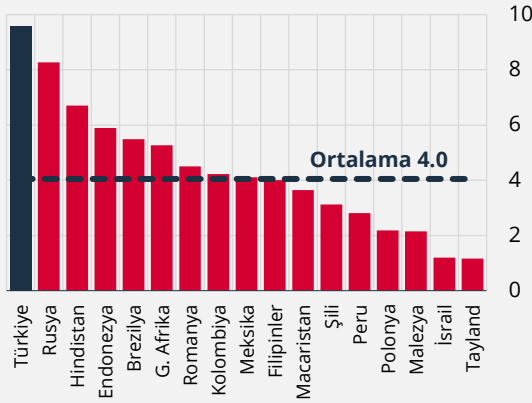
Çalışma	Dönem	Geçişkenlik Katsayısı (12 Aylık Birikimli, %)	
		Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
Lopez-Villavicencio ve Mignon (2017)	1994-2015Q3		7,5
Forbes ve diğerleri (2017)	1990-2015	5	23
Carriere-Swallow ve diğerleri (2016)	2000-2015	10	30
Caselli ve Roitman (2016)	1979-2000		22
Frankel ve diğerleri (2012)	1990-2002	2	34
Razafimahefa (2012)	1985-2008Q2		41
Kohlshleen (2010)	Dalgalı kur dönemleri		24
Ca'Zorzi ve diğerleri (2007)	1975-2004Q1	3,3	24
Choudhri ve Hakura (2006)	1979-2000	20	24
Goldfajn ve Werlang (2000)	1980-1998	19	75

Ekonomi yazınında kurdan enflasyona geçişin farklılık göstermesinin nedeni olarak ülkelere has dinamikler ön plana çıkarılmaktadır. Ampirik bulgular enflasyonun seviyesi ve oynaklığı, kur değişimlerinin büyüklüğü ve kalıcılığı, yabancı para borçluluğu ve yerli tüketimin ithal içeriği gibi unsurların kur geçişkenliğini belirlemede önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, enflasyonun daha yüksek ve oynak, kur değişimlerinin daha büyük, yabancı para borçluluğun (dolarizasyonun) daha yüksek ve yerli tüketimin içerisinde ithal ürünlerin payının daha fazla olduğu ekonomilerde kur geçişkenliği de yüksek olmaktadır. Yüksek ve oynak enflasyon görülen ekonomilerde üretim maliyetleri sık ve yüksek oranda değişmekte ve fiyatlar daha sık ayarlanmak zorunda kalmaktadır. Bu durum kur değişimlerinin fiyatlara yansıtılmasını kolaylaştırmakta, yüksek oranlı değer kayıplarının etkisi daha büyük olmaktadır. Ayrıca, yabancı para borçluluğunun yüksek olması, kur değişimlerinin bilanço dengelerini değiştirmesine neden olmakta, böylelikle döviz kuru ile üretim maliyetleri arasında doğrudan bir ilişki olmayan firmalar için dahi fiyat ayarlamalarını zorunlu kılabilir. Gerek tüketim gerekse ara malı olarak ithal malların daha fazla kullanıldığı ülkelerde de hem tüketim sepetindeki ithal malların fiyatları hem de yerli üretime konu olan ithal girdi fiyatları kanalıyla fiyatlar kur değişimlerinden daha çok etkilenmektedir.

<sup>1</sup> Yapılan analizlerde, aksi belirtilmediği sürece, döviz kuru olarak BIS'in yayımladığı nominal efektif kur endeksi, fiyat düzeyi olarak ise tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır.

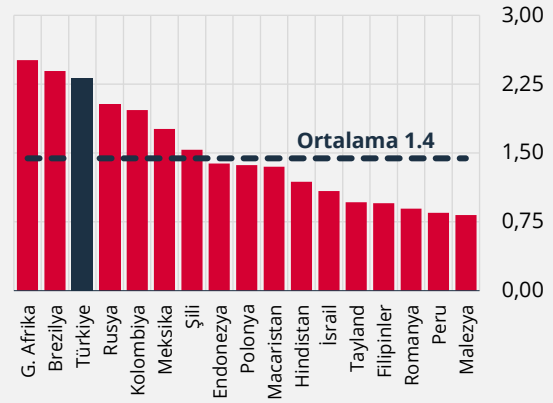
Grafik 1-4, 2004-2020 yılları için, enflasyon düzeyi, kur değişimlerinin boyutu, yabancı para borçluluk oranı ve yerli tüketimin ve ihracatın ithal içeriğini geliştirmekte olan ülkeler özelinde karşılaştırmaktadır. Türkiye, tüketimin ithal bileşeni itibarıyla seçilmiş ülkeler ortalamasına yakın iken enflasyon düzeyi, kur değişimlerinin büyüklüğü ve yabancı para borçluluğunda üst sıralarda yer almaktadır. 2017 yılından itibaren çift hanelerde kalıcı olan enflasyon oranıyla geliştirmekte olan ülkelere bir ayrışma görülürken, özellikle şirketler kesiminin döviz borçluluğu da diğer ülkelere kıyasla yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu göstergeler ülkeler itibarıyla döviz kuru geçişkenliğindeki farklılaşmayı kısmen açıklamakla birlikte, tüketimin ithal bileşeni ve yabancı para borçluluğunun Türkiye'den daha yüksek olduğu pek çok ülkede geçişkenliğin sınırlı olması maliyet/bilanço kanalı dışındaki belirleyicileri gündeme getirmektedir.

**Grafik 1: Ortalama Tüketici Enflasyonu**  
(2004-2020, Yıllık, %)



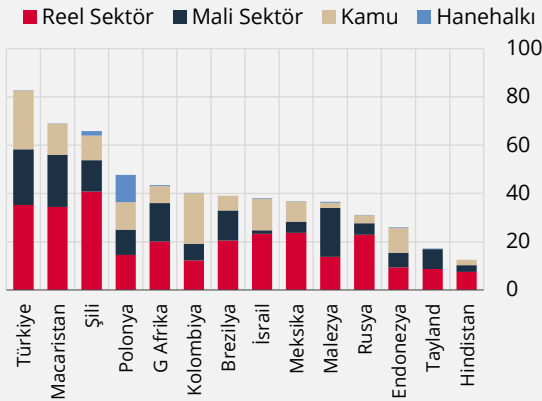
Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2: 2004-2020 Aylık Ortalama Kur Değişimi (% Mutlak Değer)**



Kaynak: Bloomberg.

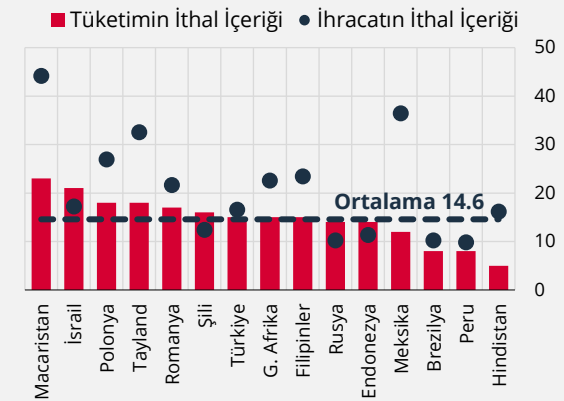
**Grafik 3: Yabancı Para Cinsinden Borçların GSYİH İçerisindeki Payı\* (%)**



Kaynak: IIF.

\* 2020 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla.

**Grafik 4: Tüketimin ve İhracatın İthal İçeriği\* (%)**



Kaynak: Carriere-Swallow ve diğ. (2016), OECD.

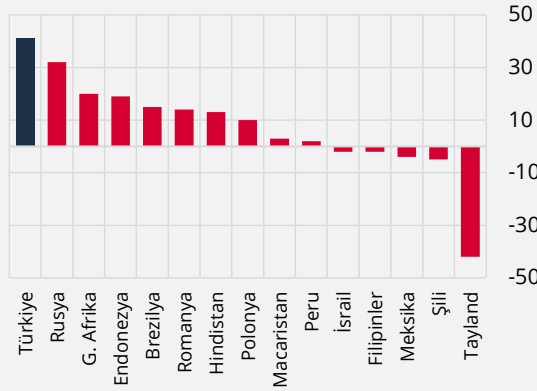
\* OECD tarafından yayımlanan tüketimin ithal içeriği verisi 2019 yılına aittir. Kaynakta yer alan çalışmadaki ihracatın ithal içeriği verisi ise 2000-2015 yılları ortalamasını kapsamaktadır.

Tüketim ve üretimde ithal içeriği gibi yapısal unsurlar ayrıldığında geçişkenliği etkileyen tüm bu faktörlerin ortak noktasında para politikası güvenilirliği yer almaktadır. Enflasyona odaklı, öngörülebilir ve güvenilir bir para politikası enflasyon seviyesinin ve oynaklığının düşük olmasını sağlayacağı gibi, kur şoklarının enflasyona yansımalarını da sınırlayacaktır. Carriere-Swallow ve diğerleri (2016) gibi bir çok çalışma enflasyon hedeflemesi ve para politikasının güvenilirliğinin geçişkenliği düşürdüğüne dair



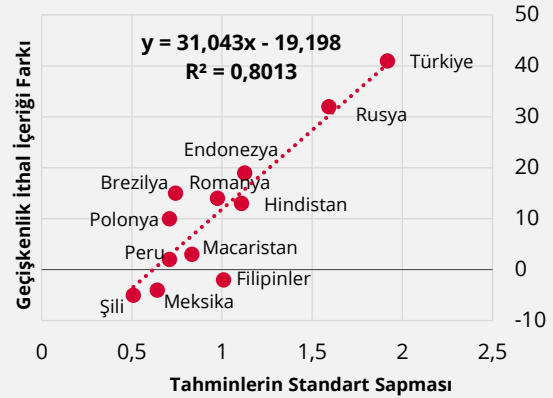
ampirik kanıt sunmaktadır. Yazarlar öncelikle ülkeler için hesaplanan döviz kuru geçişkenliği katsayılarından Grafik 4'te sunulan tüketimin ithal içeriğini çıkararak maliyet unsurlarının ima ettiği ötesindeki geçişkenliği ayırtmışlardır. Buna göre Türkiye'de döviz kuru geçişkenliği tüketimin ithal içeriğinin ima ettiği değerin yüzde 40 daha üzerinde iken, ithal içeriğin yüksek raporlandığı Macaristan, İsrail ve Polonya gibi ülkelerde yapısal geçişkenliğin üzerinde ilave bir döviz kuru etkisi görülmemektedir (Grafik 4 ve Grafik 5). Şirketler kesimi borçluluğunun Türkiye'ye benzer bir düzeyde olduğu Şili'de de döviz kuru geçişkenliği ithal bileşenin ima ettiği düzeylerle sınırlıdır (Grafik 3 ve Grafik 5). Bahsedilen çalışmada ithal bileşenden arındırılan geçişkenlik katsayıları ile para politikası güvenilirliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Para politikası güvenilirliğinin görece yüksek olduğu ülkelerde döviz kuru geçişkenliği ithal ürünlerin payıyla paralel bir seyir izlemekte, düşük olduğu ülkelerde ise ilave geçişkenlik etkisi görülmektedir. Benzer bir analiz için politika güvenilirliğine dair yazında en çok kullanılan değişkenlerden biri olan enflasyon tahminlerine yönelik belirsizlik kullanılabilir. 2010-2020 yılları arası Consensus Economics enflasyon tahminleri kullanılarak gelişmekte olan ülkeler için ortalama tahmin belirsizlikleri hesaplanmıştır.<sup>2</sup> Buna göre, Şili, Meksika, Peru gibi Latin Amerika ülkeleri ile Polonya ve Macaristan gibi Avrupa ülkelerinde enflasyon tahmin belirsizliği ortalamanın altındadır. Türkiye ve Rusya'da ise bu gösterge nispeten yüksek düzeydedir. Enflasyon tahmin belirsizliği ve ithal içeriğinden arındırılmış geçişkenlik katsayıları arasındaki güçlü ilişki, para politikası güvenilirliğinin artırılması ve enflasyon belirsizliğinin azaltılmasının kur geçişkenliği açısından en az ithal girdi oranının azaltılması kadar önemli olduğuna işaret etmektedir (Grafik 6).

**Grafik 5: Geçişkenlik Katsayısı ile Tüketimin İthal İçeriği Arasındaki Fark (% Puan)**



Kaynak: Carriere-Swallow ve diğ. (2016).

**Grafik 6: Geçişkenlik ile Tahminlerin Standart Sapması Arasındaki İlişki**



Kaynak: Carriere-Swallow ve diğ. (2016), Consensus Economics, TCMB.

## Kaynakça

Carriere-Swallow, Y., Gruss, B., Magud, N., ve Valencia, F. (2016). Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through. IMF Working Papers, Working Paper, No. 16/240.

Caselli, F., ve Roitman, A. (2016). Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets. IMF Working Papers, Working Paper, No. 16/1.

Ca'zozzi, M., Hahn, E., ve Sanchez, M. (2007). Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets. Avrupa Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 739.

Choudhri, E., ve Hakura, D., (2006). Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? Journal of International Money and Finance, 4(25), 614-639.

<sup>2</sup> 2020 ve 2021 yılları Ocak ayı bültenlerinde aynı takvim yılı ve bir sonraki takvim yılı için Consensus Bülteni'nde yer alan enflasyon tahminlerinin standart sapması toplanarak tahmin belirsizliği hesaplanmıştır.

- Forbes, K., Hjortsoe, ve I., Nenova, T. (2017). Shocks versus Structure: Explaining Differences in Exchange Rate Pass-Through across Countries and Time. Bank of England External MPC Unit Discussion Paper, No. 50.
- Frankel, J., Parsley, D., ve Wei, S. (2012). Slow Passthrough Around the World: A New Import for Developing Countries? Harvard Kennedy School of Government, No. 213/251.
- Goldfajn, I., ve Werlang, S. (2000). The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. Brezilya Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 5.
- Jasova, M., Moessner, R. ve Takats, E. (2016). Exchange Rate Pass-through: What Has Changed Since the Crisis? BIS Working Papers, No. 583.
- Kolscheen, E. (2010). Emerging Floaters: Pass-throughs and (some) New Commodity Currencies. Journal of International Money and Finance, 8(29), 1580-1595.
- López-Villavicencio, A., ve Mignon, V. (2017). Exchange Rate Pass-through in Emerging Countries: Do the Inflation Environment, Monetary Policy Regime and Central Bank Behavior Matter? Journal of International Money and Finance, C(79), 20-38.
- Mihaljek, D., ve Klau, M. (2008). Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies. Bank for International Settlements, 35, 103-130.
- Razafimahefa, I. (2012). Exchange Rate Pass-Through in Sub-Saharan African Economies and its Determinants. IMF Working Papers, Working Paper, No. 12/141.

## Kutu 2.2

### ABD Hazine Getiri Eğrisi Hareketlerinin Türkiye'ye Etkisi

ABD hazine tahvilleri risksiz varlık olarak değerlendirildikleri için küresel ölçekteki diğer tüm yatırım araçları için referans oluşturmaktadır. ABD hazine getiri eğrisindeki hareketler diğer riskli varlıkların fiyatlamalarını doğrudan etkilerken, küresel sermayenin getirisi yüksek ancak riskli gelişmekte olan ülkeler varlıkları ile risksiz ancak getirisi düşük gelişmiş ülke (GÜ) varlıkları arasında dolaşımına da yön vermektedir. Bu açıdan ABD hazine getiri eğrisi üzerinde oluşan beklentiler GOÜ piyasaları için önemli olmaktadır. Bu kutuda ABD 10 yıllık hazine tahvil getirilerindeki yükselişlerin Türkiye finansal piyasaları üzerindeki etkileri incelenerek önümüzdeki döneme ilişkin değerlendirmeler yapılmaktadır.

Uzun vadeli tahvil getirileri geleceğe ilişkin enflasyon ve reel para politikası faizi beklentilerinin bileşimi olarak şekillenmektedir. Enflasyon beklentilerinde oluşan bir artış Fed'in gelecekte para politikasını sıkılaştırarak enflasyonla mücadele edeceği beklentisini oluşturduğundan uzun vadeli tahvil getirileri yükselmektedir. Reel faizler orta ve uzun vadede potansiyel büyüme, tasarruf tercihleri ve finansal yapı gibi faktörlerce belirlenirken kısa vadede büyüme görünümü ve para politikasından etkilenmektedir. 2020 yılının son çeyreğinden itibaren ABD uzun vadeli tahvil getirilerinde gözlenen artış da daha çok enflasyon beklentilerindeki yükselişten kaynaklanmaktadır.

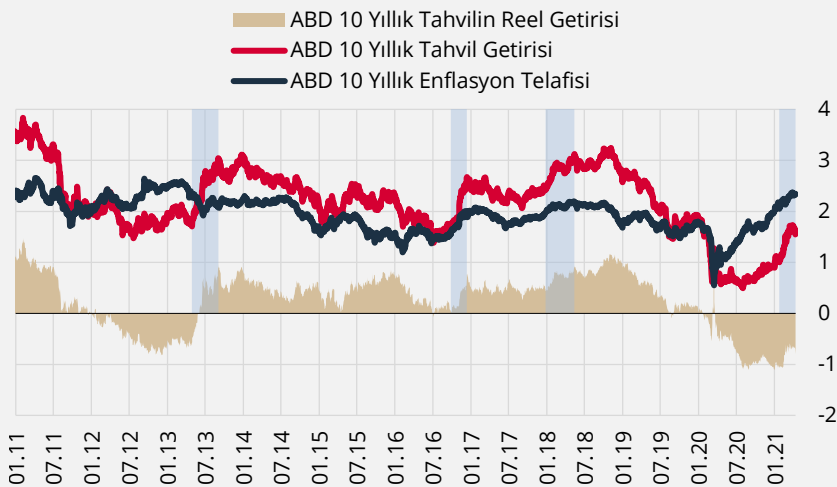
Bilindiği gibi ABD hazine getirileri finansal piyasalarda iskonto oranı (discount rate) olarak kullanılmaktadır. ABD tahvil getirilerinin oldukça düşük seyrettiği son bir yıllık dönemde ABD'de büyüme potansiyeli çok olan ya da riskli ve yüksek getirili varlıklara talep çok yükselmiştir. İskonto oranının normalleşmesiyle piyasalarda düzeltme hareketleri gözlenmeye başlarken yüksek getiri-yüksek risk sunan yatırımlar bu normalleşmeden en olumsuz etkilenen varlıklar olarak öne çıkmaktadır.

ABD hazine tahvillerine duyarlılığı yüksek olan GOÜ hisse senedi piyasalarının yanı sıra tahvil piyasaları da ABD hazine tahvillerine ait getirilerin yükselmesi durumunda baskı altında kalmaktadır. Risksiz getiri olarak değerlendirilen ABD hazine tahvili getirisinin artması durumunda GOÜ tahvillerinin cazibesi azalmakta, GOÜ tahvil piyasaları ABD hazine tahvillerindeki artıştan olumsuz etkilenmektedir.

### ABD Tahvil Getirilerinin Tarihsel Gelişimi

Geçtiğimiz on yıl içinde ABD tahvil getirilerinde gözlenen sert artışların GOÜ finansal piyasalarına negatif etkilerinin olduğu ancak faizlerin dengelenmesiyle birlikte risk iştahının da normale döndüğü gözlenmiştir. Bu süre zarfında ABD uzun vadeli getirilerindeki artışların belirgin olduğu dört alt dönem öne çıkmaktadır (Grafik 1).

**Grafik 1: ABD 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirisi ve Alt Bileşenleri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

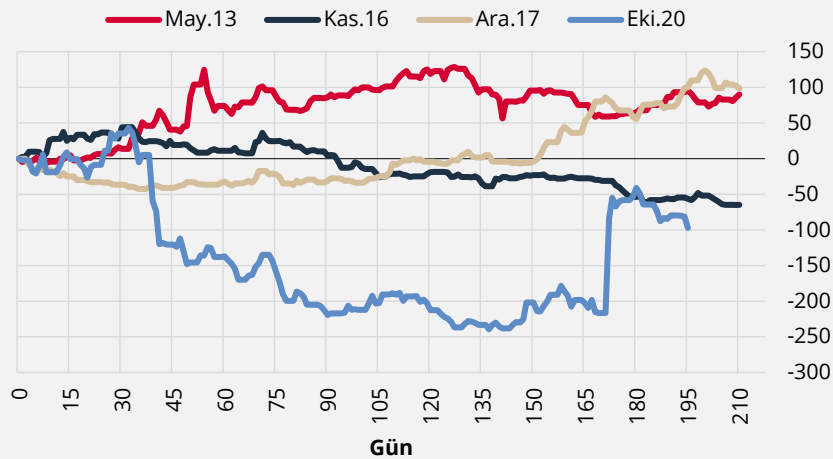
2008 Küresel Finans Krizinden sonraki dönemde Fed'in hızlı bilanço büyütmesiyle birlikte hızla gerileyen ABD tahvil getirileri, 2012 yılında artmaya başlayan enflasyon beklentilerinin altında seyretmeye başlamıştır. Bu sürecin devamında 2013 yılının Mayıs ayında ABD para politikasında normalleşme sürecinin başlamasıyla birlikte 10 yıllık tahvil getirileri birkaç hafta içerisinde yüzde 2'nin hemen altındaki seviyelerden yüzde 3'lere ulaşmıştır. Bunun sonucunda Türkiye'ye ve diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamaları bozulmuştur (Grafik 2). Türkiye'den yoğun portföy çıkışları gözlenirken 2013 yılı Mayıs ayı başından yıl sonuna kadar TL yaklaşık yüzde 20 değer kaybetmiştir.

2013 yılının sonlarından itibaren yeniden gerileme eğilimine giren tahvil getirileri 2016 yılında ABD seçimleri sonrasında çok kısa süre içerisinde yüzde 1,8 seviyelerinden yüzde 2,6 seviyesine sıçramıştır. Trump Yönetimi'nin küresel ticarete ve ABD dışındaki pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye yönelik söylemleri risk iştahını geriletmiş, portföy çıkışlarına yol açmıştır. Tahvil getirilerindeki artış eğiliminin 2016 yılı Aralık ayı içerisinde sona ermesiyle birlikte risk iştahı hızlıca toparlansa da, TL yurt içi gelişmelerin de etkisiyle diğer GOÜ paralarından belirgin şekilde olumsuz ayrılmıştır.

2017 yılının sonlarında bu kez Fed tarafından uzun süredir gevşek olan para politikasında sıkılaşılmaya yönelik beklentilerle ABD tahvil getirileri yeniden artış eğilimine girmiştir. Öte yandan, söz konusu artış eğilimi önceki örneklerdekinin aksine yumuşak ve zamana yayılan bir hareket olduğundan GOÜ'ler ve Türkiye üzerindeki etkileri oldukça sınırlı kalmıştır.

Son olarak 2020 yılında koronavirüs salgını sonrasında alınan önlemlerin etkisiyle tarihi düşük seviyelerine gerileyen ABD 10 yıllık tahvil getirisi enflasyon beklentilerindeki artışa rağmen yılın son çeyreğine kadar düşük seyrini sürdürmüştür. Bilindiği gibi Fed'in 2020 yılında para politikası çerçevesinde değişikliğe giderek uzun vadede "ortalama" enflasyon oranını yüzde 2 civarına yaklaştırma hedefini benimsemesi Fed'e bir ya da birkaç yıl boyunca yüksek enflasyona karşı harekete geçmeme esnekliği sağlamıştır. Enflasyon telafisindeki artışın 2020 yılının son çeyreğinde 1 puanı aşmasıyla ABD 10 yıllık tahvil getirisi yükselmeye başlarken enflasyon telafisindeki artışların da devam etmesi sonucunda 2021 yılı Şubat ayında tahvil getirilerindeki artış hız kazanmış ve piyasalarda panik havası hâkim olmuştur. Bu dönemde riskten kaçınma hareketine bağlı olarak GOÜ varlıklarında ve para birimlerinde önemli kayıplar yaşanırken TL cinsi varlıklar negatif ayrılmıştır. Tahvil getirilerinde 2021 yılında gözlenen artışların 2016 ve 2017 yıllarındaki artış dönemlerinden ziyade 2013 yılındaki artış döneminde olduğu gibi enflasyon ve iktisadi faaliyet kaynaklı olması nedeniyle Fed'in geçmiş öngörülerden daha erken bir vadede politika tepkisi vermek zorunda kalma ihtimali de yükselmiştir. ABD'de hâlihazırda negatif düzeylerde seyreden reel faizlerin makul bir pozitif seviyeye çıkması halinde dahi 10 yıllık tahvil getirilerinin yüzde 3'ü geçebileceği öngörülmektedir. Önümüzdeki dönemde ABD tahvil getirilerindeki seyrin enflasyon ve istihdam gerçekleştirmelerine bağlı olarak şekillenmesi ve küresel piyasaların bu verilere hassasiyetinin yüksek olması beklenmektedir. Türkiye'nin finansal varlıkları ve göstergelerinin de küresel risk iştahına bağlı olarak yüksek oynaklık sergilemesi muhtemel görünmektedir.

**Grafik 2: Türkiye CDS Primi (Baz Puan,  $t_0 = 0$ )\***



Kaynak: Bloomberg.

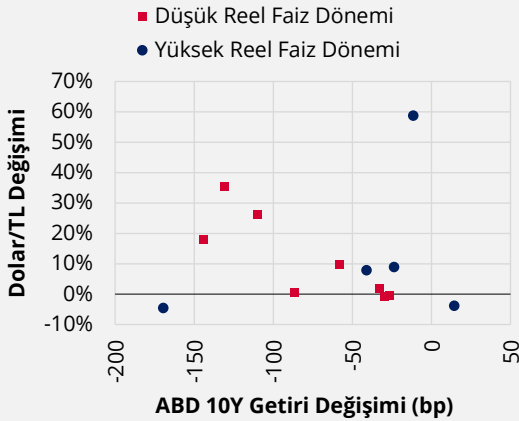
\* Her bir tahvil getirisi artış döneminde  $t_0$  noktası olarak ilgili ayın ilk günü seçilmiştir.

## ABD Tahvil Getirisi Artışlarının Türk Lirası Üzerindeki Etkileri

Son 10 yıllık süreçte ABD tahvil getirilerinin seyri incelendiğinde 10 yıllık tahvil getirisinin yüksek artış kaydettiği 4 dönemin yanı sıra 9 adet kayda değer artış dönemi daha olduğu tespit edilmiştir. Böylece ABD tahvil getirilerinin 10 yıllık seyri 13 adet artış dönemi ile bu dönemlerin arasında kalan 13 adet sakin seyir dönemine bölünebilmektedir. Her bir alt dönemde ABD tahvil getirisinde gözlenen değişime karşılık Türkiye finansal varlıklarının nasıl tepki verdiğini temsil etmek üzere ABD doları/TL kurundaki değişimler Grafik 3 ve 4'te yer almaktadır. Ayrıca her iki grafikte de Türkiye'nin sunduğu reel faizin diğer GOÜ ortalama reel faizinden görece olarak düşük olduğu gözlemler kare şeklinde noktalarla gösterilirken daire şeklinde olan noktalarda Türkiye'nin reel faizinin görece olarak yüksek olduğu gözlemler gruplanmıştır. Bu gösterimle reel faiz düzeyinin Türk lirasının ABD tahvil getirisi gelişmelerine tepkisini etkileyip etkilemediği incelenmiştir.

Piyasalarda ABD tahvil getirisi kaynaklı bir stres yaşanmayan "sakin" zamanlarda ABD doları/TL kuru ile ABD tahvil getirisi arasında belirgin bir ilişki göze çarpmamaktadır. Türk lirası bu dönemlerde daha çok yurt içi haber akışından etkilenir hale gelmektedir (Grafik 3). ABD tahvil faizinin arttığı dönemlerde ise ABD doları/TL kurunun ABD tahvil getirisindeki artış miktarlarıyla orantılı bir şekilde yükseldiği görülmektedir (Grafik 4). Dağılımlar reel faiz düzeyine göre incelendiğinde, "düşük reel faiz" dönemlerinde TL'nin genelde daha yüksek oranda değer kaybettiği gözlenmektedir. Görece "yüksek reel faiz" dönemlerinde ise TL'nin genellikle değer kaybetmediği ya da çok sınırlı değer kaybettiği dikkat çekmektedir. Reel faiz koruması ve döviz kuru ilişkisi özellikle küresel risk iştahının bozulduğu dönemlerde önem kazanmaktadır. Grafik 4'te reel faizin yüksek olduğunu yansıtan noktaların sıfır çizgisinin etrafında kümelenmesi, TL'nin olumsuz risk iştahına karşın önemli bir değer kaybı yaşamadığı görülmektedir. Buna karşın reel politika faizinin düşük olduğu dönemlerde TL, ABD tahvil getirilerine daha duyarlı hale gelmekte ve daha fazla değer kaybetmektedir. Bu farklılaşma dış şokların etkili olduğu küresel panik dönemlerinde fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikasının kur ve enflasyon için önemini ortaya koymaktadır.

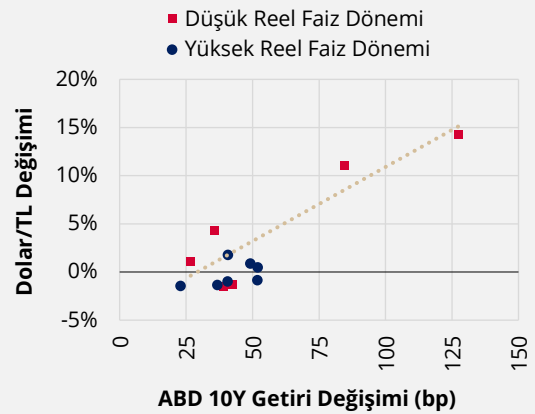
**Grafik 3: ABD Doları/TL ile ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi Serpilme Diyagramı\*** (ABD Tahvil Getirilerinin Sakin Seyrettiği Alt Dönemlerde)



Kaynak: Bloomberg.

\* Türkiye'nin reel politika faizinden gelişmekte olan ülkelerin ortalama reel politika faizi çıkarılarak hesaplanmıştır. Reel politika faizlerinin ortalaması hesaplanan gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Meksika, Malezya, Rusya, Polonya, Macaristan, Romanya, Şili.

**Grafik 4: ABD Doları/TL ile ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi Serpilme Diyagramı\*** (ABD Tahvil Getirilerinin Artış Gösterdiği Alt Dönemlerde)



Kaynak: Bloomberg.

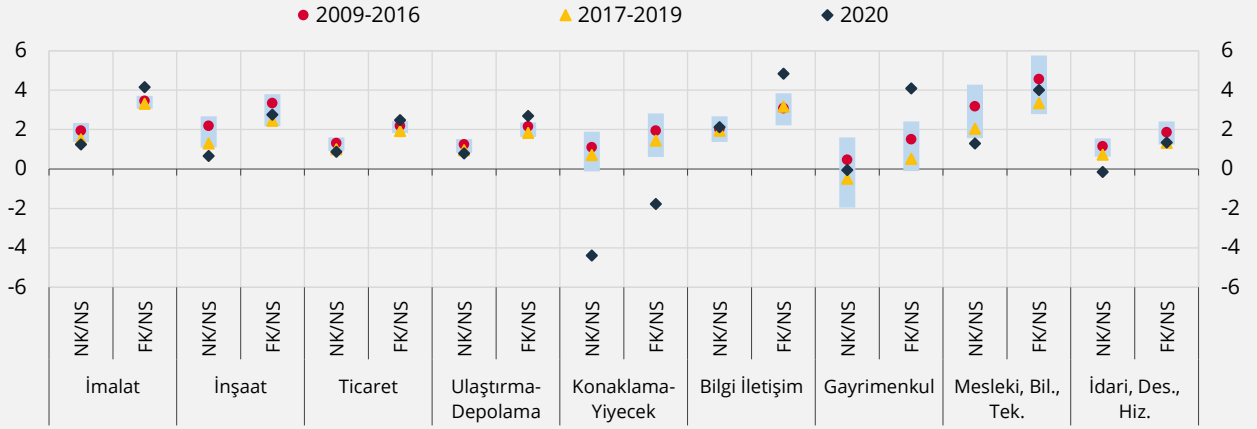
2020 yılının Kasım ayından itibaren ekonomi politikalarına ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre belirgin derecede pozitif ayrışan ve bu süreçte olumlu küresel koşullardan da azami ölçüde faydalanan Türkiye açısından ABD tahvil getirilerindeki seyre bağlı olası dalgalanmalar önemli bir risk unsurudur. Enflasyonla mücadele sürecinin devam ettiği bir dönemde, parasal sıkılık düzeyinin enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri önden karşılayacak şekilde belirlenmesinin, dış şoklara karşı dayanıklılığı artıracığı değerlendirilmektedir.

## Kutu 2.3

### Sektörler İtibarıyla Kârlılık Oranları

Salgın döneminde özellikle turizm ve hizmetler sektörünü etkileyen sınırlamalar, nakit akışı sorunları, değişen tüketici tercihleri ve sektörler özgü çeşitli arz sıkıntıları nedeniyle toparlanma hızı ve bunun firma bilançolarına etkisi sektörler itibarıyla önemli ölçüde farklılaşmıştır. Bu kutuda 2009-2020 döneminde sektörel bazda firma kârlılıkları incelenmektedir. Firma düzeyinde net kâr / net satışlar ve faaliyet kârı / net satışlar oranlarının hesaplanmasında 2009-2019 dönemi için gelir tabloları, 2020 yılının ilk üç çeyreği için geçici gelir tabloları kullanılmıştır. Hesaplanan kârlılık oranlarının gelişimi üç farklı dönem için incelenmiştir. Bu dönemlerden ilki enflasyon ve reel kurun nispeten istikrarlı seyrettiği 2009-2016 dönemidir. Bunu, Türk lirasındaki değer kaybının hızlandığı ve enflasyonun çift hanelere yükseldiği 2017-2019 dönemi ve salgının hâkim olduğu 2020 yılı takip etmektedir. Böylelikle hem reel kur düzeyinde belirgin değişim gözlenen iki alt dönem kıyaslanabilecek hem de salgın dönemi dinamikleri tartışılabilecektir.

**Grafik 1: 2009-2020 Döneminde Firma Kârlılığı\***



Kaynak: GİB, yazarların hesaplamaları.

\* NK/NS: Net Kâr / Net Satışlar oranı. FK/NS: Faaliyet Kârı / Net Satışlar oranı.

Grafikteki mavi kutuların alt ve üst sınırı sırasıyla ilgili oranın 2009-2019 döneminde aldığı en düşük ve en yüksek değerleri göstermektedir. 2020 yılına ilişkin hesaplamalarda ilk üç çeyreğe ilişkin geçici gelir tablosu verileri kullanılmıştır.

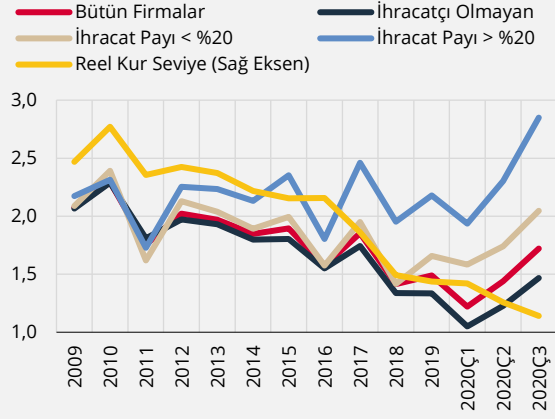
Kârlılık oranları sektörel bazda değerlendirildiğinde sadece imalat ve bilgi iletişim sektörlerinde faaliyet gösteren ihracatçı firmaların (yurt dışı satışların sıfırdan büyük olması) faaliyet kârı / net satışlar oranı 2017-2019 döneminde 2009-2016 dönemine kıyasla artarken, bu oran ihracat durumundan bağımsız olarak diğer bütün sektörlerde azalmıştır. Net kârlılık açısından bakıldığında ise sadece bilgi iletişim sektöründeki ihracatçı firmalarda 2016 yılı sonrasında kârlılık artmış, ihracat durumundan bağımsız olarak diğer bütün sektörlerde net kârlılık azalmıştır.

İmalat, ticaret ve ulaştırma-depolama sektörlerinde faaliyet kârı / net satışlar oranının 2020 yılı ortalaması, önceki dönemlerin ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1). Ancak net kâr / net satışlar oranının 2020 yılı ortalaması, geçmiş yıllar ortalamasının altındadır. İnşaat, mesleki, bilimsel, teknik hizmetler ve idari destek hizmetleri sektörlerinde incelenen her iki kârlılık oranının 2016 yılı sonrası ortalamaları, 2009-2016 dönemi ortalamasına kıyasla azalmıştır. Salgından en olumsuz etkilenen sektörlerin başında gelen konaklama-yiyecek sektörü 2020 yılında zarar etmiştir. Salgına bağlı olarak artan çevrim içi iletişim ihtiyaçları ve alışveriş tercihleri ile şirketlerin uzaktan çalışmaya ve ürünlerini pazarlamaya yönelik teknolojik yatırımlarını artırmaları gibi etkilerle bilgi-iletişim sektörü faaliyet kârı / net satışlar oranı 2020 yılında yüksek oranda artmıştır.<sup>1</sup> 2020 yılındaki faiz indirimleri ve benzeri kampanyalarla artan konut satışları neticesinde gayrimenkul hizmetleri sektöründe faaliyet kârlılığı yükselmiştir.

<sup>1</sup> TÜİK Hanehalkı Bilişim Teknolojileri (BT) Kullanım Araştırması sonuçlarına göre 2020 yılında bir önceki yıla göre internet erişim imkânı olan hane, bireylerde internet kullanımı ve internet üzerinden ürün siparişi ya da satın alma oranları

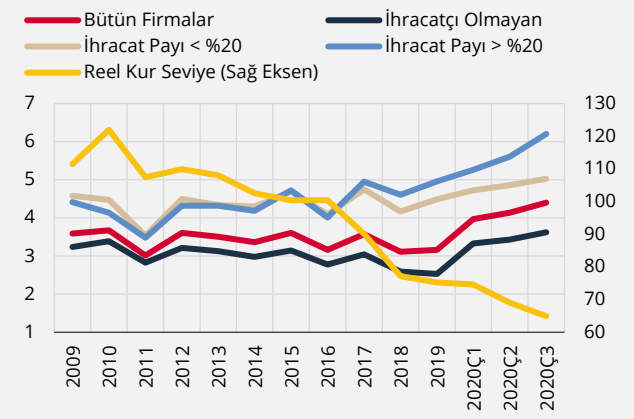
İmalat sanayi genelinde ihracatçı firmaların kârlılıkları ihracatçı olmayanlara kıyasla daha yüksektir ve bu fark reel kurdaki değer kaybının hızlandığı 2016 yılı sonrasında artmıştır (Grafik 2 ve Grafik 3). İhracatçılık durumunun kârlılığa etkisini değerlendirmek üzere imalat sanayi firmaları sektörel detayda mercek altına alınmıştır.

**Grafik 2: İmalat Sanayi Net Kâr / Net Satışlar Oranı**



Kaynak: GİB, yazarların hesaplamaları.

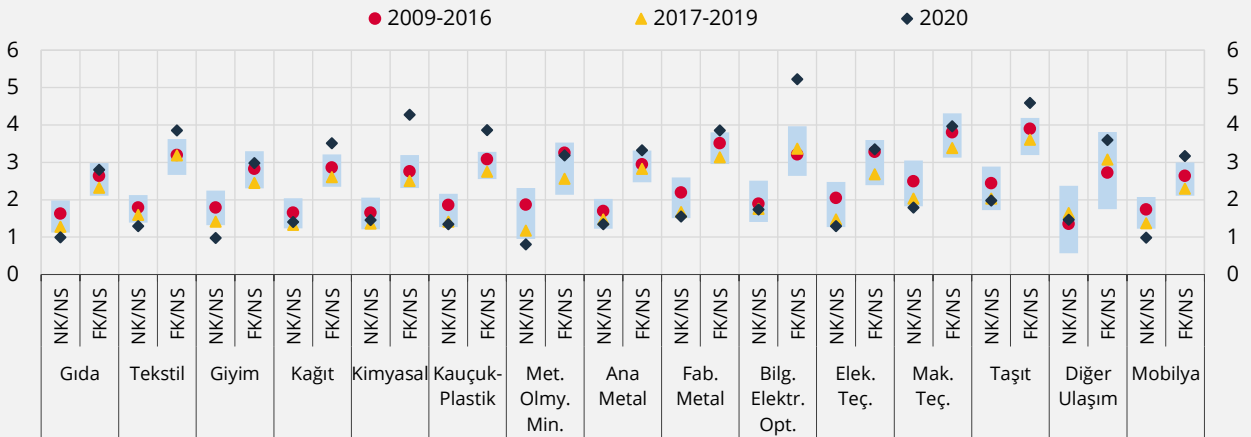
**Grafik 3: İmalat Sanayi Faaliyet Kârı / Net Satışlar Oranı**



Kaynak: GİB, yazarların hesaplamaları.

2019 yılı bilançolarına göre, imalat sanayi firmalarının yaklaşık yüzde 70'i ihracat yapmazken, bu firmalar imalat sanayiindeki net satışların yüzde 13'ünü gerçekleştirmiş, istihdamın ise yüzde 27'sini oluşturmuştur. Diğer ulaşım araçları sektörü hariç diğer sektörlerde ihracatçı olmayan firmaların net kâr / net satışlar oranı 2016 sonrasında gerileyerek önceki yılların ortalamasının altına inerken, bu oran en fazla inşaat bağlantılı metalik olmayan mineral maddeler sektöründe azalmıştır (Grafik 4). Faaliyet kârı açısından değerlendirildiğinde de pek çok sektörde benzer bir görünüm vardır. 2020 yılında ise sektörler genelinde faaliyet kârlılığında yükselişe rağmen net kârlılıktaki düşüş dikkat çekmektedir.

**Grafik 4: İmalat Sanayi İhracatçı Olmayan Firmaların Kârlılığı**



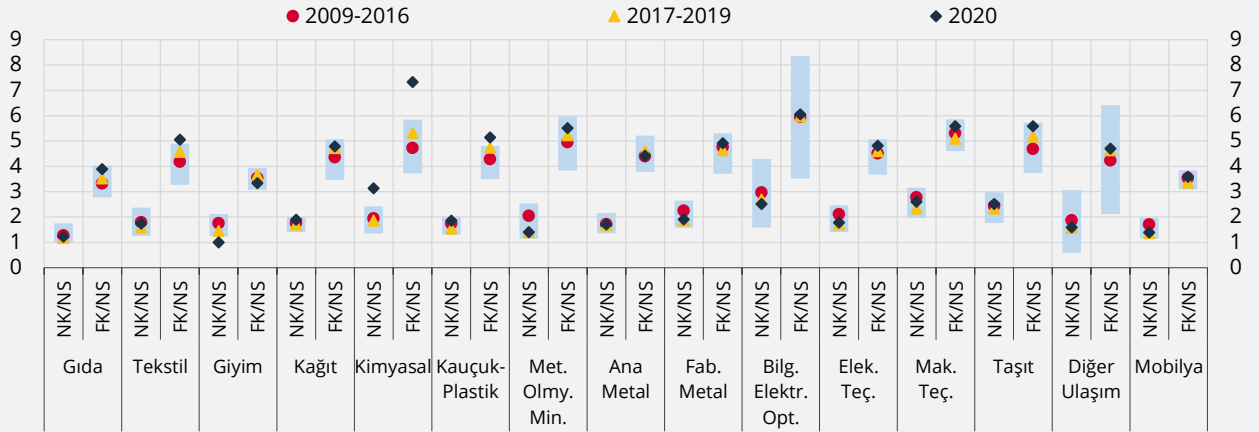
Kaynak: GİB, yazarların hesaplamaları.

Grafikteki mavi kutuların alt ve üst sınırı sırasıyla ilgili oranın 2009-2019 döneminde aldığı en düşük ve en yüksek değerleri göstermektedir. 2020 yılına ilişkin hesaplamalarda ilk üç çeyreğe ilişkin geçici gelir tablosu verileri kullanılmıştır.

İhracat payı yüzde 20'nin altında olan sektörlerde kârlılık oranları, ihracatçı olmayan firmalara kıyasla daha yüksektir (Grafik 5). İhracatçı olmayan firmaların kârlılıklarında dönemler arasında görülen fark, ihracat payı düşük sektörlerde daha sınırlıdır. Başka bir deyişle ihracat payı düşük sektörlerin 2016 sonrası kârlılıkları, önceki dönem ortalamalarına yakın gerçekleşmiştir.

artmıştır. TÜİK Girişimlerde BT Kullanım Araştırması sonuçlarına göre 2020 yılında web sitesi olan girişim sayısı, sosyal medya kullanım oranı ve en yüksek internet bağlantı hızı (100 Mbit/s) aboneliği oranları bir önceki yıla göre artmıştır.

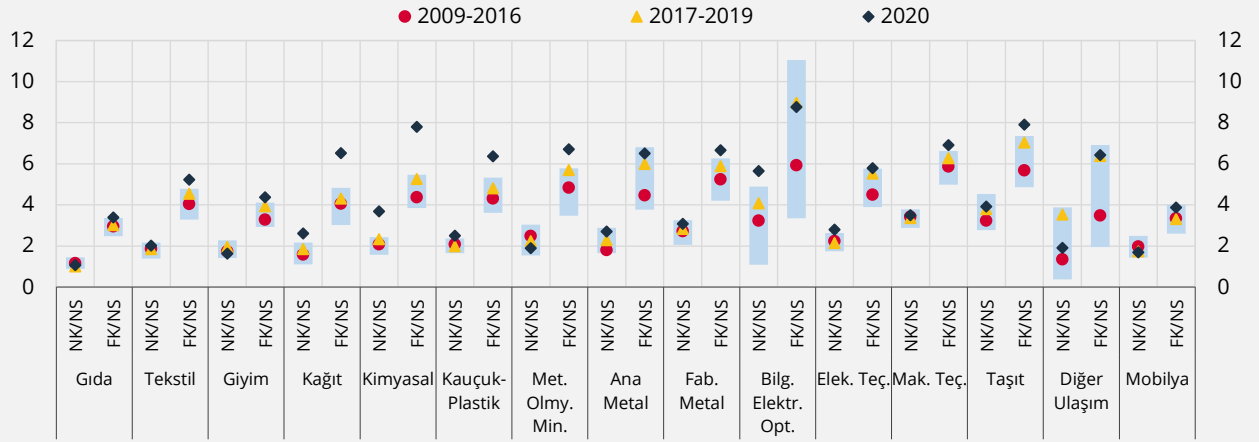


**Grafik 5: İmalat Sanayi İhracat Payı Yüzde 20'nin Altında Olan Firmaların Kârlılığı**

Kaynak: GİB, yazarların hesaplamaları.

Grafikteki mavi kutuların alt ve üst sınırı sırasıyla ilgili oranın 2009-2019 döneminde aldığı en düşük ve en yüksek değerleri göstermektedir. 2020 yılına ilişkin hesaplamalarda ilk üç çeyreğe ilişkin geçici gelir tablosu verileri kullanılmıştır.

İhracat payı yüzde 20'den yüksek olan firmaların kârlılıkları ihracatçı olmayan veya ihracat payı düşük olan sektörlerden daha yüksektir (Grafik 6). Pek çok sektörde kârlılıklar 2017-2019 döneminde, 2009-2016 dönemi ortalamasının üzerine çıkarken, 2020 yılında en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Bu grupta finansman giderlerinin kârlılık üzerindeki etkisi daha sınırlı olmuş, bu nedenle faaliyet kârlılıklarının yanı sıra net kârlılıklar da 2020 yılında yükselmiştir.

**Grafik 6: İmalat Sanayi İhracat Payı Yüzde 20'nin Üstünde Olan Firmaların Kârlılığı**

Kaynak: GİB, yazarların hesaplamaları.

Grafikteki mavi kutuların alt ve üst sınırı sırasıyla ilgili oranın 2009-2019 döneminde aldığı en düşük ve en yüksek değerleri göstermektedir. 2020 yılına ilişkin hesaplamalarda ilk üç çeyreğe ilişkin geçici gelir tablosu verileri kullanılmıştır.

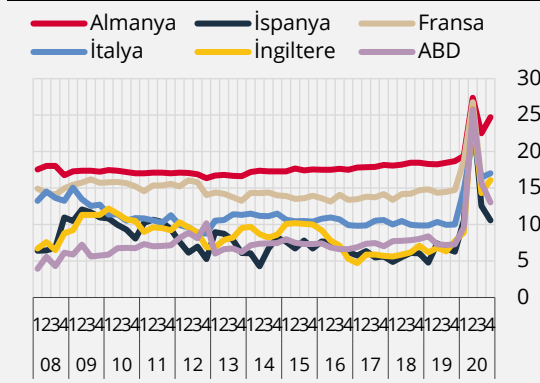
Sonuç olarak, reel kurdaki değer kaybının hızlandığı 2017-2019 döneminde ihracatçı olmayan firmaların faaliyet kârı ve net kârlılıkları 2009-2016 ortalamasına göre azalmıştır. İhracat payı düşük olan firmaların 2017-2019 dönemindeki kârlılık kaybı daha sınırlı gerçekleşirken, ihracat payı yüksek firmaların kârlılıkları bu dönemde geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkmıştır. 2020 yılında imalat sanayi genelinde kârlılıklar yükselirken, salgından görece olumlu etkilenen kağıt, kimyasal ve bilgisayar, elektronik, optik sektörlerinde görece daha belirgin artışlar gerçekleşmiştir.

## Kutu 2.4

### Salgın Döneminde Özel Tasarrufların Seyri ve Tüketim Talebine Etkileri

2020 yılında gelişmiş ülkeler genelinde hanehalkı tasarrufları salgın kaynaklı olarak belirgin artış kaydetmiştir (Grafik 1 ve Grafik 2). Bu dönemde sosyal hareketlilikteki azalma, tüketim kalıplarındaki değişimler, devletlerin hanehalkına doğrudan destekleri ve borç öteleme uygulamaları, bazı gelir gruplarında belirgin olmak üzere, tasarrufları olağan eğiliminin üzerine çıkarmıştır.<sup>1</sup> Bu tasarrufların tüketim talebini destekleyen bir unsur olabileceği değerlendirilmektedir. Bu süreçte oluşan fazla tasarrufun tamamen çözülmesi beklenmezken, belirli bir kısmının tüketime yönelmesiyle dahi söz konusu ülkelerde büyüme oranlarını olumlu etkileyeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, fazla tasarrufların tüketime ne oranda dönüşeceğine dair belirsizlikler bulunduğu politika otoriteleri tarafından dile getirilmektedir.<sup>2</sup>

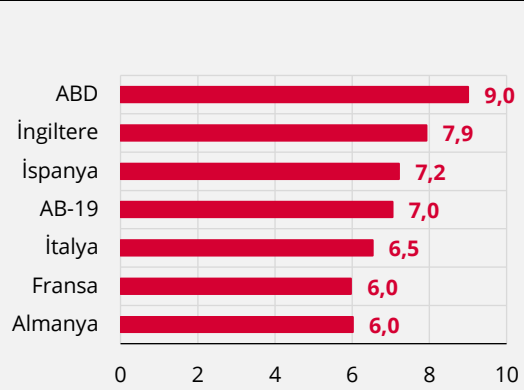
**Grafik 1: Hanehalkı Tasarrufları**  
(Harcanabilir Gelire Oran, %)\*



Kaynak: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics.

\* Fransa için 2020 Ç3.

**Grafik 2: Hanehalkı Tasarrufları**  
(2008-2019 Ortalamasından Fark, Harcanabilir Gelire Oran, %)\*



Kaynak: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics.

\* Fransa için 2020 Ç3.

Türkiye’de özel tasarruflara ilişkin veriler 2020 yılı itibarıyla henüz yayımlanmamıştır. Bu çerçevede bu kutuda Türkiye için özel tasarruf oranları makro düzeydeki tasarruf-yatırım denkliği kullanılarak 2020 yılını kapsayacak şekilde hesaplanmaktadır. Bu denklige göre bir ekonomide yurt içi toplam tasarruflar ile toplam yatırımlar arasındaki fark cari dengeye eşittir. Buradan hareketle özel tasarruflar şu şekilde ifade edilebilir:

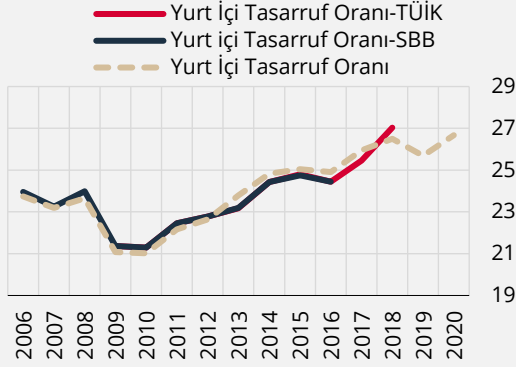
$$\text{Özel Tasarruflar} = \text{Cari İşlemler Dengesi} + \text{Toplam Yatırımlar ve Stok Değişimi} - \text{Kamu Tasarrufları}$$

<sup>1</sup> Fazla tasarrufların hanehalkının gelir durumuna göre dağılımı da önem arz etmektedir. Ülkelerin genelinde fazla tasarrufları çoğunlukla yüksek gelirli ve sabit kazancı olanların yaptığı gözlenmektedir. Yüksek gelirli harcama eğiliminin az gelirliyle kıyasla düşük olması fazla tasarrufların tüketime dönüşmesini kısıtlayan bir unsurdur.

<sup>2</sup> Yakın dönemde Kanada Merkez Bankası’nın kamuoyu ile iletişim metinlerinde hanehalkı fazla tasarruflarının yüzde 15’inin harcamaya yansıtacağı varsayılmaktadır. İngiltere Merkez Bankası ise Şubat 2021 Para Politikası Raporu’nda, anket sonuçlarının fazla tasarruflarını harcayacak hanehalkı oranını yüzde 13 olarak gösterdiğini, bununla birlikte bankanın tahminlerindeki temel senaryosunda hanehalkının fazla tasarruflarının yüzde 5’ini harcayacağını varsaydıklarını ifade etmiştir.

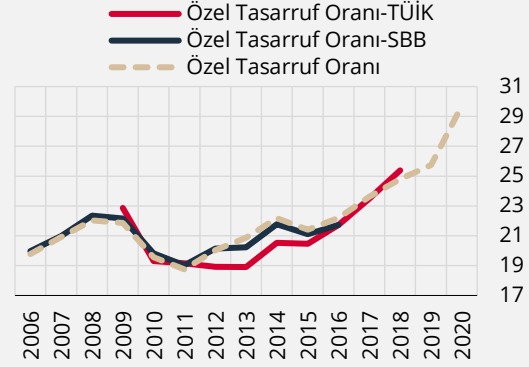
Bu çerçevede hesaplanan özel tasarruflar geçmişte ilgili diğer kurumlar tarafından yayımlanan verilerle karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır (Grafik 3 ve Grafik 4).<sup>3</sup> Güncel tahminler, 2020 yılında Türkiye’de yurt içi tasarrufların milli gelire oranla artış kaydettiğini ve bu artışın özel tasarruflardaki belirgin yükselişten kaynaklandığını göstermektedir. Kamu kesimi tasarrufları ise 2020 yılında salgına bağlı gelişmelerin etkisiyle gerilemiştir.

**Grafik 3: Yurt İçi Tasarruflar (Milli Gelire Oranla, %)**



Kaynak: SBB, TÜİK, yazarların hesaplamaları.

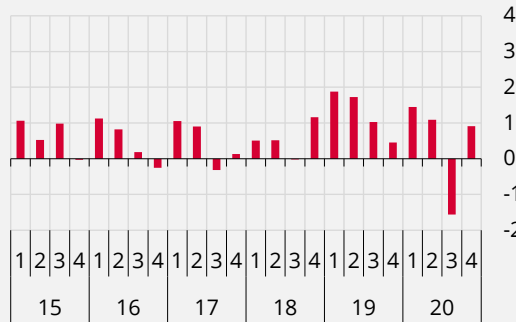
**Grafik 4: Özel Tasarruflar (Milli Gelire Oranla, %)**



Kaynak: SBB, TÜİK, yazarların hesaplamaları.

Mevcut veri seti ile özel tasarrufları hanehalkı ve şirketler ayırımında bileşenlerine ayırmak mümkün olmamakla birlikte çeşitli göstergeler yardımıyla hanehalkı tasarruflarının 2020 yılındaki seyrine yönelik çıkarımlar yapılabilmektedir. Hanehalkı finansal varlıkları TCMB tarafından yayımlanan “Finansal Hesaplar” veri seti çerçevesinde takip edilebilmektedir. Hanehalkının net finansal varlıklarında (NFV) 2020 yılındaki artış, Türkiye’de de hanehalkı tasarruflarının diğer ülkelere benzer eğilim gösterdiği yönünde değerlendirilmektedir (Grafik 5). Bununla birlikte, hanehalkı net finansal varlıklarındaki yükselişin büyük ölçüde döviz kurundaki artıştan kaynaklandığı not edilmelidir. Varlık tarafındaki mevduat gibi kalemlerin aksine yükümlülük tarafında yer alan ve geri ödemeleri belirli bir vadede gerçekleşen krediler hariç tutulduğunda hanehalkı net finansal varlıklarındaki artış daha kuvvetlidir (Grafik 6).

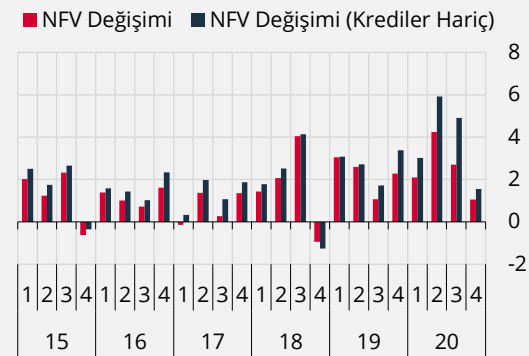
**Grafik 5: Hanehalkı Net Finansal Varlık Değişimi\* (GSYİH’ye Oran, %, Değerleme Etkisi Hariç)**



Kaynak: TCMB.

\* 4-çeyrek hareketli GSYİH toplamına oranla. Hanehalkının finansal sistem dışında tuttuğu kıymetli maden bilgisi yer almamaktadır.

**Grafik 6: Hanehalkı Net Finansal Varlık Değişimi\* (GSYİH’ye Oran, %, Değerleme Etkisi Dahil)**



Kaynak: TCMB.

\* 4-çeyrek hareketli GSYİH toplamına oranla. Hanehalkının finansal sistem dışında tuttuğu kıymetli maden bilgisi yer almamaktadır.

<sup>3</sup> Türkiye’de tasarruf istatistikleri Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından “Kurumsal Sektör Hesapları” adıyla yayımlanmaktadır. Hanehalkı, genel devlet, mali şirketler, mali olmayan şirketler ve toplam ekonomi için tasarrufları içeren veri seti en son 2018 yılına ilişkin bilgi vermektedir. Öte yandan, T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı (SBB) kamu tasarruflarını 2020 yılı itibarıyla yayımlamıştır. 2016 yılına kadarki dönem için özel ve kamu tasarruf ve yatırım oranları ise SBB bünyesinde yer almaktadır.

Hanehalkı tasarruflarının seyri, özel tüketimin belirleyicileri değerlendirilirken göz önünde bulundurulması gereken bir unsurdur. Buradan hareketle son dönemde tasarruflarda ve finansal varlıklarda gözlenen artışın tüketim üzerindeki etkisini değerlendirebilmek için, özel tüketim talebi üzerindeki gelir ve servet etkilerini ölçmeye yönelik modeller tahmin edilmiştir. Servet etkisini temsilen kullanılan reelleştirilmiş geniş para arzı tanımı M3'ün özel tüketimi açıklamaya yönelik alternatif denklemlerdeki katsayısı 0,10-0,25 puan aralığında tahmin edilmiştir (Tablo 1). 2020 yılında reel M3 para arzı 2019 yılına göre yaklaşık olarak yüzde 18 oranında artış kaydetmiştir. Bu doğrultuda, reel M3 artışının özel tüketim talebine 2 ila 5 puan civarında katkı yaptığı hesaplanmaktadır.

**Tablo 1: Özel Tüketim Talebine İlişkin Alternatif Modeller**

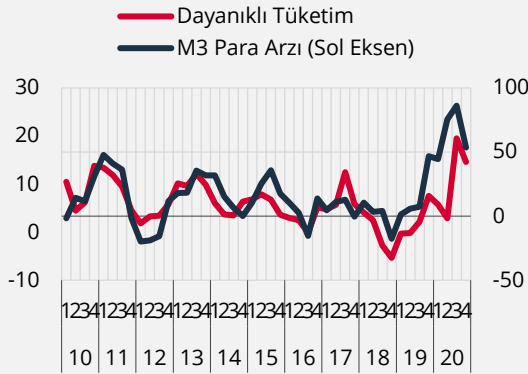
Açıklayıcı Değişkenler:	Uzun Dönem Katsayılar		Kısa Dönem Katsayılar		Dinamik OLS		ARDL	
	Gelir	M3	Gelir	M3	Gelir	M3	Gelir	M3
<b>GSYİH-Net Vergi</b>	0,75	0,14	0,81	0,13	0,70	0,18	0,74	0,14
<b>GSYİH-Vergi Gelirleri*</b>	0,73	0,15	0,76	0,11	0,69	0,19	0,69	0,16
<b>İşgücü Ödemeleri</b>	0,64	0,20	0,52	0,22	0,58	0,25	0,45	0,18

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

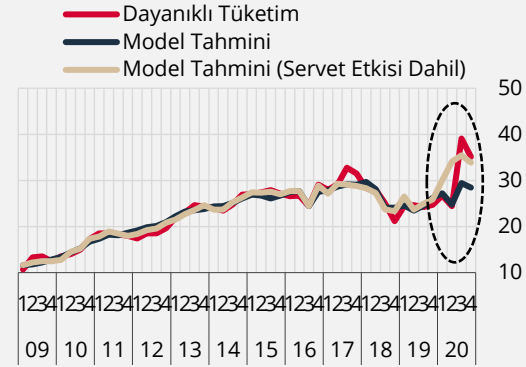
\* Merkezi yönetim bütçe istatistiklerindeki toplam vergi gelirlerini temsil etmektedir.

Dayanıklı tüketim malı talebi ile reel M3 arasındaki ilişki incelendiğinde, servet etkisinin bu grupta oldukça belirleyici olduğu görülmektedir (Grafik 7). Tarihsel olarak gelir (GSYİH tanımlı işgücü ödemeleri), reel kur ve tüketici kredilerini kullanan bir model dayanıklı tüketim malı harcamalarındaki hareketleri büyük ölçüde açıklayabilmektedir.<sup>4</sup> Ancak bu model 2020 yılının ikinci yarısında dayanıklı tüketimde gözlenen güçlü artışı açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bu modele servet etkisini temsilen Türk lirası ve yabancı para cinsinden mevduatı da içeren M3 para arzı değişkeninin eklenmesi modelin 2020 yılındaki açıklama gücünü belirgin olarak iyileştirmektedir (Grafik 8). Salgın döneminde başta lokanta-otel, eğlence-kültür vb. hizmetlere yönelik harcamaların yapılmıyor olması nedeniyle dayanıklı mallara yönelik artan talebin tasarruf artışıyla da desteklediği ve servet kanalının dayanıklı mal talebini güçlü tuttuğu değerlendirilmektedir.

**Grafik 7: Dayanıklı Tüketim Harcamaları ve M3 Para Arzı (Reel, Yıllık % Değişim)**



**Grafik 8: Dayanıklı Tüketim ve Model Tahmini (Sabit Fiyatlarla, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar TL)**



Özetle, yatırım-tasarruf dengesi kullanılarak yapılan hesaplamalar 2020 yılında Türkiye'de özel tasarrufların artış kaydettiğine işaret etmektedir. Söz konusu artış 2020 yılı ikinci yarısında servet kanalıyla dayanıklı mal talebinin güçlü seyretmesine katkı sağlamıştır. Servet etkisinin önümüzdeki dönemde de tüketim talebine destek verebileceği değerlendirilmektedir.

<sup>4</sup> Servet etkisi içermeyen tahmin modelinde bağımlı değişken olarak reel dayanıklı tüketim harcamaları yer alırken; bağımsız (açıklayıcı) değişkenler olarak GSYİH tanımlı reel işgücü ödemeleri, reel tüketici kredisi, reel kur ve dayanıklı tüketime yönelik vergi oranları kullanılmıştır. Servet etkisi içeren modelde ise bağımsız değişkenlere reel M3 para arzı dahil edilmiştir. Modellerde yer alan değişkenlerden dayanıklı tüketim harcamaları ve işgücü ödemeleri mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak, tüketici kredisi ise mevsimsellikten arındırılmış olarak kullanılmıştır. Model katsayıları 2009Ç1-2019Ç4 dönemi için tahmin edilmiş, model tahminleri ise 2009Ç1-2020Ç4 dönemi için elde edilmiştir.

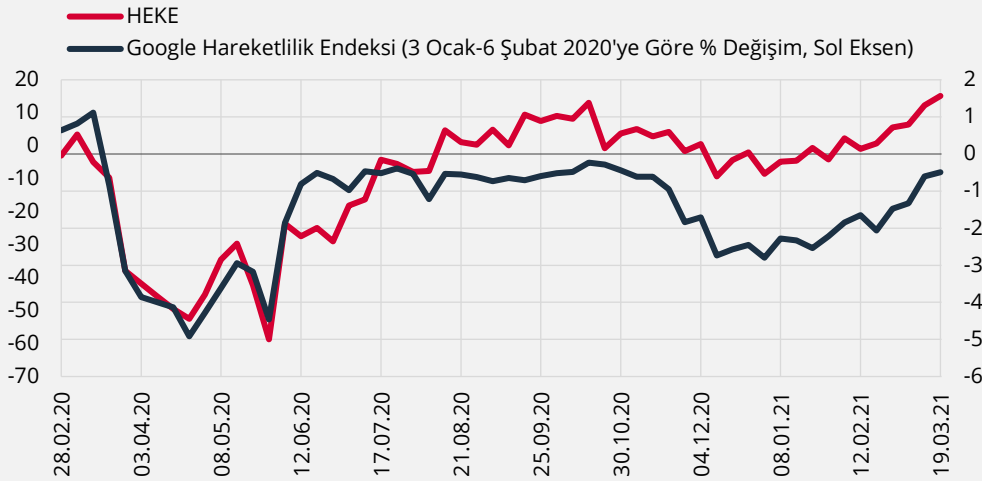
## Kutu 2.5

### Salgın Tedbirlerinin İktisadi Faaliyete Etkisi

Salgın döneminde kapanma süresi ve kısıtlamaların sıklık derecesinin iktisadi faaliyete etkisine yönelik analizler önem kazanmıştır. Uluslararası kuruluşlar son dönemde hareketliliği azaltıcı tedbirlerin faaliyet üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik çeşitli analizler yayımlamışlardır. Örneğin, Avrupa ekonomileri için tedbirlerin faaliyete etkisini 2020 yılı için sektörel detayda inceleyen bir çalışma, bu etkinin dönemlere göre değiştiğine işaret etmektedir (Battistini ve Stoevsky, 2021). OECD Ekonomik Görünüm raporunda 2020 yılı ikinci çeyreğine ilişkin farklı ülkeler için yapılan bir analizde Google hareketlilik endeksindeki 10 puanlık düşüşün dönemlik büyümeyi 1,7 puan düşürdüğü bulgulanmıştır (OECD, 2020).<sup>1</sup>

Bu kutuda, TCMB bünyesinde oluşturulan Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE) ile Google hareketlilik endeksi arasındaki ilişki kullanılarak, salgın tedbirlerinin iktisadi faaliyet üzerindeki etkisi sayısallaştırılmaktadır (Grafik 1).

**Grafik 1: HEKE\* ve Google Hareketlilik Endeksi\*\***



Kaynak: Google, yazarların hesaplamaları.

\* HEKE'nin hesaplamasına ilişkin yöntemsel detaylar için bkz. Çelgin ve Günay (2020) ile TCMB Enflasyon Raporu 2020-III Kutu 4.1.

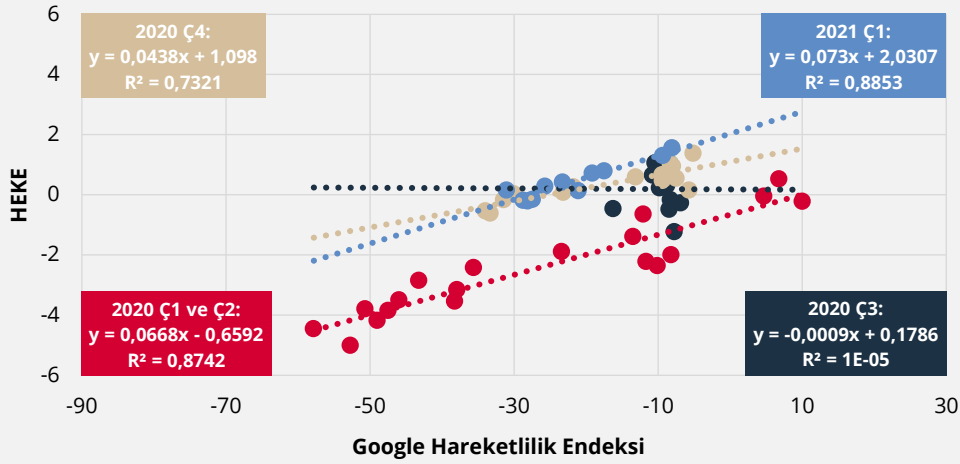
\*\* Google hareketlilik endeksi, alışveriş merkezi ve eğlence yerleri, market ve eczaneler ile iş yerlerine ilişkin hareketlilik endekslerinin ortalaması alınarak hesaplanmaktadır.

### Sosyal Hareketlilikteki Düşüşün Ekonomik Koşullar Üzerindeki Etkisi

Salgının yayılımını sınırlamaya yönelik tedbirlerin belirli dönemlerde ve farklı sıklıkta uygulanması iktisadi faaliyet üzerindeki etkisinin dönemler itibarıyla farklılaşmasına sebep olmaktadır. Örneğin, tedbirlerin ilk uygulandığı Mart-Nisan ayları ile kısmen kaldırıldığı Mayıs ayını kapsayan 2020 yılının ilk iki çeyreğinde, hareketlilik endeksiyle HEKE arasındaki ilişkinin oldukça güçlü olduğu görülmektedir (Grafik 2). Buna karşın, tedbirlerin kaldırılarak normalleşmenin gerçekleştiği 2020 yılı üçüncü çeyreğinde ise iki endeks arasındaki ilişki oldukça zayıflamıştır. Kasım başından itibaren uygulanan kısıtlamalarla ekonomik koşullar arasındaki ilişki yeniden güçlenmiş, ancak söz konusu bağıntı salgının ilk dönemine göre nispeten daha zayıf kalmıştır. 2020 yılının ilk ve son çeyrekleri için Grafik 2'de kırmızı ve açık kahverengi kesikli çizgilerle gösterilen HEKE-hareketlilik ilişkisi, söz konusu dönemlerde kısıtlamalar ile iktisadi faaliyet arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Üçüncü çeyreği temsil eden siyah kesikli çizgi ise bu dönemde korelasyonun zayıfladığına işaret etmektedir.

<sup>1</sup> Google hareketlilik endeksleri alışveriş merkezi ve eğlence yerleri, market ve eczaneler, parklar, toplu taşıma, iş yerleri ve mesken olmak üzere altı farklı kategoride takip edilebilmektedir.

## Grafik 2: HEKE ve Google Hareketlilik Endeksinin Dönemlere Göre Esneklikleri\*



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

\* Her çeyrek farklı bir renkte gösterilmiştir.

## Tedbirlerin İktisadi Faaliyete Etkisinin Sayısallaştırılması

Tedbirlerin faaliyete etkisini sayısallaştırabilmek için, Çelgin ve Günay (2020) çalışmasında HEKE kullanılarak oluşturulan ve takvim etkisinden arındırılmış Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH)'nin yıllık büyümesini tahmin eden modelden faydalanılmıştır. Bu model kullanılarak, HEKE'deki bir puanlık artışın GSYİH büyümesini yaklaşık 4,0 yüzde puan artırdığı hesaplanmaktadır. Dolayısıyla iki aşamalı olarak hareketlilik endekslerinden HEKE'ye, HEKE'den de GSYİH'ye geçişi sağlayan esneklikler yardımıyla her dönem için tedbirlerin faaliyete etkisi tahmin edilebilmektedir. Örneğin, 2020 yılı ilk yarısına ilişkin esneklik, hareketlilikteki 10 yüzde puanlık düşüşün HEKE'yi yaklaşık 0,7 puan düşürdüğüne işaret etmektedir. HEKE'deki 1 puanlık azalış GSYİH için 4,0 yüzde puan daha düşük bir büyüme ima ettiğinden, hareketlilikteki 10 yüzde puanlık düşüşün büyümede yaklaşık 2,7 yüzde puan düşüş ima ettiği hesaplanmaktadır (Tablo 1).

**Tablo 1: Dönemler İtibarıyla Tedbirlerin İktisadi Faaliyete Etkisi**

	Google Hareketlilik Endeksi'ndeki 10 Yüzde Puanlık Artışın HEKE'de İma Ettiği Değişim (I)	HEKE'deki 1 Puanlık Artışın GSYİH Yıllık Büyümesi'nde İma Ettiği Değişim (II)	Google Hareketlilik Endeksi'ndeki 10 Yüzde Puanlık Artışın GSYİH Yıllık Büyümesi'nde İma Ettiği Değişim (I*II)
2020Ç1-2020Ç2 Esnekliği İle	0,67	4,0	2,7
2020 Ç3 Esnekliği İle	0,00	4,0	0,0
2020 Ç4 Esnekliği İle	0,43	4,0	1,7
2021 Ç1 Esnekliği İle	0,73	4,0	2,9

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

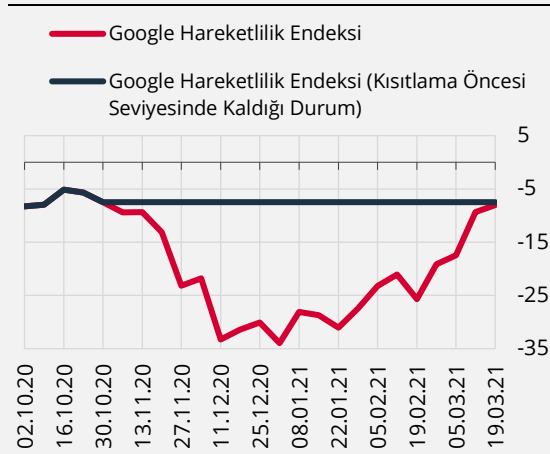
## Kapanmanın İktisadi Faaliyete Etkisi

Kasım ayından itibaren uygulanan tedbirlerin, Mart-Mayıs dönemi kadar olmasa da hareketlilikte belirgin bir azalışa neden olduğu gözlenmektedir (Grafik 1). Buradan hareketle, kısıtlamalarla birlikte hareketlilik düşmeseydi 2020 yılı son çeyreği ve 2021 yılı ilk çeyreğinde büyüme ne kadar daha yüksek olabilirdi sorularına cevap aranmaktadır. Bu amaçla, öncelikle hareketlilik endeksinin tedbirler uygulanmadan önce Ekim 2020 sonu itibarıyla geldiği seviyeyi koruduğu varsayımsal durum ile

gerçekleşen hareketlilik arasındaki fark hesaplanmıştır (Grafik 3). Daha sonra, farklı dönemler için hesaplanan katsayılarla HEKE üzerindeki etki bulunmuştur. İktisadi faaliyet üzerindeki etki ise HEKE ile GSYİH büyümesine ilişkin esneklik kullanılarak hesaplanmıştır.

Tedbirlerin 2020 yılı dördüncü çeyreğinde faaliyete etkisinin, ortalama -2,1 puan olmak üzere, -1,5 ile -2,8 yüzde puan arasında olduğu tahmin edilmiştir (Grafik 4). Diğer bir ifadeyle tahminler, kapanma etkisi olmasaydı son çeyrekte yıllık büyümenin yüzde 5,9 yerine yüzde 8,0 civarında gerçekleşebileceğine işaret etmektedir. Tedbirlerin Şubat sonuna kadar uygulanması nedeniyle, 2021 yılı ilk çeyreğinde faaliyet üzerindeki etkinin, ortalama -2,0 puan olmak üzere, -1,4 ile -2,6 yüzde puan aralığında olduğu hesaplanmıştır (Grafik 4).

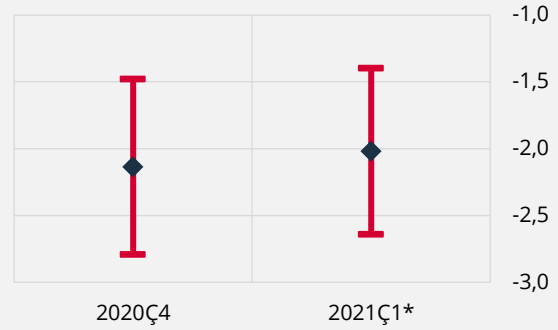
**Grafik 3: Google Hareketlilik Endeksi\***



Kaynak: Google, yazarların hesaplamaları.

\* Google hareketlilik endeksinin kısıtlama öncesi seviyesinde kaldığı durum, Kasım ayı başındaki tedbirlerin uygulanmaya başlamadan önce 30 Ekim 2020 haftası itibarıyla aldığı değerdir.

**Grafik 4: Tedbirlerin 2020 Yılı Son Çeyreği ile 2021 Yılı İlk Çeyreğinde İktisadi Faaliyete Etkisi\*\***



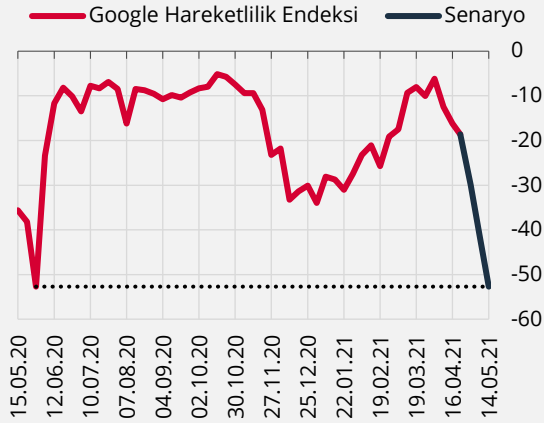
Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

\* 2021Ç1 için tahminler Ocak-Şubat dönemindeki kısıtlamaların etkisini yansıtmaktadır.

\*\* Etki aralığı hesaplanırken, 2020Ç3-2021Ç1, 2020Ç4 ve 2021Ç1 dönemlerine ilişkin esneklikler kullanılmıştır.

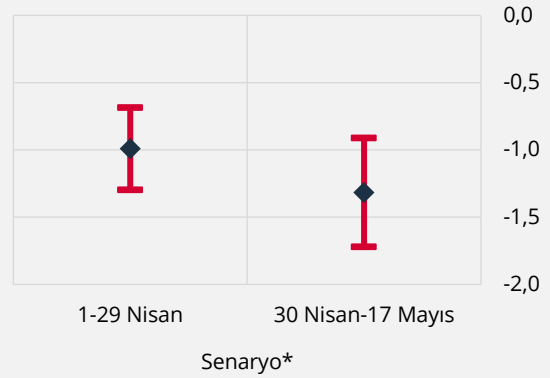
Nisan ayından itibaren şehirlerdeki vaka sayılarına göre kısmi tedbirler uygulanmaya başlanmış ve 29 Nisan-17 Mayıs tarihleri için de ülke genelinde tam kapanma uygulanacağı açıklanmıştır. Bu tedbirlerin 2021 yılı ikinci çeyreğinde faaliyet üzerindeki etkisi birçok faktöre bağlı olacaktır. Ancak, kısıtlamaların olası etkisini hesaplayabilmek için 17 Mayıs'a kadar hareketlilik endeksinin geçtiğimiz yıl Ramazan Bayramı'ndaki seviyesine kadar gerilediği bir çerçeve oluşturulmuştur (Grafik 5). Daha sonra, hareketlilik endeksinin kısmi tedbirler ve tam kapanma uygulaması öncesi geldiği seviyelerini koruduğu varsayımsal durum ile senaryodaki hareketlilik arasındaki farklar hesaplanmıştır. 2-29 Nisan dönemindeki kısmi tedbirlerin 2021 yılı ikinci çeyreğinde faaliyete etkisinin, ortalama -1,0 puan olmak üzere, -0,7 ile -1,3 yüzde puan arasında olduğu tahmin edilmiştir. Aynı senaryo için tam kapanmanın 2021 yılı ikinci çeyreğinde faaliyete etkisinin ise, ortalama -1,3 puan olmak üzere, -0,9 ile -1,7 yüzde puan aralığında olabileceği hesaplanmıştır (Grafik 6). İkinci çeyrek büyümesi üzerindeki toplam etkinin ortalama -2,3 puan olmak üzere -1,6 ile -3,0 puan arasında olması beklenmektedir. Bu doğrultuda, Grafik 2.3.10'da sunulan HEKE tahminlerinin veri akışıyla aşağı gelmesi beklenmektedir. Öte yandan, salgının ilk aşamalarına göre iktisadi birimlerin iş modellerini yeni koşullara adapte etmiş olması gibi sebeplerle kısıtlamaların büyüme üzerindeki etkisi geçmiş dönem ilişkileri çerçevesinde yapılan bu hesaplamalardan daha sınırlı olabilecektir.



**Grafik 5: Google Hareketlilik Endeksi ve Senaryosu\***

Kaynak: Google, yazarların hesaplamaları.

\* Google hareketlilik endeksinin 17 Mayıs'a kadar geçen sene Ramazan Bayramı dönemindeki seviyesine düştüğü bir senaryo oluşturulmuştur.

**Grafik 6: Tedbirlerin 2021 Yılı İkinci Çeyreğinde İktisadi Faaliyete Etkisi\*\***

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

\* 2021Ç2 için tahminler 2-29 Nisan arasındaki kısmi tedbirler ile 30 Nisan-17 Mayıs arasındaki tam kapanmanın etkilerini yansıtmaktadır.

\*\* Etki aralığı hesaplanırken, 2020Ç3-2021Ç1, 2020Ç4 ve 2021Ç1 dönemlerine ilişkin esneklikler kullanılmıştır.

Özetle, iktisadi faaliyetin ana eğilimine ilişkin değerlendirmelerde salgının yayılımını sınırlamaya yönelik önlemlerin etkisini de dikkate almak gerekmektedir. Geçtiğimiz iki çeyrek için tahmin edilen yavaşlatıcı etkiler ayıklandığında iktisadi faaliyetin oldukça güçlü bir ana eğilim sergilediğine işaret etmiştir. Nisan ayında uygulamaya konulan ve yakın dönemde sıkılaştırılan kısıtlamaların da ikinci çeyrek büyümesi üzerinde belirgin bir etkide bulunacağı öngörülmektedir.

## Kaynakça

Battistini, N. ve Stoevsky, G. (2021). The Impact of Containment Measures Across Sectors and Countries During the COVID-19 Pandemic. ECB Economic Bulletin, Issue 2, 2021.

Çelgin, A. ve Günay, M. (2020). Weekly Economic Conditions Index for Turkey. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notları, No: 20/18.

OECD (2020). OECD Economic Outlook, Volume 2020, Issue 2, No: 108, Box 1.1.

TCMB (2020). Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE). Enflasyon Raporu 2020-III, Kutu 4.1.

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

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

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

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

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

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

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

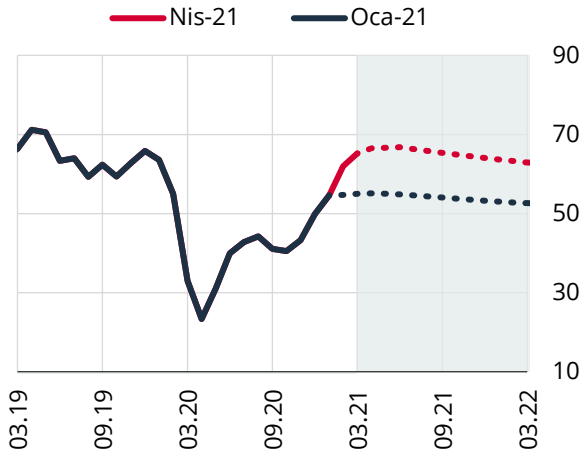
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

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

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

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

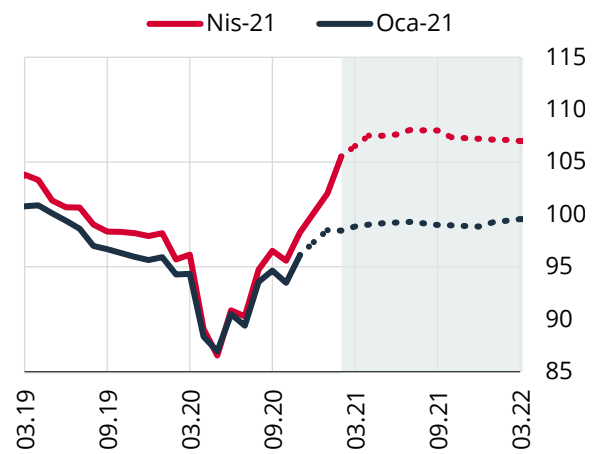
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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

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

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

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

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

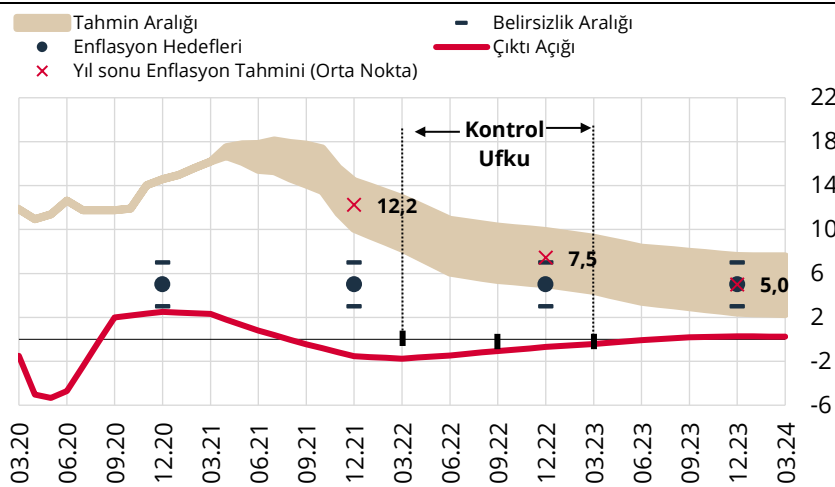
**Maliye politikası ve finansal politikaların, para politikası ile eşgüdüm içerisinde, enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu bir makro çerçevede belirleneceği bir orta vadeli görünüm esas alınmıştır.**

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

### 3.2 Orta Vadeli Görünüm

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

**Temel varsayımlar ve kısa vadeli öngörüler çerçevesinde, politika faizinin güçlü dezenflasyonist etkiyi muhafaza edecek şekilde, enflasyonun üzerinde bir düzeyde oluşturulmaya devam edileceği bir görünüm altında enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir.** Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yılı sonunda yüzde 12,2 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 7,5'e ve 2023 yıl sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5 seviyesine gerileyerek istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2021 yılı sonunda orta noktası yüzde 12,2 olmak üzere, yüzde 10,0 ile yüzde 14,4 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 7,5 olmak üzere yüzde 5,0 ile yüzde 10,0 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1).

**Grafik 3.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\***

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

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

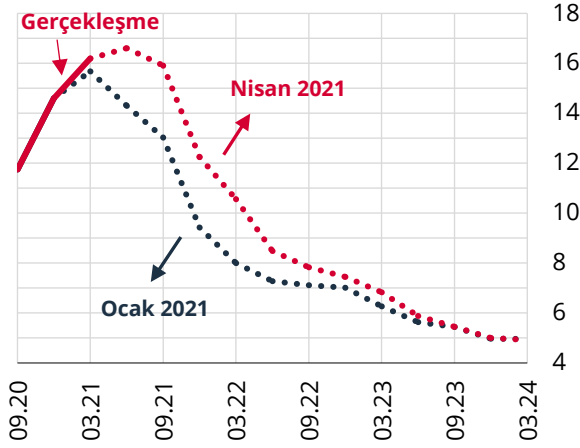
	2021	2022
2021-I (Ocak 2021) Tahmini (%)	9,4	7,0
2021-II (Nisan 2021) Tahmini (%)	12,2	7,5
<b>2021-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	+2,8	+0,5
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dâhil)	+1,8	+0,3
Gıda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

Kaynak: TCMB.

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

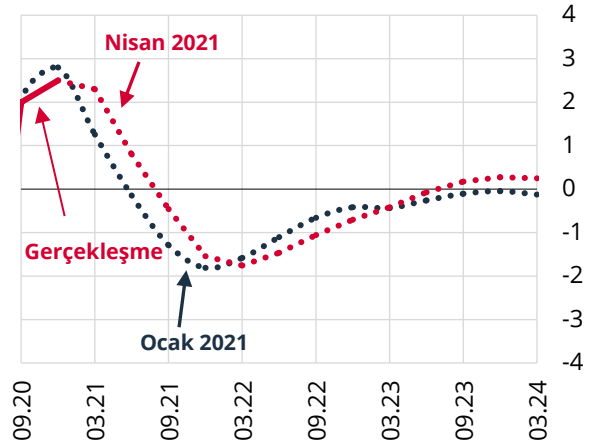
**2022 yılı enflasyon tahmini yüzde 7'den yüzde 7,5'e güncellenmiştir.** 2021 yıl sonu tahminindeki güncelleme, geçmişe endeksleme davranışına ve ana eğilime etkilerine bağlı olarak 2022 yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan yukarı çekmektedir. Diğer yandan, Türk lirası cinsi ithalat fiyatları tahmini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

Grafik 3.2.2: Enflasyon Tahmini



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini

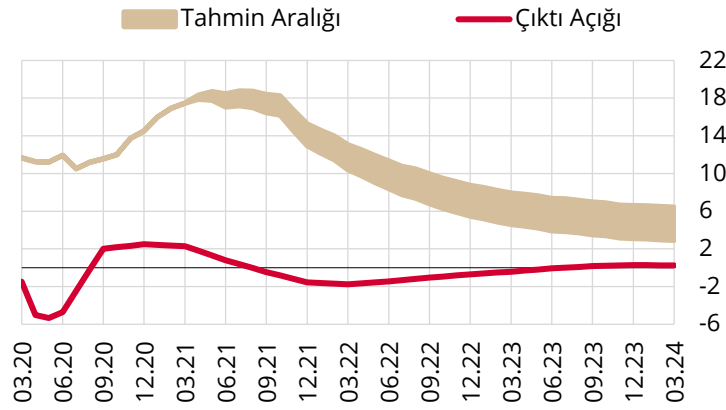


Kaynak: TCMB.

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

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

**İşlenmemiş gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır.** Söz konusu kalemlerin dışlanmasıyla elde edilen çekirdek enflasyon göstergeleri, enflasyonun ana eğilimine dair daha fazla bilgi içermektedir. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Buna göre B endeksi yıllık enflasyonunun önümüzdeki dönemde bir miktar yükseldikten sonra 2021 yılı üçüncü çeyreğinde düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.4). Eşel-mobil uygulamasının sınırlayıcı etkisiyle enerji enflasyonu başta olmak üzere B endeksinden dışlanan kalemlerde yıl genelinde çekirdek göstergelere kıyasla daha olumlu bir görünüm öngörülmektedir.

**Grafik 3.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini\***

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

Enflasyon tahminleri oluşturulurken esas alınan görünüm ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan makro iktisadi riskler Bölüm 1.2'de ayrıntılı olarak paylaşılmaktadır. Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 3.2.2'de özetlenmektedir.

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

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



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

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

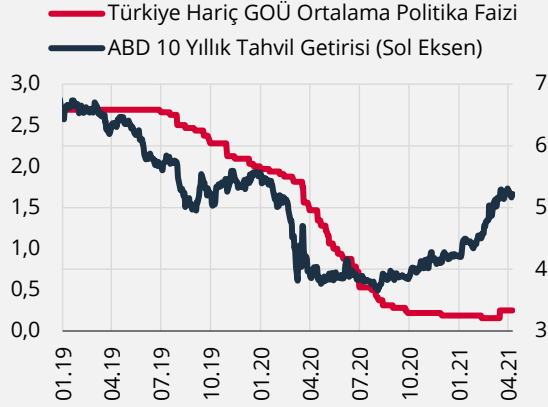
\* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunun enflasyon tahminleri üzerindeki etkisine dair değerlendirilmeler verilmektedir. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.

## Kutu 3.1

### Fed Para Politikası Şoklarının Türkiye Ekonomisine Aktarımı

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

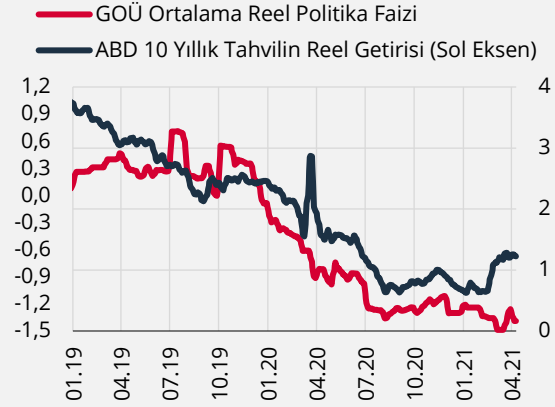
**Grafik 1: ABD Tahvil Getirisi ve GOÜ\* Politika Faizi (%)**



Kaynak: Bloomberg.

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

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



Kaynak: Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

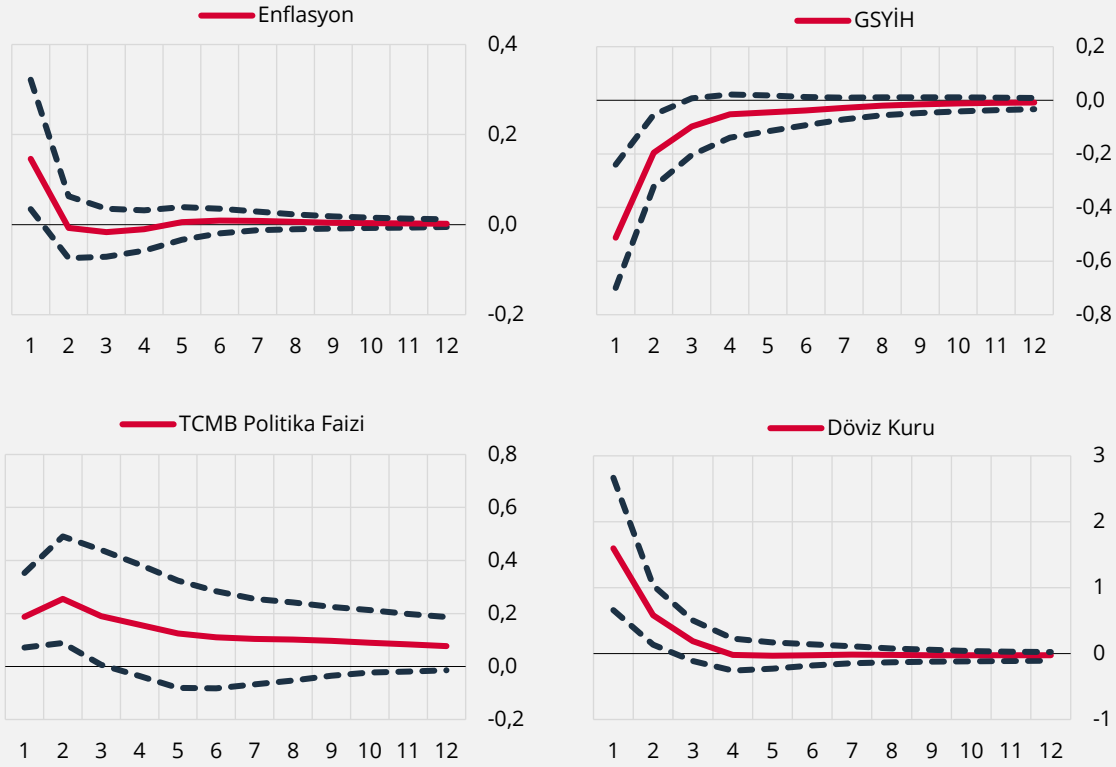
Şoklar Değişkenler	Yurt İçi Para Politikası	Yurt İçi Arz	Yurt İçi Talep	Risk Primi	Küresel Talep	Petrol Fiyatı	Yurt Dışı Para Politikası
Küresel Talep	0	0	0	0	+	-	●
Petrol Fiyatları	0	0	0	0	+	+	●
FED Politika Faizi	0	0	0	●	●	0	+
Yurt İçi Enflasyon	-	-	+	-	+	+	●
Yurt İçi GSYİH	-	+	+	+	+	●	●
TCMB Politika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

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

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

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

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



Kaynak: Yazarın hesaplamaları.

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

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

#### Kaynakça

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

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

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

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

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

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**