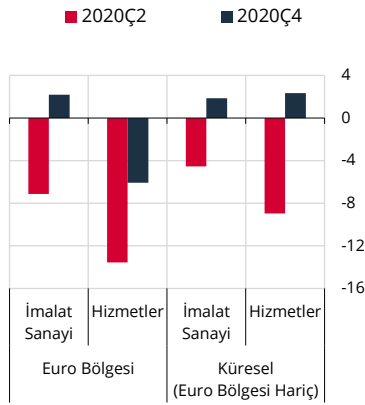


2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler

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

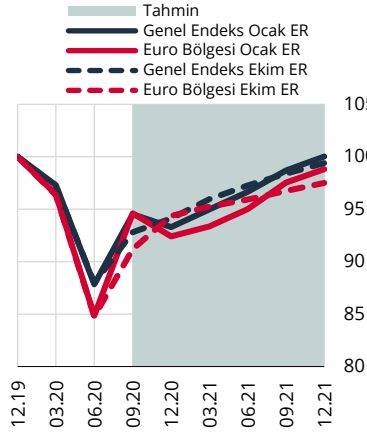
Grafik 2.1.1: PMI Endeksleri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Bir Önceki Çeyreğe Göre Değişim, Puan)



Kaynak: IHS Markit.

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

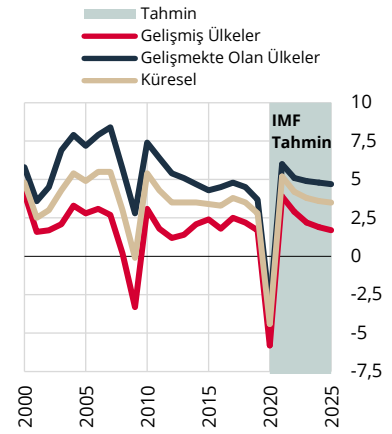
Grafik 2.1.2: İhracat Ağırlıklı Küresel GSYİH* (2019 Ç4=100)



Kaynak: TCMB.

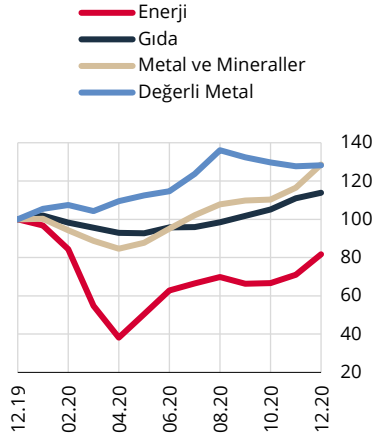
* Türkiye'nin ticaret ortağı olan 110 ülkenin büyüme verileri Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış, 2020 ve 2021 yıllarına yönelik Consensus Economics ve IHS Markit tahminleri kullanılmıştır.

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

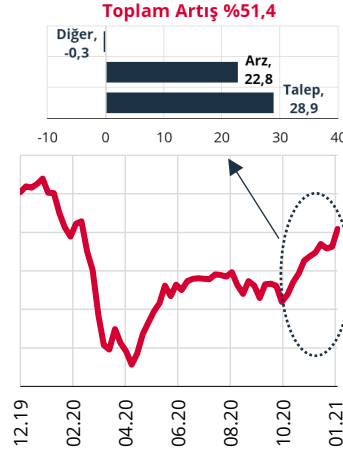


Kaynak: IMF.

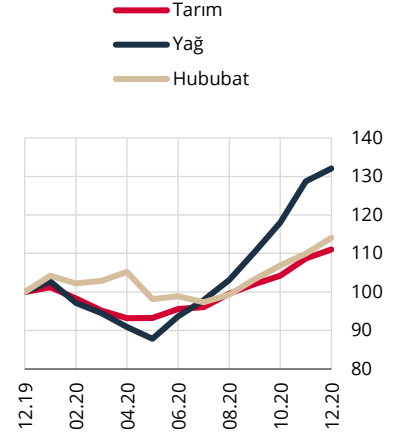
Küresel toparlanmaya ilişkin belirsizlikler geçtiğimiz rapor dönemine göre bir miktar azalırken, virüsün mutasyon riski, aşının geniş topluluklara uygulanabilme süresinin uzaması gibi endişeler büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel büyümenin orta vadedeki olası eğilimi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

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

Kaynak: Dünya Bankası.

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

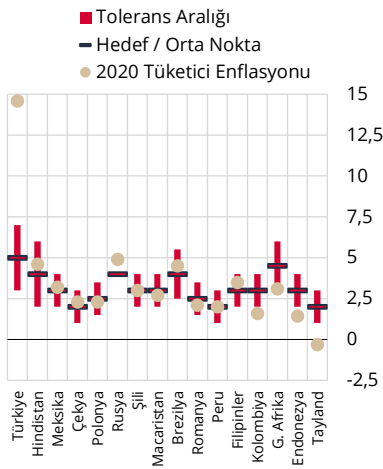
Kaynak: Bloomberg, New York Fed.

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

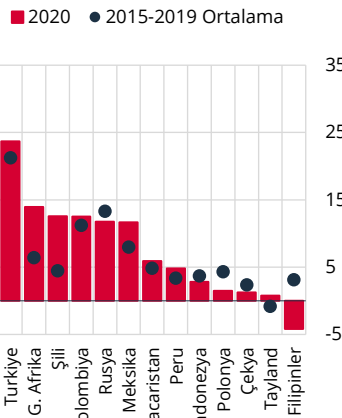
Kaynak: Dünya Bankası.

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

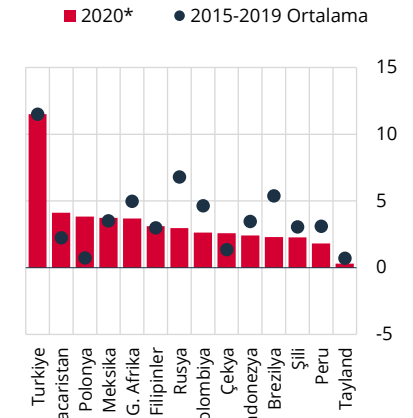
Emtia fiyatlarındaki yükseliş belirginleşmekte ve küresel enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Enerji dışı emtia fiyatlarında yılın ikinci yarısında başlayan artışlar son dönemde de devam etmiş, görece olarak düşük kalan enerji fiyatları Kasım ayından itibaren belirgin olarak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

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

Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankaları.

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

Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları.

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

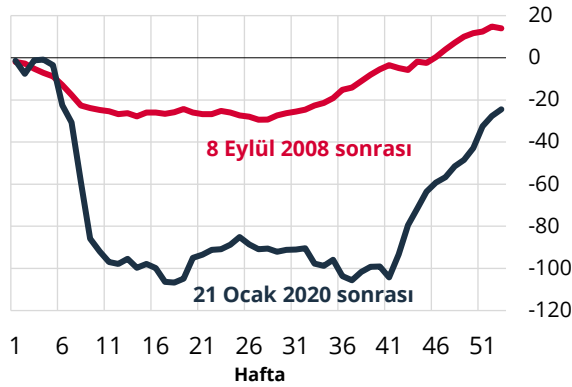
Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları.

* Kasım 2020 12 aylık ortalamalara göre enflasyon kullanılmıştır.

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

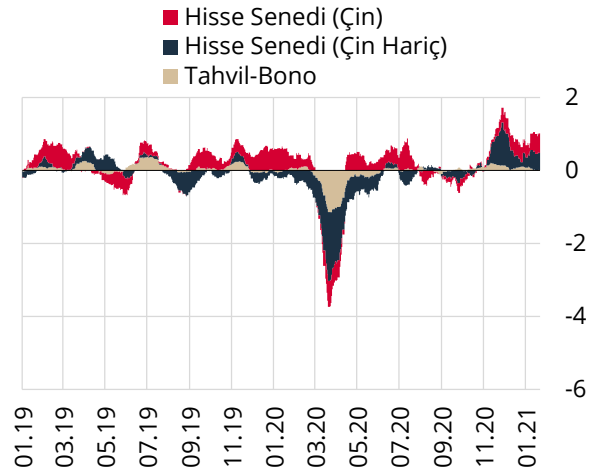
Küresel ekonomideki toparlanmaya dair beklentilerin iyileşmesiyle risk iştahı artmış ve gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri hızlanmıştır. Küresel para ve maliye politikalarının destekleyici olmaya devam etmesi ve belirsizliğin görece azalması ile salgının başlamasından yaklaşık 40 hafta sonra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

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



Kaynak: Institute of International Finance.

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



Kaynak: Institute of International Finance.

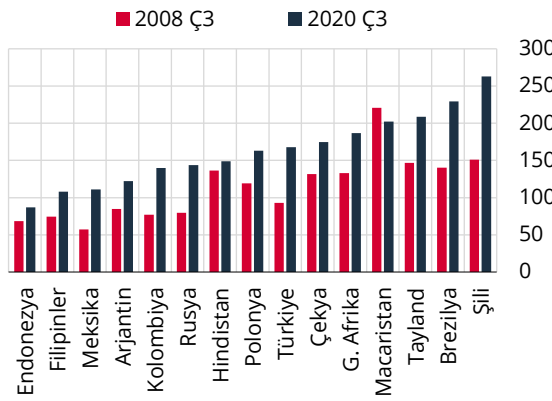
Mercek Altı 2.1

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

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

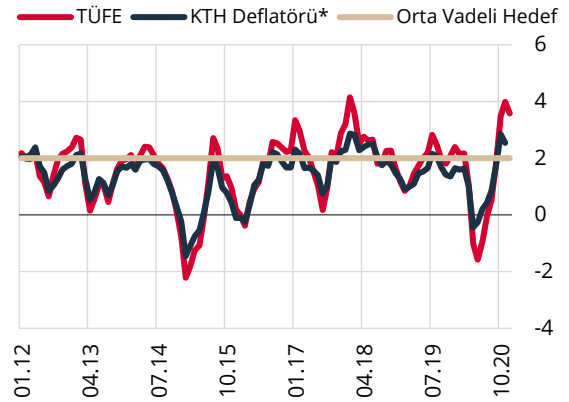
Küresel likidite bolluğu gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar üzerinde risk oluşturabilecektir. 2008 krizi sonrasında benzer bir tablo ortaya çıkmış, yerli paranın değerlendirilmesi finansman kanalıyla gelişmekte olan ülkelerde borçluluğun artmasına, dış dengenin kötüleşmesine ve cari açığın finansman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

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



Kaynak: Institute of International Finance.

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



Kaynak: Bloomberg ve St Louis Fed.

* KTH: Kişisel Tüketim Harcamaları

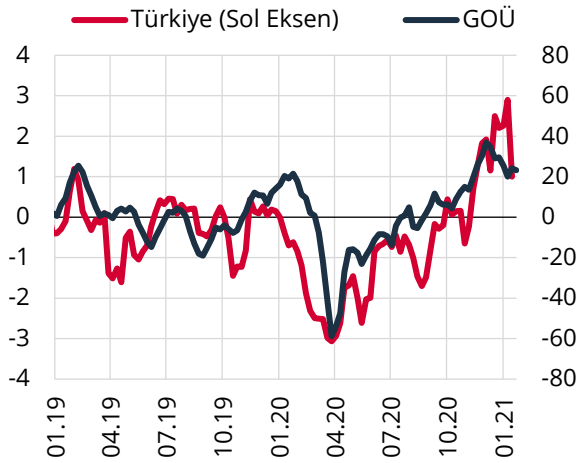
2021 yılında enflasyondaki olası yukarı yönlü seyir gelişmiş ülkelerdeki genişletici para politikası uygulamalarının ne zaman ve hangi hızda normalleşeceği konusunda belirsizlik yaratmaktadır.

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

2.2 Finansal Koşullar

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

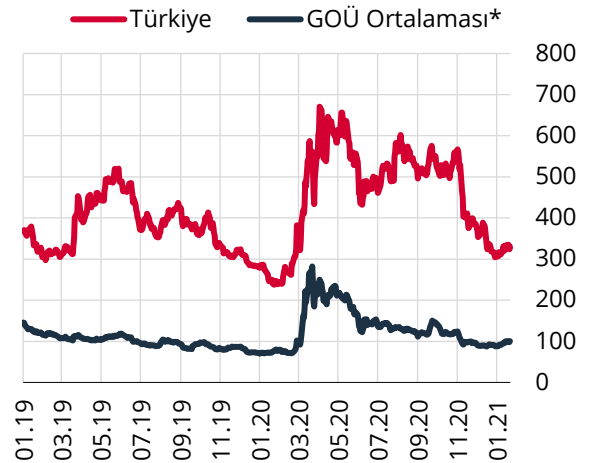
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri* (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, TCMB.

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

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



Kaynak: Bloomberg.

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

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

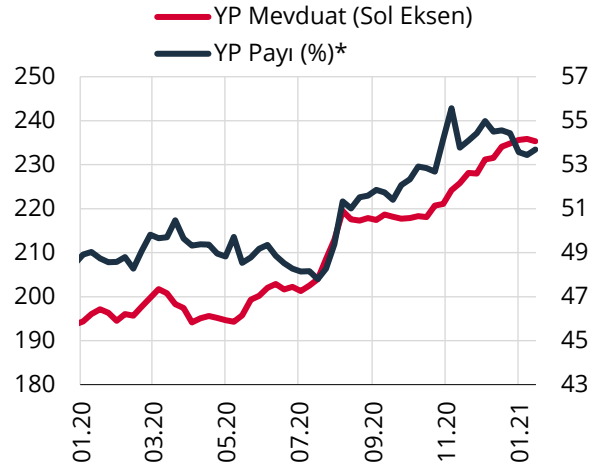
Grafik 2.2.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri
(31.12.2019 = 1)



Kaynak: Bloomberg.

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

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



Kaynak: TCMB.

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

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

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

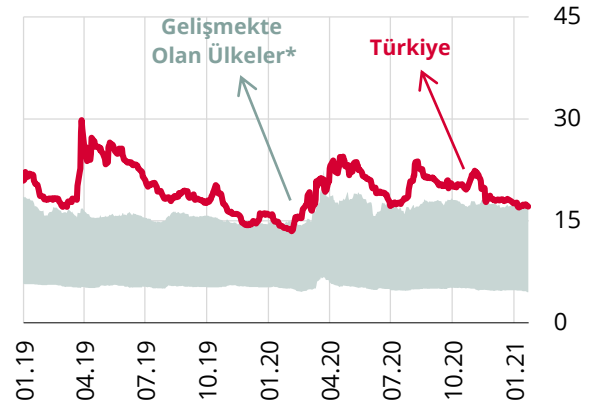
Grafik 2.2.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

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



Kaynak: Bloomberg.

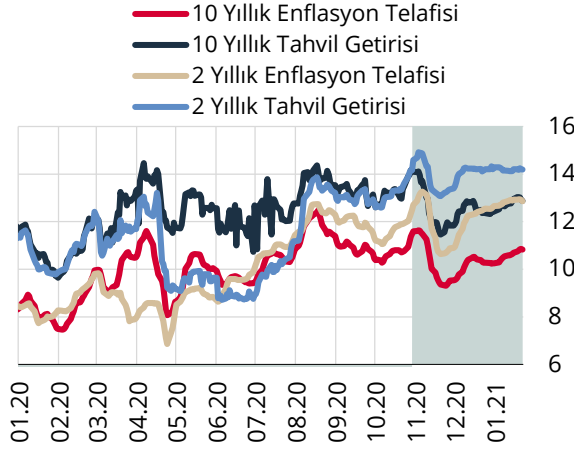
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, G. Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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

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

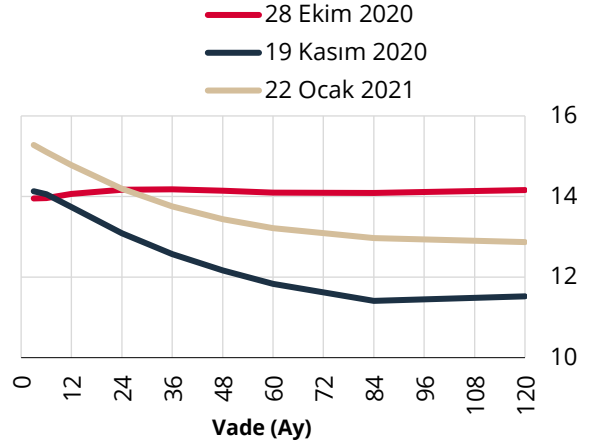
tersine dönmüştür (Grafik 2.2.8). Uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlere kıyasla belirgin ölçüde düşük olması, ülke risk primi ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye işaret etmektedir. Fiyat istikrarı odağıyla para politikası belirsizliğini azaltan sıkılaştırma adımları, beklentileri, risk algılamalarını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

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



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.8: DİBS Getiri Eğrisi (%)

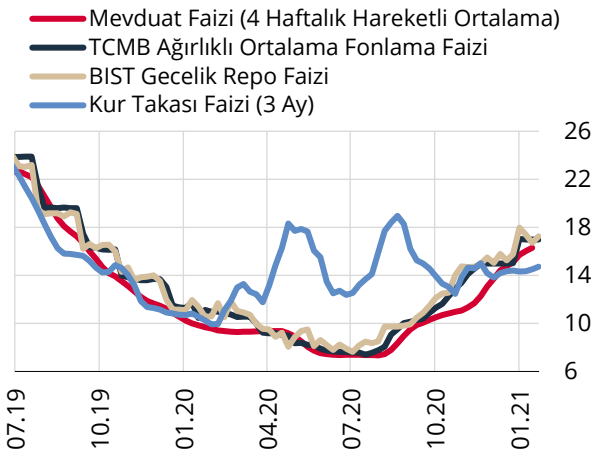


Kaynak: Bloomberg.

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

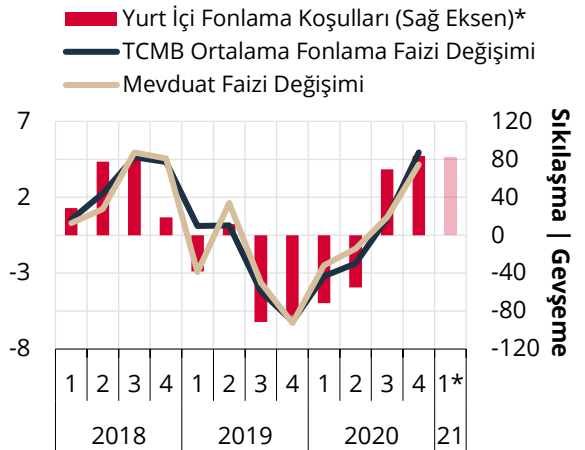
yükseltilmesi bir yandan Türk lirası fonlama maliyetlerini yükseltirken diğer yandan öngörülebilirliği artırarak faiz oranlarının birbirine yakınsamasına katkıda bulunmuştur. Böylelikle mevduat faizleri ile TCMB ağırlıklı ortalama fonlama ve BIST gecelik repo faizleri arasındaki fark daralmış ve parasal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

Grafik 2.2.9: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

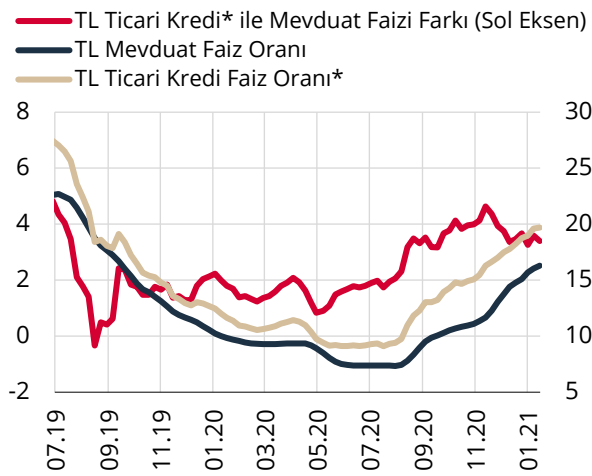
* BKEA'da bankaların beklentilerini göstermektedir ve sonuçları ters işaretli olarak kullanılmıştır.

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

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

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

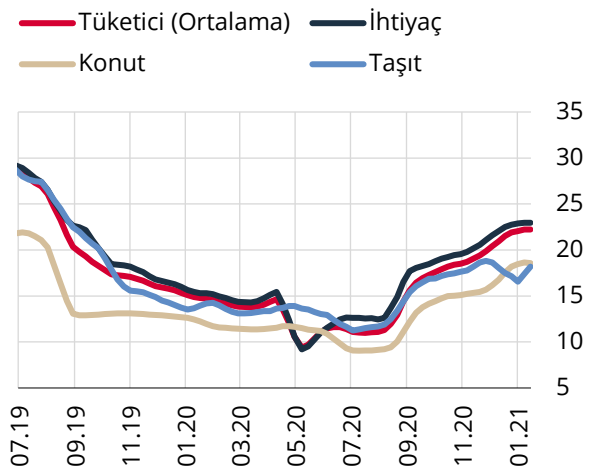
Grafik 2.2.11: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

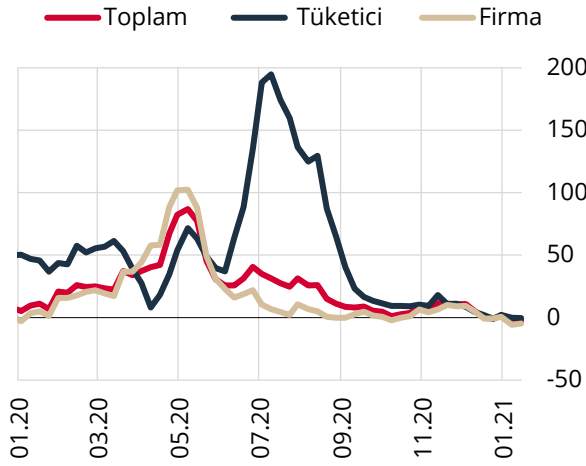
Grafik 2.2.12: Tüketici Kredi Faizleri (Akım Veri, Yıllık, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

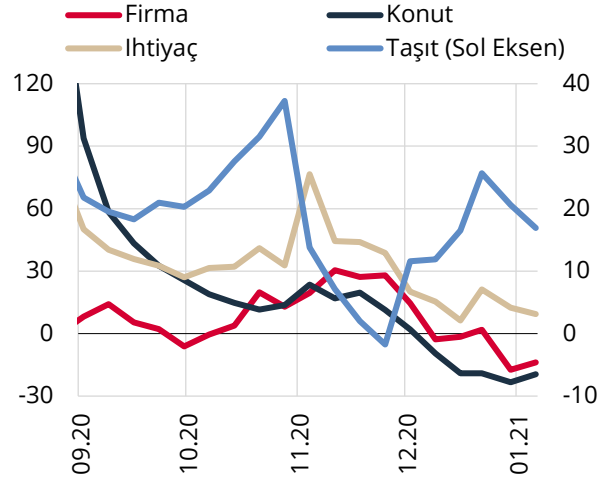
Salgın döneminde devreye giren destekleyici önlemlerin dördüncü çeyrek itibarı ile tamamen geri alınmasıyla ticari ve tüketici kredi büyümesi önemli ölçüde yavaşlamıştır (Grafik 2.2.13). Taşıt kredi faizlerindeki aşağı yönlü ayrışma taşıt kredilerindeki görece güçlü seyri desteklemiştir (Grafik 2.2.14).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

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



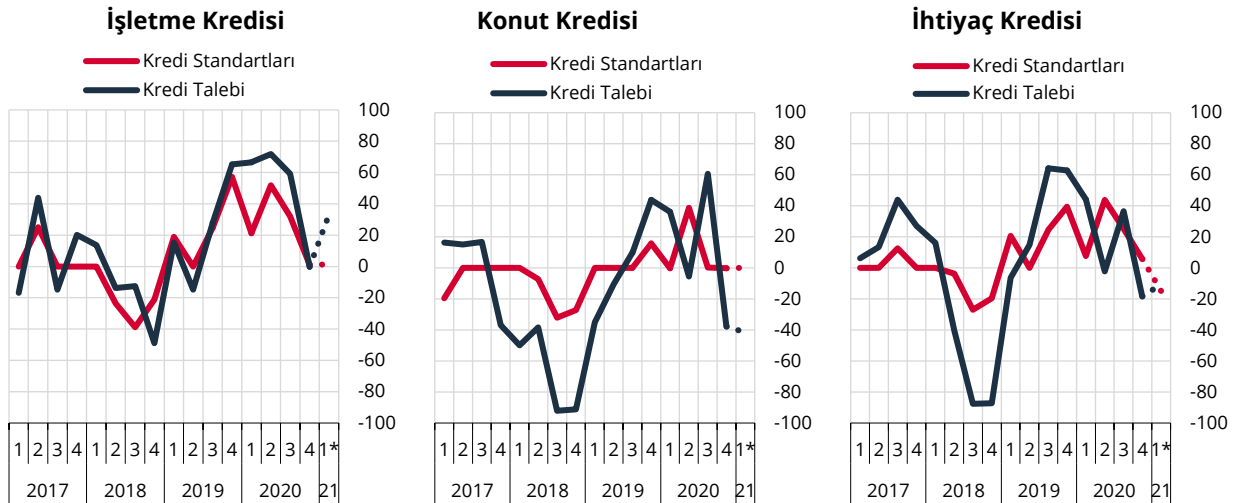
Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.15: Kredi Standartları ve Kredi Talebine İlişkin Beklentiler



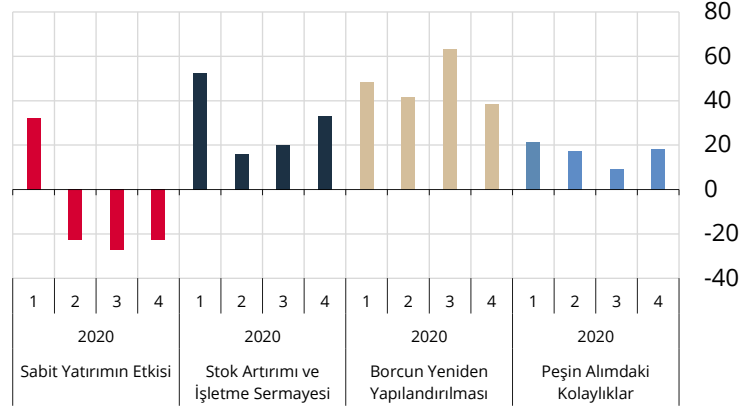
Kaynak: TCMB.

* Bankaların beklentilerini göstermektedir.

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

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

Grafik 2.2.16: İşletmelerin Kredi Talebini Etkileyen Unsurlar (%)



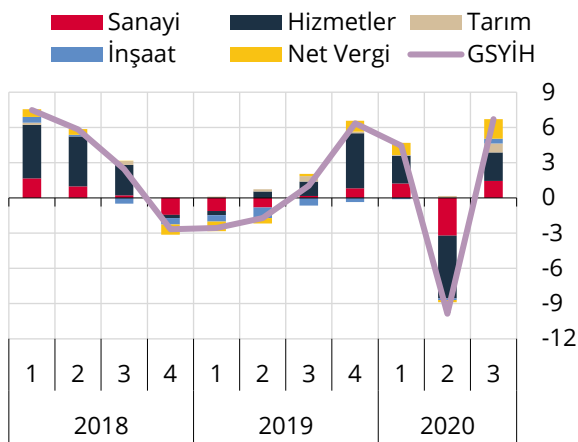
Kaynak: TCMB.

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

2.3 İktisadi Faaliyet

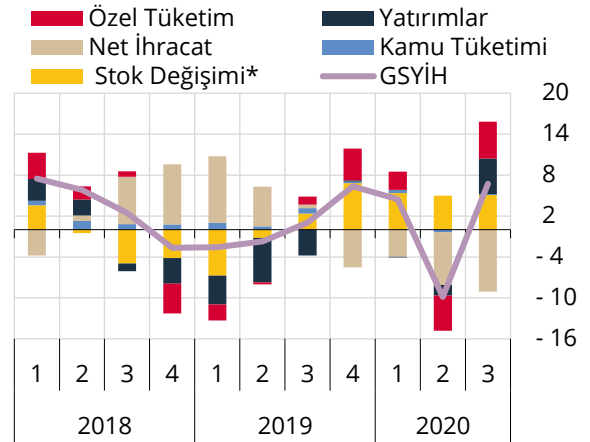
İktisadi faaliyet, normalleşme süreci ve güçlü kredi ivmesinin desteğiyle üçüncü çeyrekte belirgin bir toparlanma kaydetmiştir. GSYİH 2020 yılı üçüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde 6,7, çeyreklik bazda ise yüzde 15,6 oranında artarak salgın öncesi seviyesini aşmıştır. Toparlanma geniş bir sektörel yayılım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

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

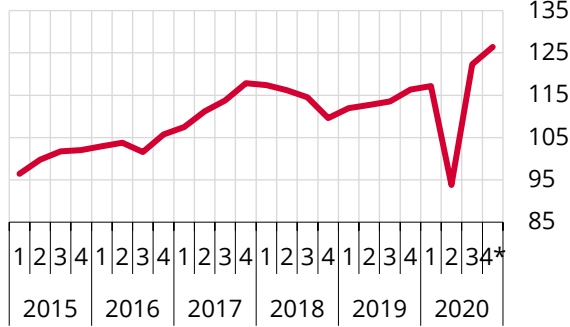


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistikî sapmayı içermektedir.

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

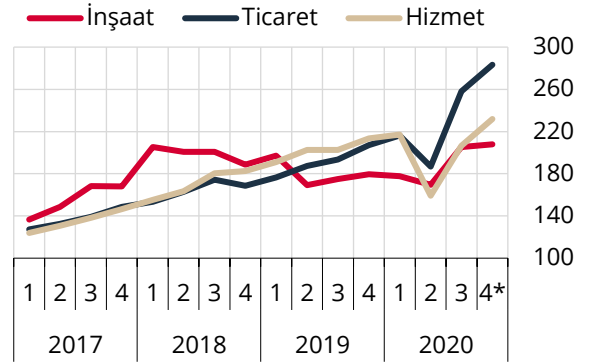
Grafik 2.3.3: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

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



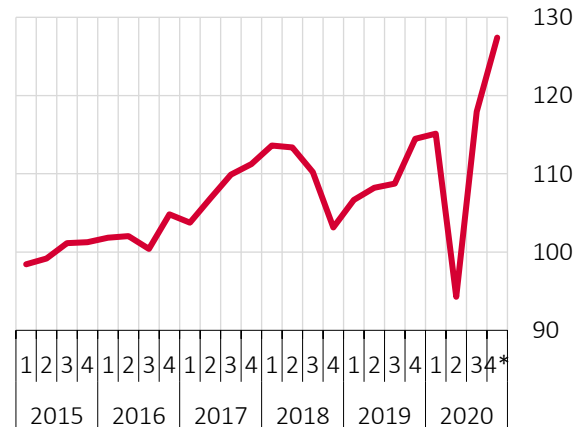
Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

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

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

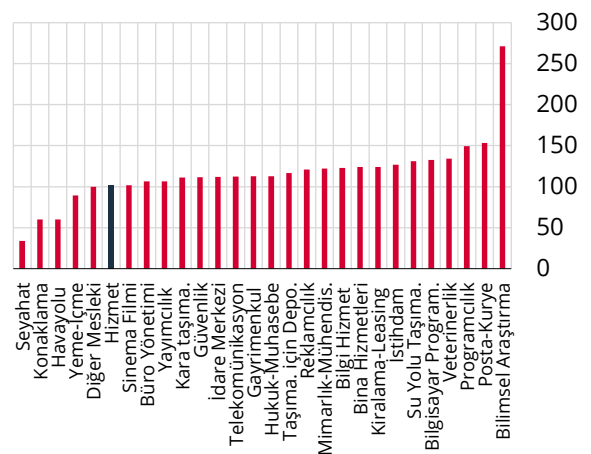
Grafik 2.3.5: Perakende Satış Hacim Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

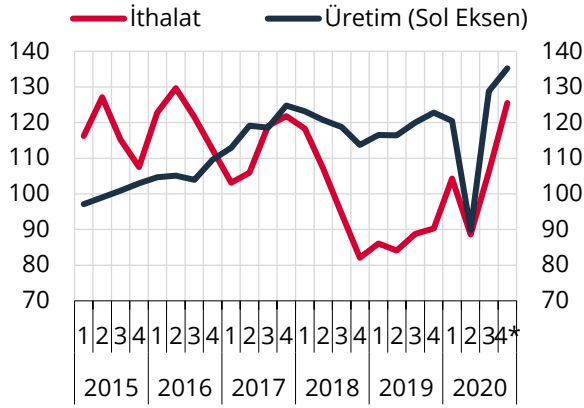
Grafik 2.3.6: Hizmet Sektörü Ciro Endeksleri (Kasım 2020 İtibarıyla, Mevsimsellikten Arındırılmış, Şubat 2020=100)



Kaynak: TÜİK.

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

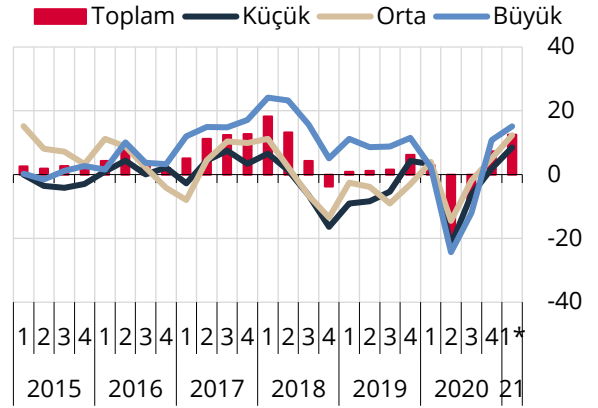
Grafik 2.3.7: Sermaye Malları İthalat ve Üretim Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

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

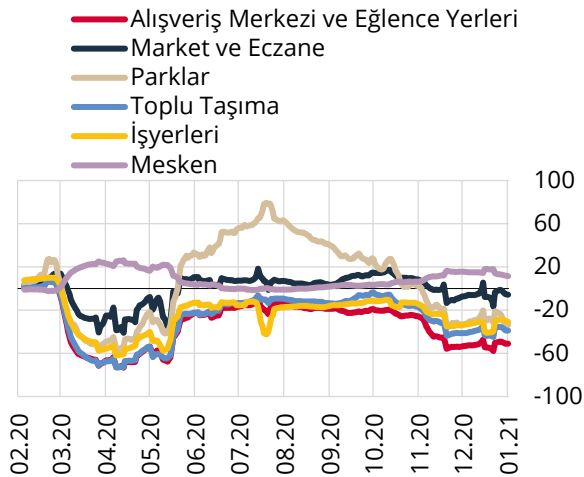


Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı itibarıyla.

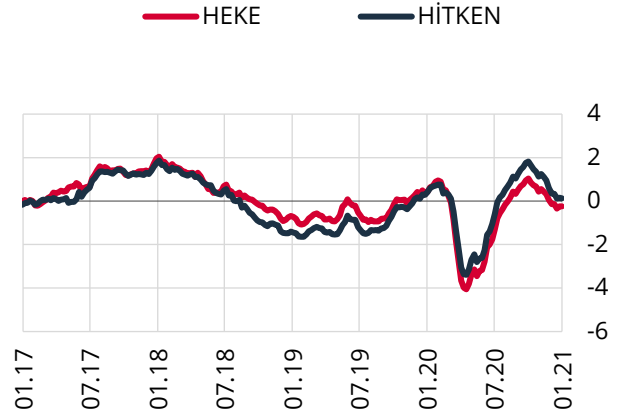
Salgın tedbirlerinin ve parasal sıkılaştırmanın etkileriyle birlikte son dönemde iktisadi faaliyetin yavaşlamaya başladığı görülmektedir. Artan vaka sayıları nedeniyle Kasım ayı başlarından itibaren getirilen kısıtlamalar ülke genelinde hareketliliği önemli ölçüde azaltmış, ancak salgının ilk dönemlerine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

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



Kaynak: Google.

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



Kaynak: TCMB.

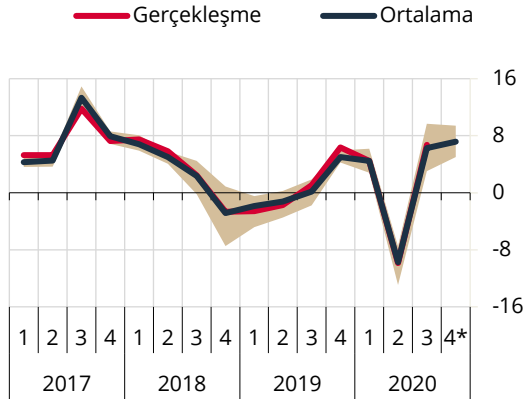
* Endeksin aldığı değerler, ortalamadan kaç standart sapma düşük/yüksek olduğuna işaret etmektedir. Yöntemsel detaylar için bkz. Çelgin ve Günay (2020) ile TCMB Enflasyon Raporu 2020-III Kutu 4.1 Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE). HİTKEN, ihracat ve yabancı kartla yapılan harcamalar hariç HEKE'yi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

Mercek Altı 2.2

Yakın Dönem Büyüme Görünümü

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

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



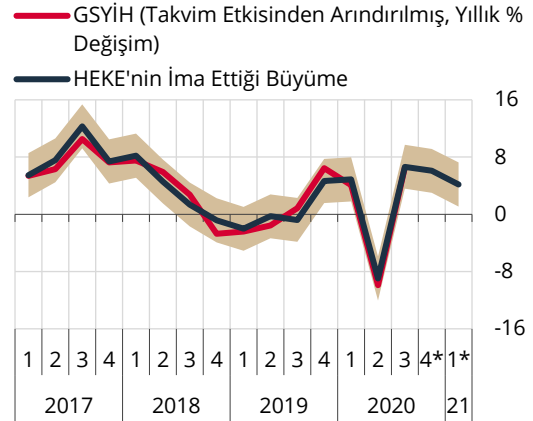
Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

* Tahmin.

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

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

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



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

* Tahmin.

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

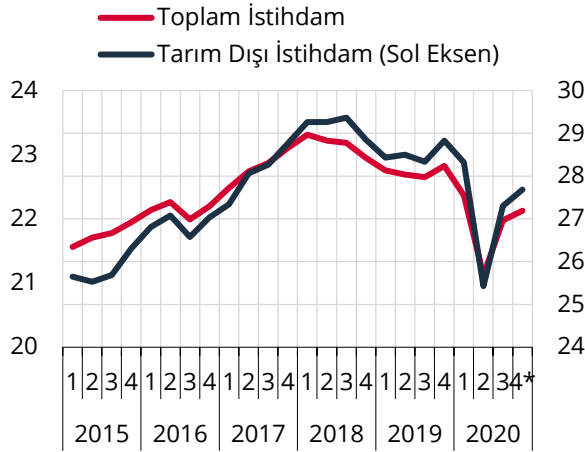
Yöntemsel detaylar için bkz. Çelgin ve Günay (2020).

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

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

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

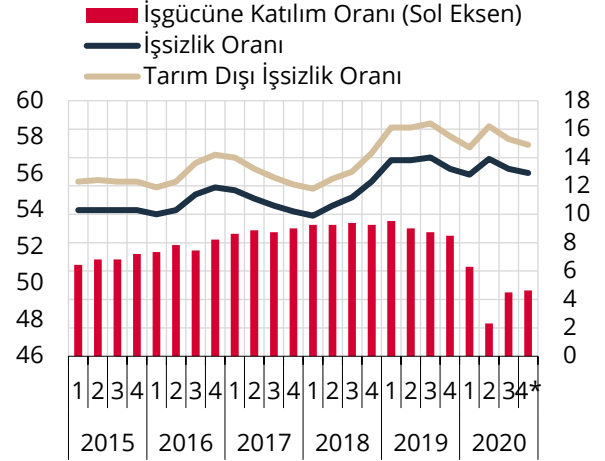
Grafik 2.3.11: Toplam ve Tarım Dışı İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim dönemi itibarıyla.

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

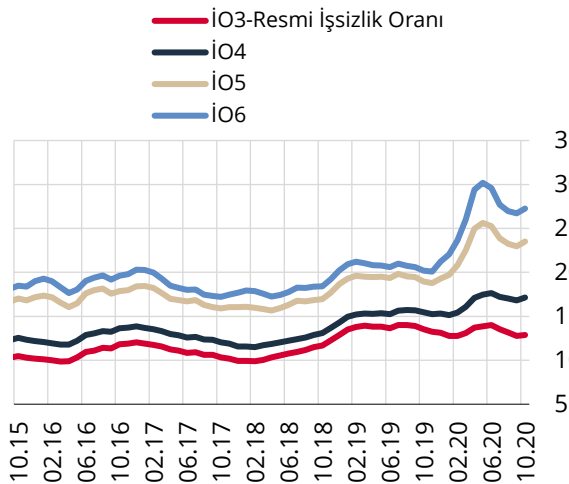


Kaynak: TCMB.

* Ekim dönemi itibarıyla.

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

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



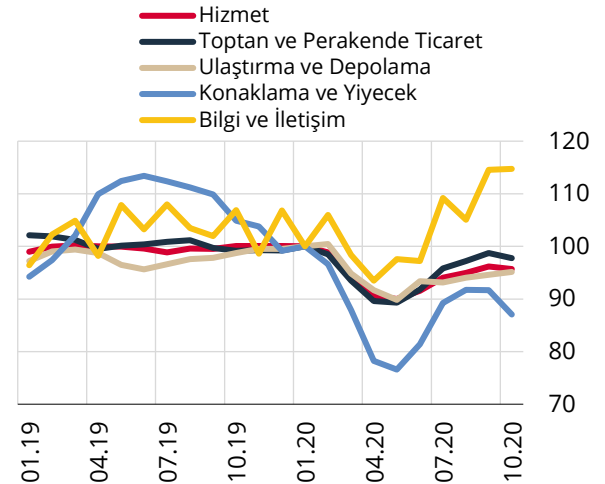
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

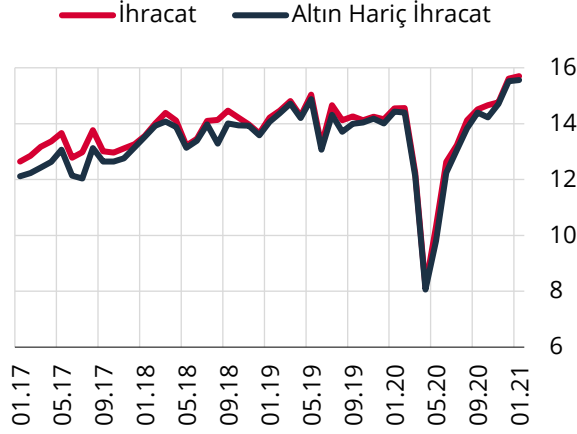
İ0-6: İşsiz sayısı, iş aramayanlar, mevsimlik çalışanlar ve eksik istihdamda olanların toplam sivil işgücü ve iş aramayanların toplamına oranı.

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



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

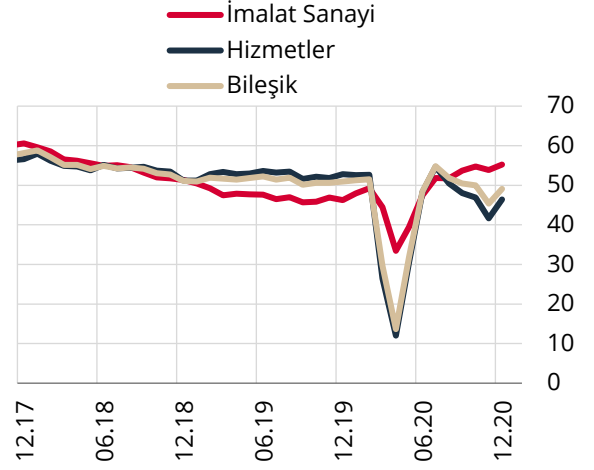
Grafik 2.3.15: İhracat* (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TİM, TÜİK.

* Ocak ayı verisi tahmindir.

Grafik 2.3.16: Euro Bölgesi PMI (Seviye)



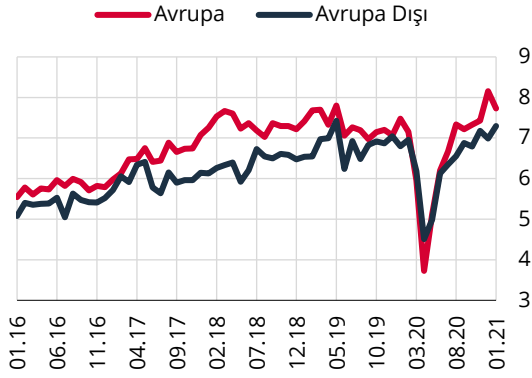
Kaynak: IHS Markit.

Mercek Altı 2.3

Bölgesel İhracat Görünümü

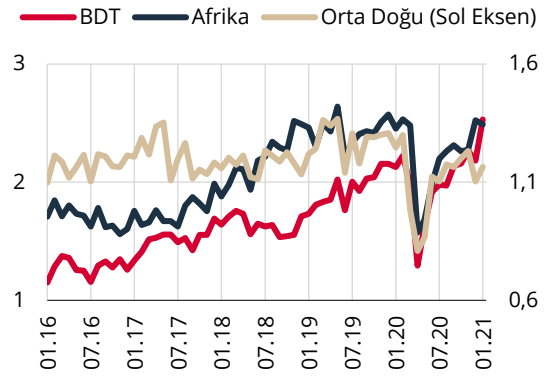
Ticaret ortaklarımızda salgına bağlı kısıtlamaların sıkılaştırılmasına rağmen, ihracat son çeyrekte güçlü seyretmiştir. Mal ihracatı salgının ilk döneminde hareket kısıtlamaları ve sınır kapatmaları nedeniyle Mart-Nisan aylarında bölgeler ve sektörler geneline yayılan sert bir düşüş kaydetmiş; takip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

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



Kaynak: TİM, TÜİK.

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



Kaynak: TİM, TÜİK.

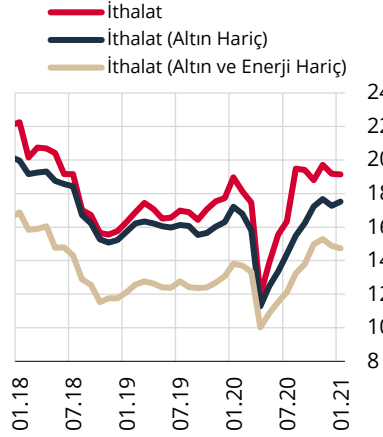
İhracat Ocak ayında gücünü korumaktadır. Avrupa ülkelerine yapılan ihracatta bir miktar gerileme gözlenirken, bu düşüş Avrupa dışı ülkelere yapılan ihracatla telafi edilmektedir. Bağımsız Devletler Topluluğu'na yapılan ihracat geçmiş eğilimlerinin üzerine çıkarken, Avrupa'ya yapılan ihracattaki düşüşün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

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

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

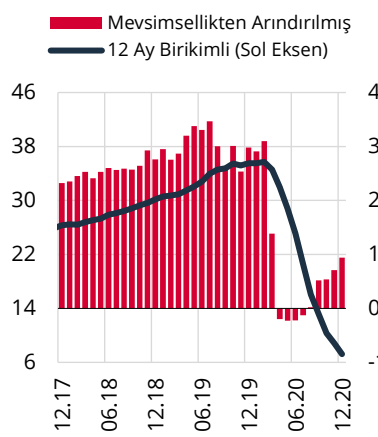
Finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte son dönemde kredilerde başlayan yavaşlamanın iç talep ve ithalatı sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir. Aşılma çalışmalarının başlaması küresel büyüme ve ihracat görünümü açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkarken,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

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



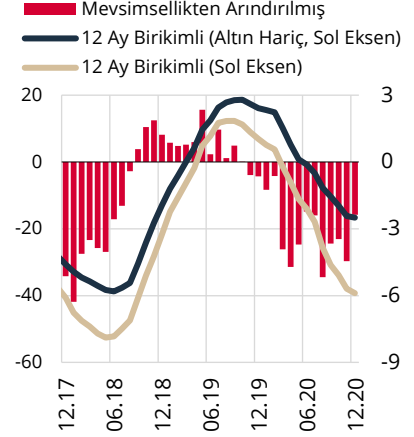
Kaynak: Ticaret Bakanlığı, TÜİK.
* Ocak ayı verisi tahmindir.

Grafik 2.3.18: Hizmetler Dengesi* (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.
* Aralık ayı verisi tahmindir.

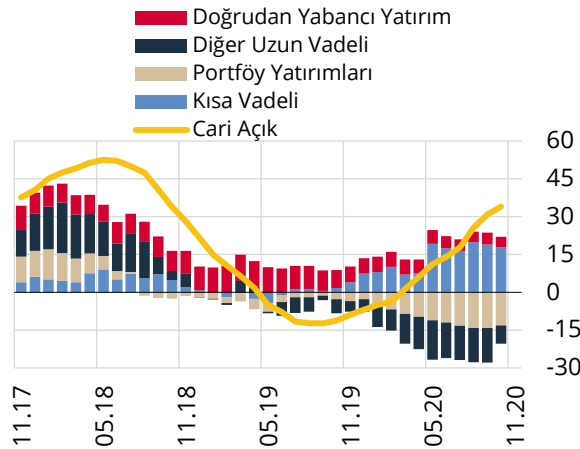
Grafik 2.3.19: Cari İşlemler Dengesi* (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.
* Aralık ayı verisi tahmindir.

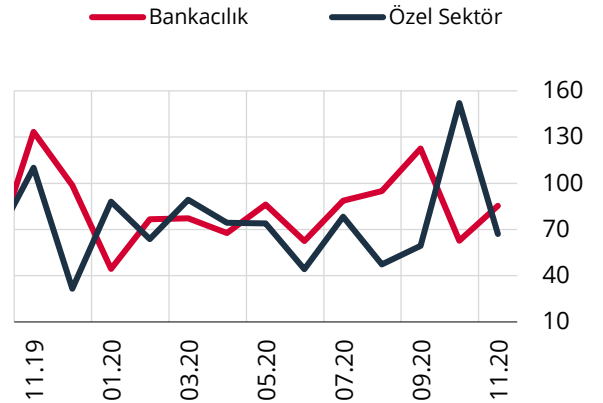
Fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikası duruşunun ülke risk primi ve dış finansman imkânlarında kalıcı iyileşme için kritik önem arz ettiği değerlendirilmektedir. Kasım ayından itibaren portföy girişleri gözlenirken, yüksek frekanslı veriler bu eğilimin Aralık ayında da devam ettiğine işaret etmektedir.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

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



Kaynak: TCMB.

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



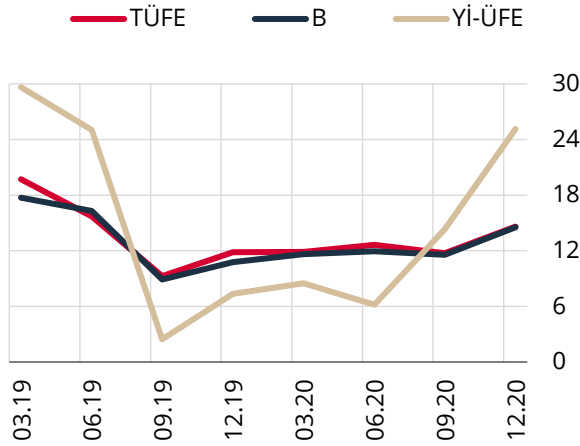
Kaynak: TCMB.

2.4 Enflasyon

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

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

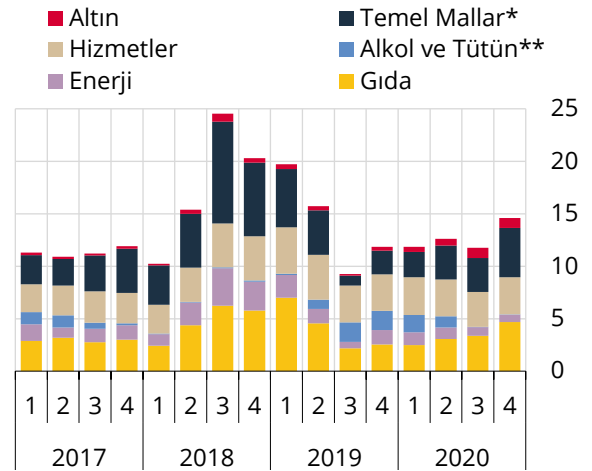
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE ve B Endeksi*
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

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

Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

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

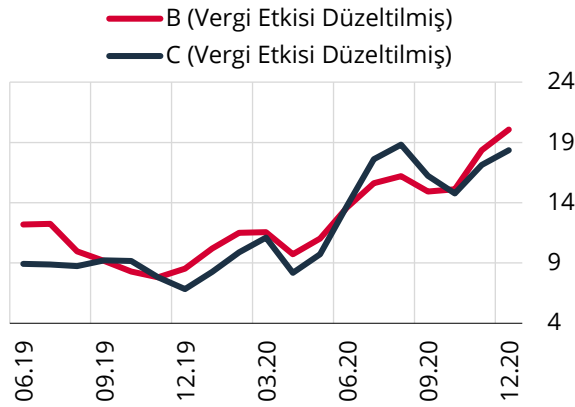
Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

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

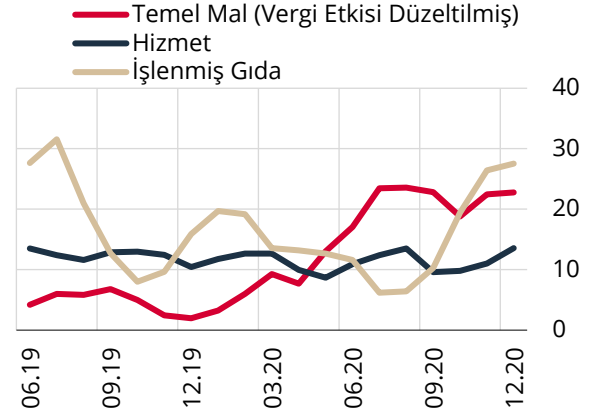
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

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

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

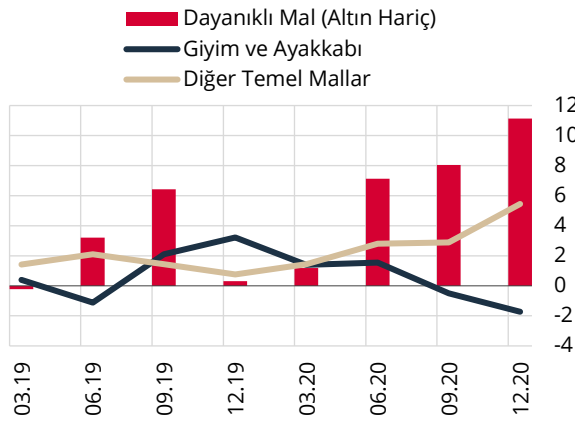
Grafik 2.4.4: B Endeksi Alt Grupları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Mercek Altı 2.4

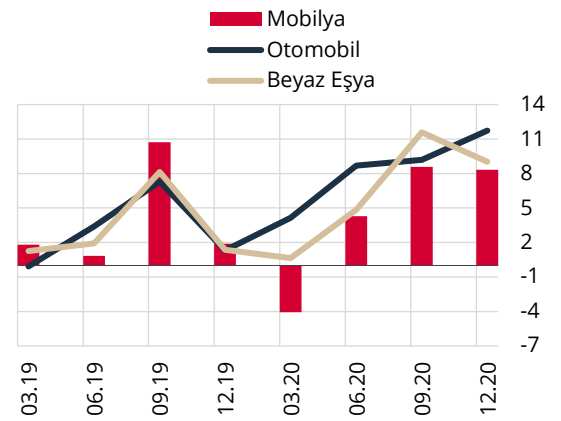
Temel Mal Enflasyonunun Sürükleyicileri

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

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Diğer temel mallar kaleminde mevsimsellik saptanmamıştır.

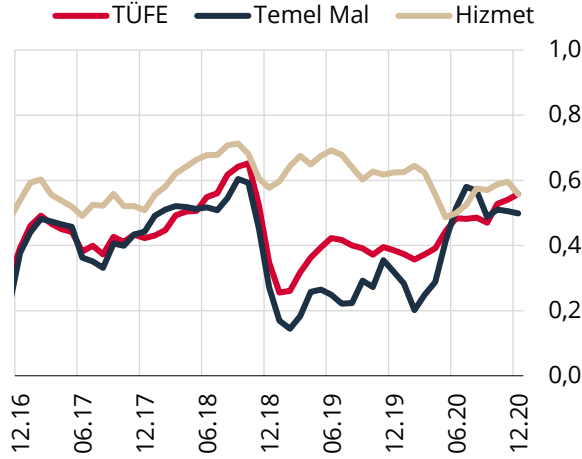
Grafik 2: Seçilmiş Dayanıklı Mal Fiyatları* (Çeyreklik % Değişim, Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Beyaz eşya kaleminde mevsimsellik saptanmamıştır.

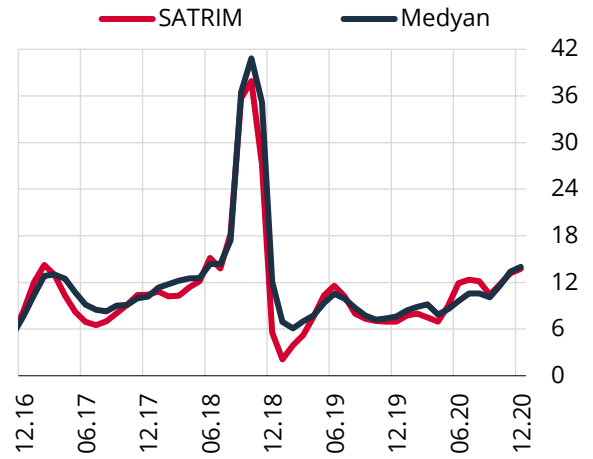
Fiyat artırma eğilimi genele yayılırken, alternatif temel enflasyon göstergeleri enflasyon eğilimindeki artışı teyit etmektedir. 2020 yılının son çeyreği boyunca yükselen yayılım endeksleri, dönem sonları itibarıyla karşılaştırıldığında, temel mal ve hizmet gruplarında uzun dönem ortalamalarının üzerindeki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

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* SATRIM: Mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.

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

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

Mercek Altı 2.5

Gıda Enflasyonu ve Uluslararası Emtia Fiyatları

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

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

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

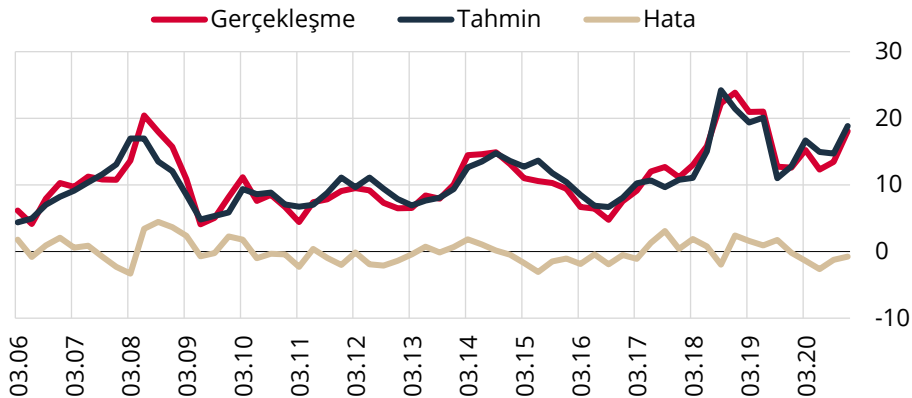
	Sabit	FAO Gıda Enflasyonu	Dolar Kuru	Çıktı Açığı	Reel Birim İşgücü Maliyeti	Süt Üretici Enflasyonu	Gıda İmalatı Enflasyonu ^a
Tahmin	6,1***	0,12***	0,21***	0,34***	0,12**	0,17***	0,33***

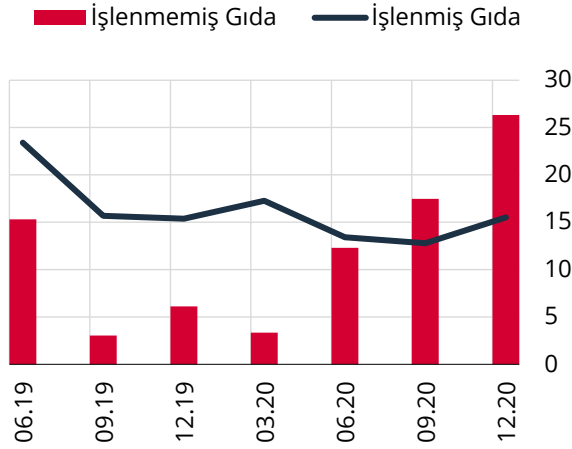
Not:***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık düzeylerine karşılık gelmektedir.

^aUluslararası gıda ve kur etkisinden arındırılmış Yİ-ÜFE gıda imalatı enflasyonunu göstermektedir.

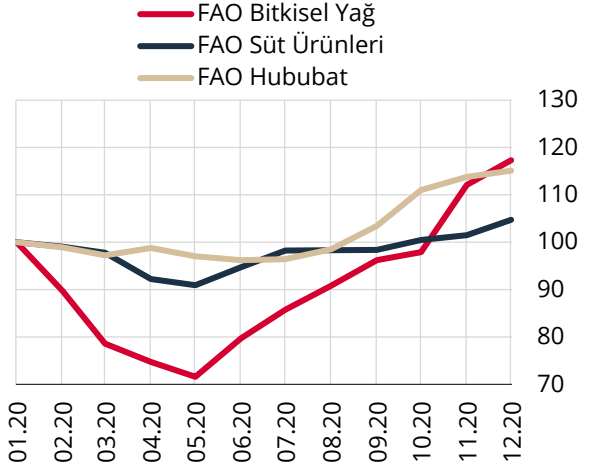
Tahmin değerleriyle oluşturulan bileşik gösterge taze meyve ve sebze dışı gıda enflasyonundaki genel eğilimi yakalayabilmektedir (Grafik 1). Bulgulara göre FAO uluslararası gıda fiyatlarındaki yüzde 10 oranındaki bir artış yurt içi gıda enflasyonunu 1,2 puan yukarı çekmektedir. Ayrıca yüzde 21'lik geçişkenlik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

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



Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)

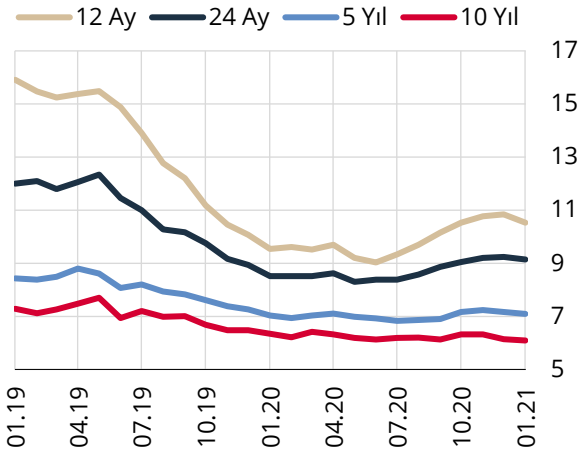
Kaynak: TÜİK.

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

Kaynak: FAO.

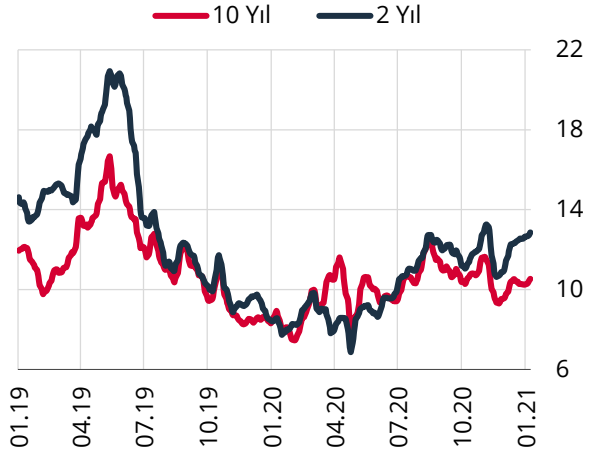
Enflasyonun Belirleyicileri

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

Grafik 2.4.9: Enflasyon Beklentileri* (%)

Kaynak: TCMB.

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

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

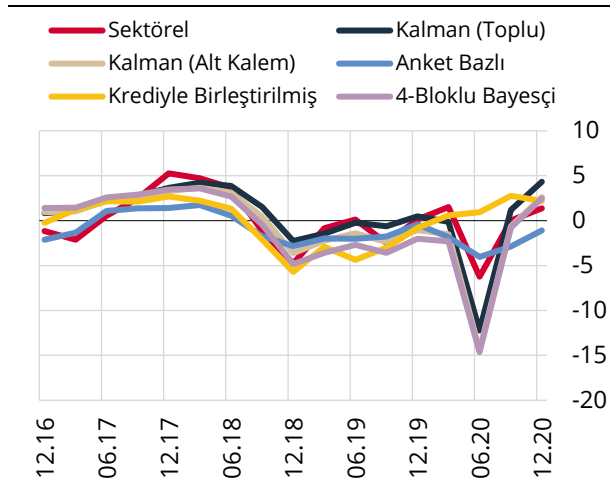
Kaynak: Bloomberg.

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

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

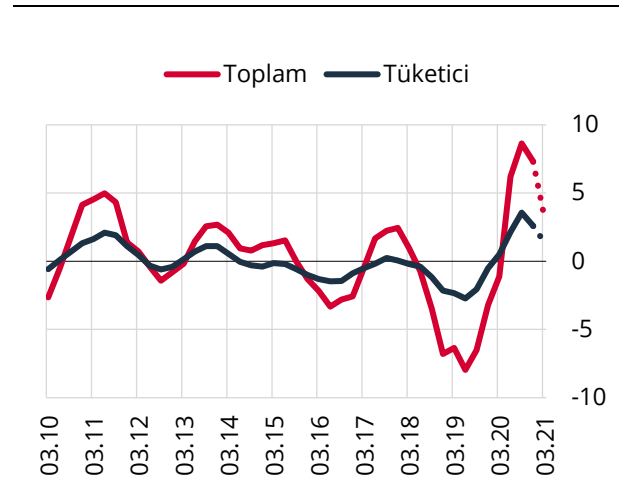
(Mercek Altı 2.6). İşsizlik oranlarındaki yüksek düzeylere karşın, kredi hacmindeki genişlemeye bağlı olarak iç talep son çeyrekte daha da güç kazanmıştır. Bu dönemde, mal ihracatı da toplam talebi yukarıya çekmiştir. Özellikle kredi gelişmelerini dikkate alan göstergelerin işaret ettiği üzere, çıktı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

Grafik 2.4.11: Çıktı Açığı Göstergeleri (%)



Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

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

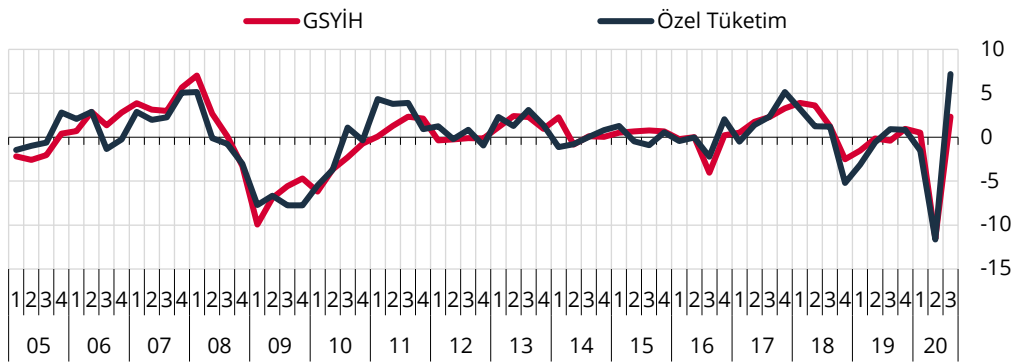
Yurt içi talepteki hızlı toparlanmanın cari işlemler dengesi ve rezervlere yansımaları; risk primi, beklentiler ve döviz kurları arasında olumsuz bir döngüye neden olmuş ve enflasyonun yükselişinde önemli rol oynamıştır. Kasım ayından itibaren para politikasındaki sıkılaşma ve fiyat istikrarı vurgusunun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

Mercek Altı 2.6

Ekonominin Döngüsel Durumu: Bazı Değerlendirmeler

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

Grafik 1: GSYİH ve Özel Tüketimin Eğilimden Yüzde Sapmaları*



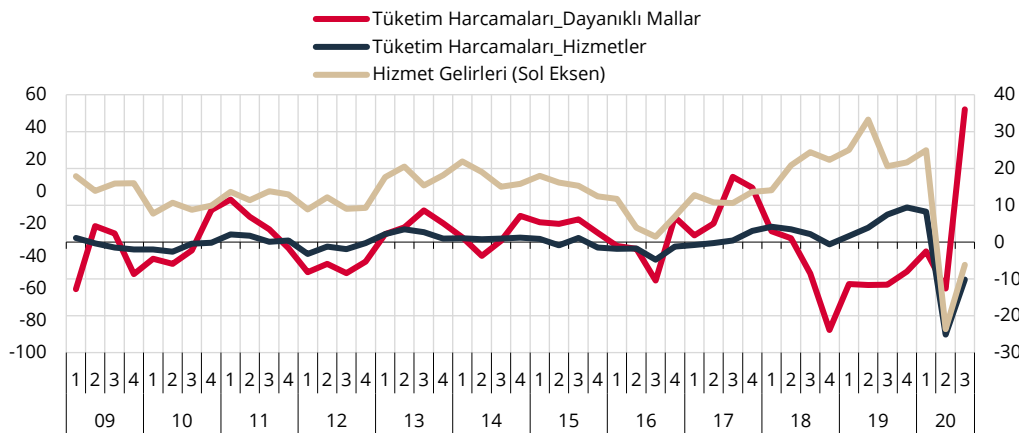
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

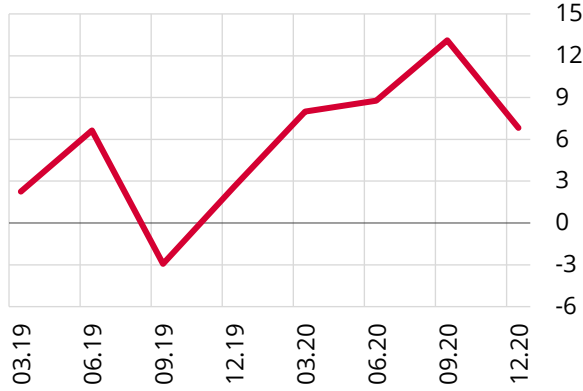
Turizm ve taşımacılık gelirlerindeki sert düşüşün yanı sıra salgından olumsuz etkilenen hizmet kalemleri toplam çıktı açığını aşağı çekmektedir (Grafik 2). Büyümedeki bu kompozisyon değişimi; dayanıklı mallar, giyim ve ayakkabı, konaklama, eğlence ve kültür gibi kalemlerin enflasyon oranları arasında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

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



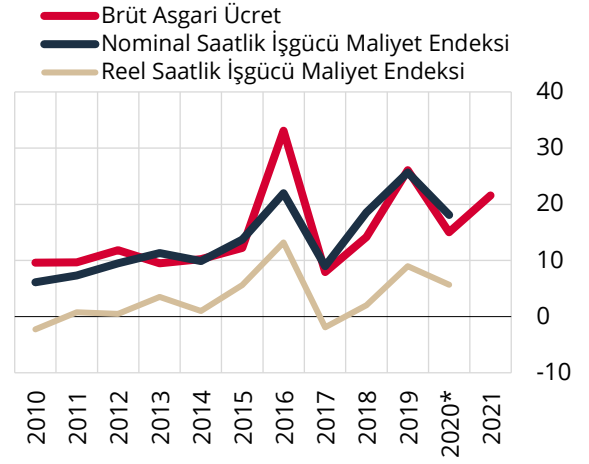
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 2.4.13: Sepet Kur* (Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı.

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

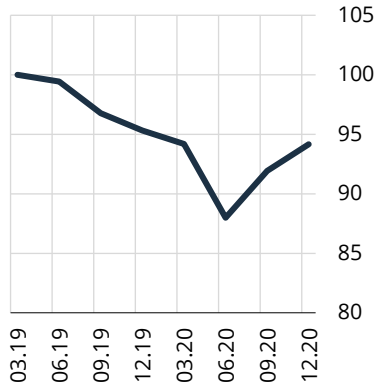
Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

* İşgücü maliyet endeksleri üçüncü çeyrek itibarıyla.

** Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

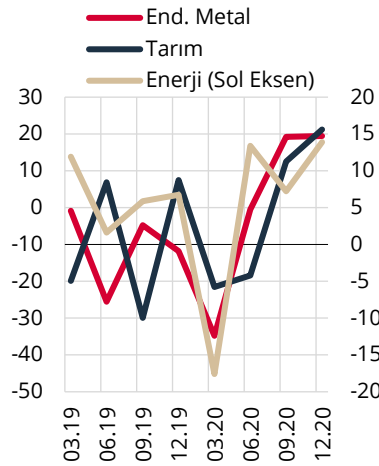
Reel işgücü maliyetleri ekonomideki hızlı toparlanmayla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde gerilemiştir.

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

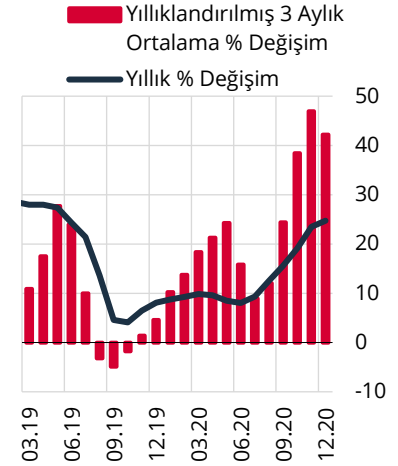
Grafik 2.4.15: İthalat Birim Değer Endeksi* (2019Ç1=100)

Kaynak: TÜİK.

* Son çeyrek verisi Ekim ve Kasım ortalamasıdır.

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

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.17: Petrol-Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri, uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları enflasyon görünümünü olumsuz etkilemektedir. İthalat birim değer endeksi yılın ikinci yarısında artış eğilimine girmekle birlikte, salgın öncesi seviyesine yakın değer almıştır (Grafik 2.4.15). Ham petrol fiyatlarının, alınan arz yönlü tedbirler ve artan küresel taleple yükseliş eğilimine girmesine rağmen salgın öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmesi, bu gelişmede önemli bir etkidir. Diğer yandan, uluslararası gıda ve endüstriyel metal fiyatları yılın ikinci yarısında belirgin artışlar sergilemiştir (Grafik 2.4.16). Yıl sonu itibarıyla, endüstriyel metal emtia endeksi Nisan ayındaki dip

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

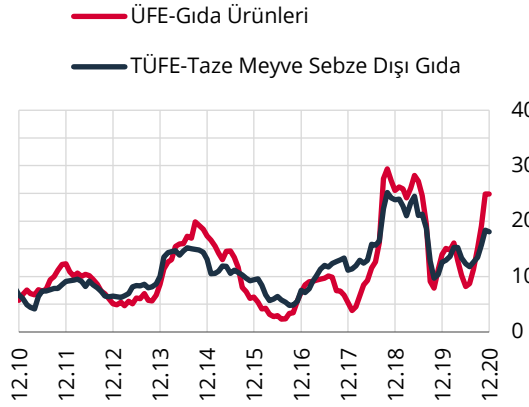
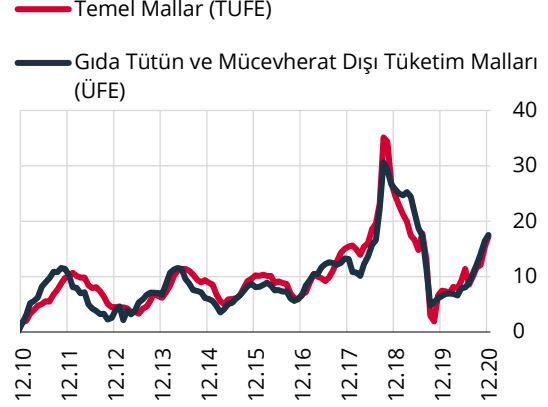
Yönetilen fiyat ayarlamaları enflasyon görünümü üzerindeki önemini korumaktadır. Ekim ayında elektrik tarifeleri tüm tüketici grupları için yüzde 5,8 oranında artırılmış ve yılın son çeyreğinde diğer yönetilen fiyatlar ılımlı bir seyir izlemiştir. Diğer yandan, salgın nedeniyle artan maliyet baskısını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

Mercek Altı 2.7

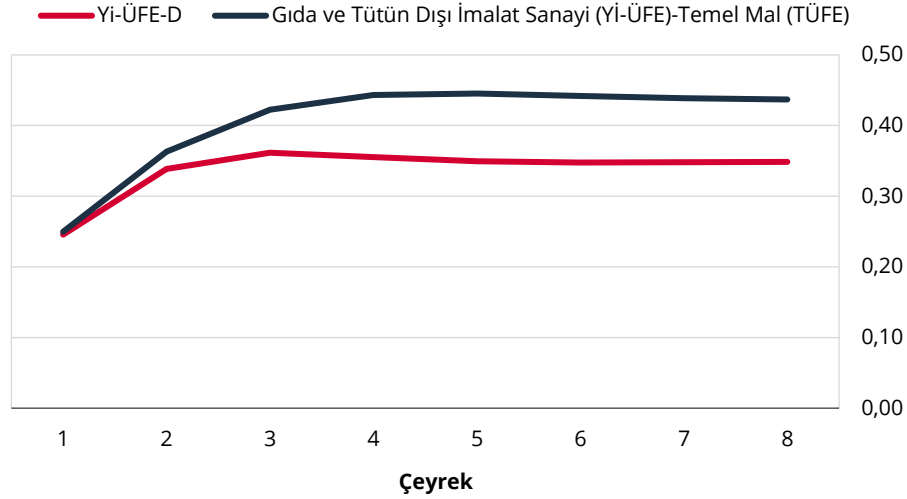
Üretici ve Tüketici Enflasyonu Neden Farklılaşıyor?

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

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

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

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

Grafik 3: Çeyreklik Bazda Birikimli Geçişkenlik (% Puan)

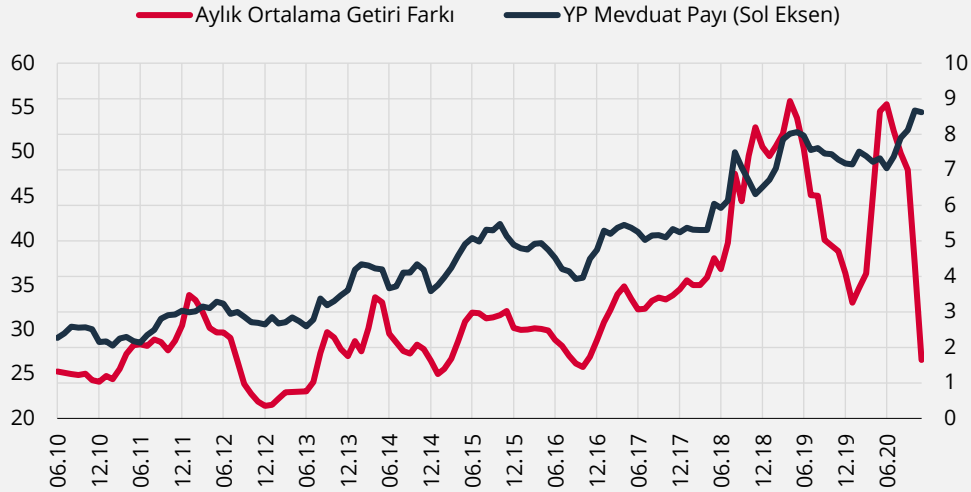
Kutu 2.1

Mevduat Dolarizasyonunu Etkileyen Unsurlar

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

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

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



Kaynak: BDDK, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

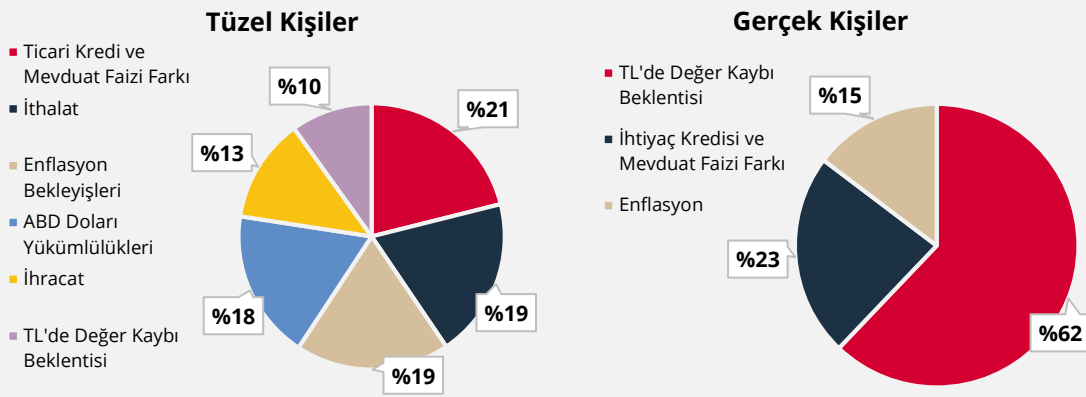
Grafik 1, iki farklı yatırım tercihinin aylık ortalama TL getiri farkı ile dolarizasyon eğiliminin yakın bir ilişki sergilediğini göstermektedir. Getiri farkının YP mevduat sahibi lehine önemli derece arttığı 2018 sonrası dönemde dolarizasyon eğiliminin de hız kazandığı görülmektedir. Bu nedenle TL mevduat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

VAR Modeli

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

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

Grafik 2: Toplam YP Mevduattaki Varyasyonun Bileşenleri (%)

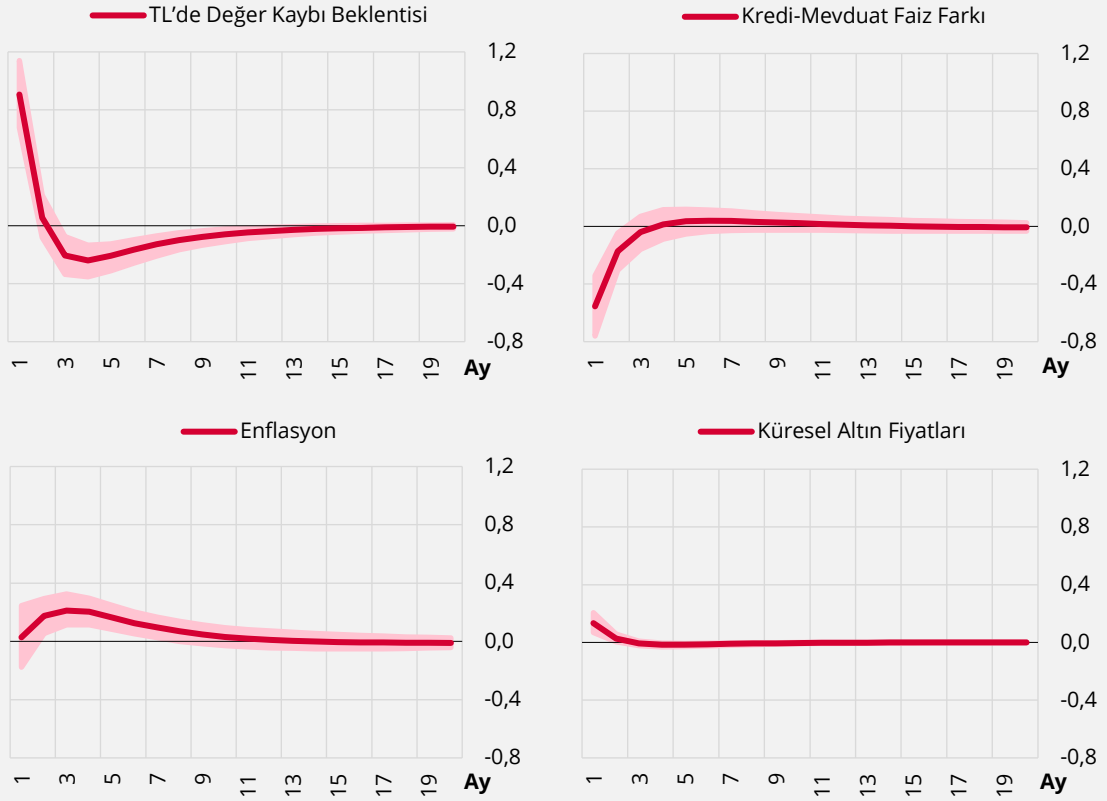


Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

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

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



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

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

Kaynakça

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

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

Kutu 2.2

Covid-19 Salgınlarının Firma Likiditesine Etkileri

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

Yöntem

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

Bulgular

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

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

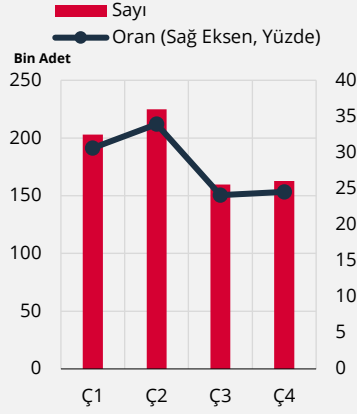
² Schivardi, F. ve Romano, G. (2020). A simple method to compute liquidity shortfalls during the COVID-19 crisis with an application to Italy. <https://www.oecd.org/global-forum-productivity/webinars/SchivardiLiquidityOECD.pdf>. Demmou, L., Franco, G., Calligaris, S. ve Dlugosch, D. (2020). Corporate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

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

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

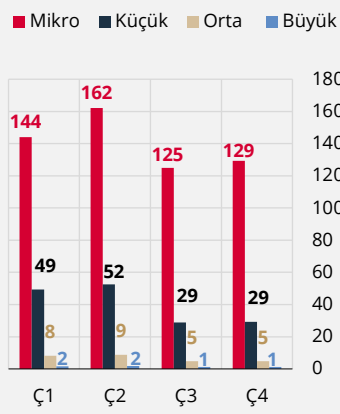
Tahminlere göre, 2020 yılında likiditesi yetersiz olan firma sayısı ikinci çeyrekte arttıktan sonra üçüncü çeyrekte gerilemiş, Ekim-Kasım döneminde ise sınırlı oranda artmıştır (Grafik 1). Salgının olumsuz etkilerinin firma ölçeğine göre de farklılaştığı ve firma ölçeği küçüldükçe likiditesi yetersiz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

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



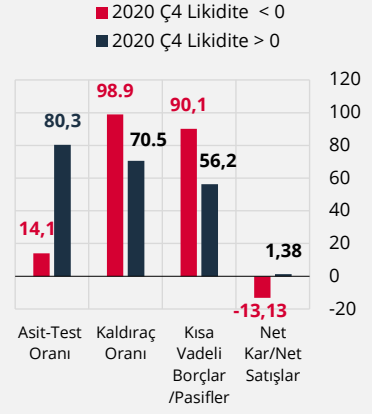
Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

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



Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

Grafik 3: Seçilmiş Rasyoların Medyan Değeri (%)

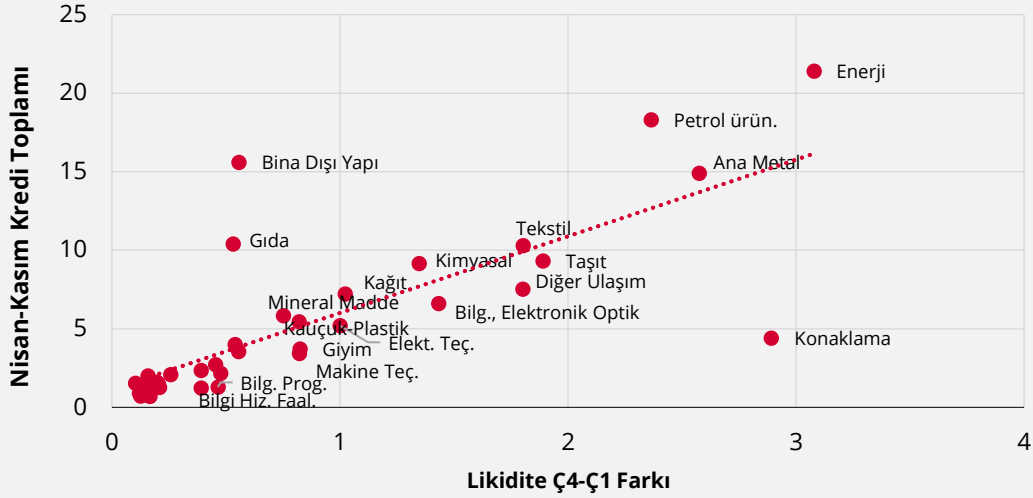


Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

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

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

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

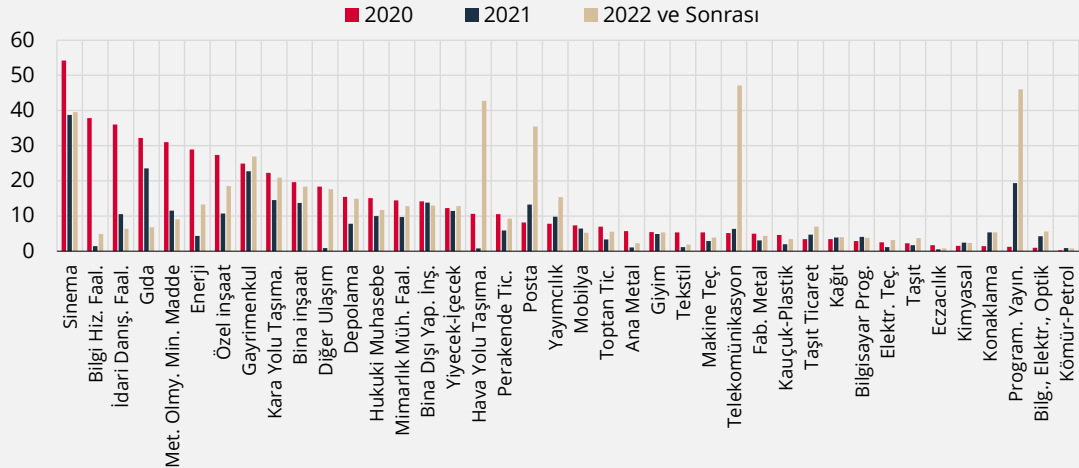


Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

* Kredi miktarı firmaların satışlarının sektör toplamına oranı ile ağırlıklandırılmıştır.

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

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



Kaynak: GİB, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

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

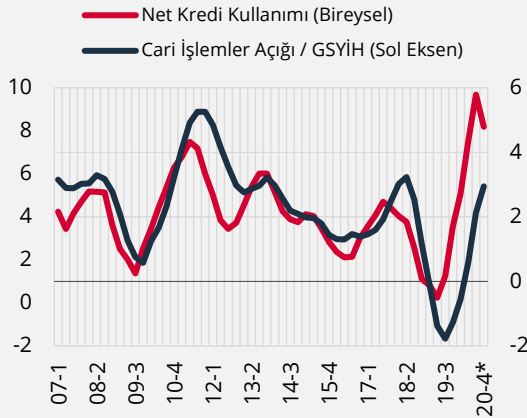
Kutu 2.3

Cari İşlemler Açığında Kredilerin Rolü

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

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

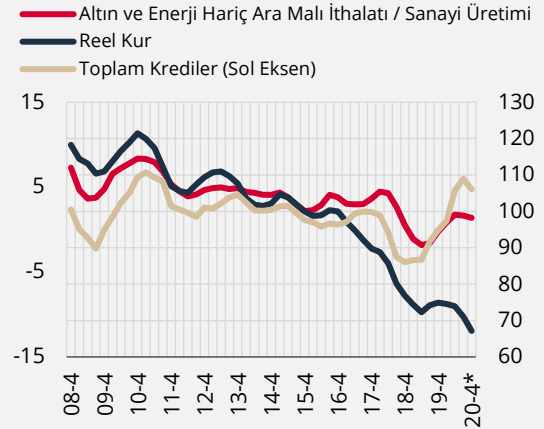
Grafik 1: Net Kredi Kullanımı¹ (Bireysel), Cari İşlemler Açığı/GSYİH (12 Aylık Birikimli, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK, BDDK.

* Cari İşlemler Açığı/GSYİH verisi tahmindir.

Grafik 2: Ara Girdi Kullanımı, Reel Kur ve Toplam Krediler²



Kaynak: TCMB, TÜİK, BDDK.

* İthalat ve sanayi üretimi Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

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

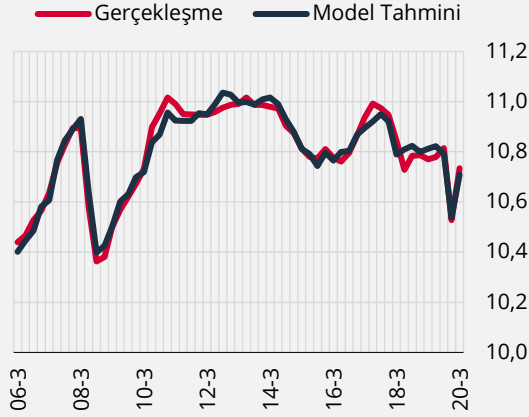
¹ $Net\ Kredi\ Kullanımı = 100 * \{ [Nominal\ Krediler_t - Nominal\ Krediler_{t-4}] / [\sum_{t=4}^{t-1} Nominal\ GSYİH] \}$

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

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

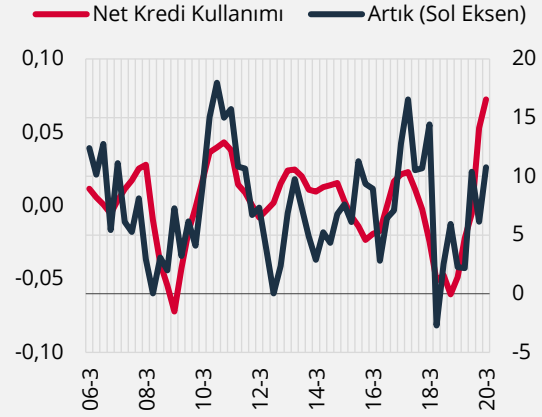
Finansman şoklarının yanı sıra gelir şokları da ithalat ve gelir arasındaki ilişkide ayrışmalara neden olabilmektedir. Tüketici kredileri, istihdam imkânlarının zayıfladığı ve hanehalkı gelirinin düştüğü zamanlarda harcamaları finanse etmek için kullanılabilir bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla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

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



Kaynak: BDDK, TCMB, TÜİK.

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

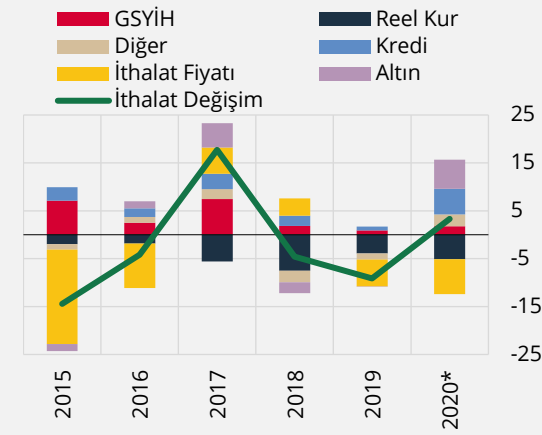


Kaynak: BDDK, TCMB, TÜİK.

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

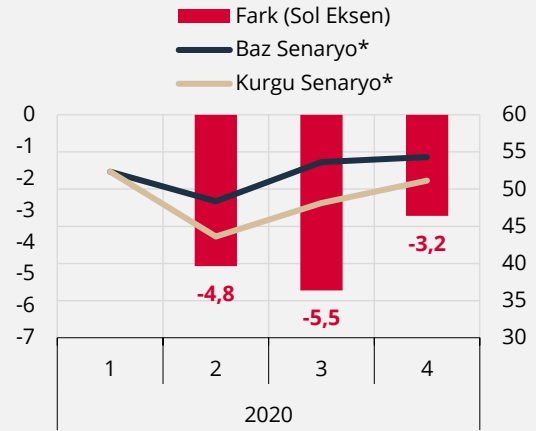
⁴ Yöntem altın hariç nominal ithalatın bağımlı; milli gelir, reel kur, ithalat fiyatları ve kur etkisinden arındırılmış reel kredilerin bağımsız değişkenler olarak yer aldığı hata düzeltme modeline dayanmaktadır. Herhangi bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisi ayrıştırılırken; diğer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

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

Grafik 5: İthalat Muhasebesi (Katlı Puan)

Kaynak: Yazarların Kendi Hesaplamaları.

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

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

Kaynak: Yazarların Kendi Hesaplamaları.

* Senaryo detaylarına 7 numaralı dipnotta yer verilmiştir.

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

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

Kaynakça

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

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

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

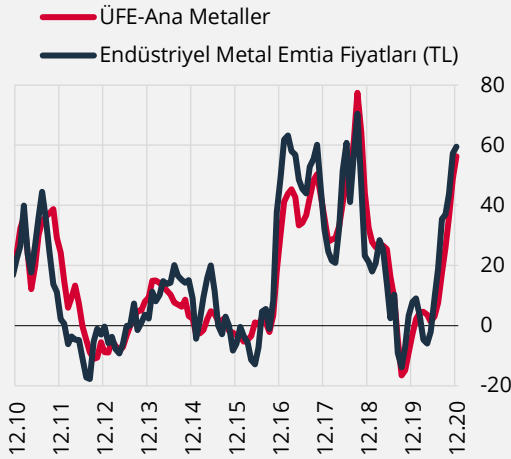
Kutu 2.4

Üretici Enflasyonunun Belirleyicileri ve Riskler

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

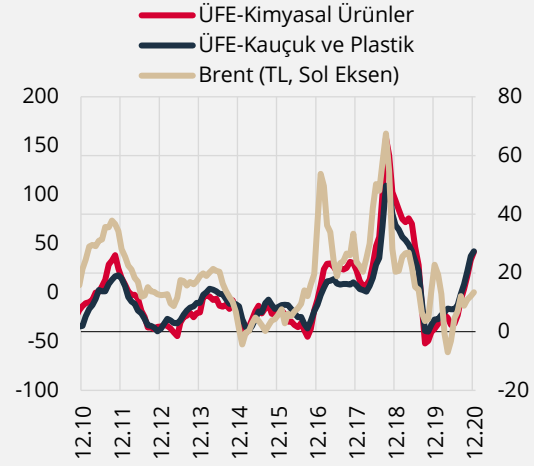
Türkiye ekonomisine özgü dinamikler dikkate alındığında, üretici fiyatlarındaki hareketlerin büyük bölümünün döviz kuru ve ithalat fiyatları gibi dışsal maliyet unsurlarını yansıttığı söylenebilir. Üretici fiyatları yapısı gereği tüketici fiyatlarına kıyasla döviz kuru ve ithalat fiyatları şoklarına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

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



Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

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

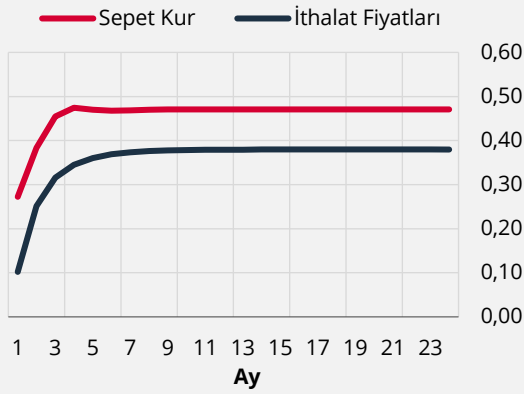


Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

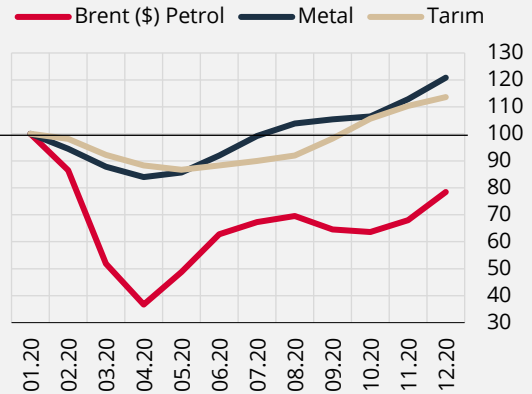
Yapılan çalışmalar, ithal girdi kullanımı arttıkça yurt içi üretici fiyatlarının dış şoklardan etkilenme derecesinin arttığını gösterirken, ithalat fiyatları ve döviz kurundan üretici fiyatlarına geçişkenlik büyüklük ve hız bakımından birbirinden farklılaşmaktadır.¹ Sepet kurda yüzde 1 oranındaki artışın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

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

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

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

Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: Bloomberg, Goldman Sachs.

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

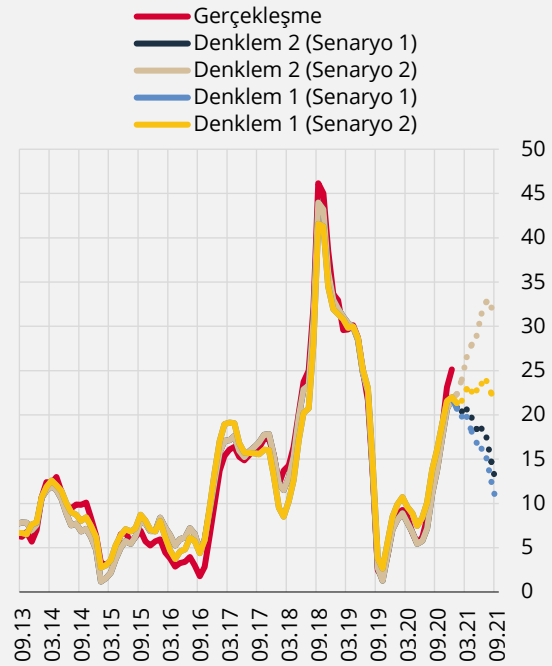
Tablo 1: Denklem Sonuçları ³

Örnekleme: 2012M1 - 2020M12	Denklem 1	Denklem 2
Sabit Terim	0,19***	0,12**
Yİ-ÜFE (t-1)	0,36***	0,25***
Dolar (t)	0,29***	0,25***
Brent Petrol (t)	0,01***	0,02***
Endüstriyel Metal (t)	0,03***	0,04***
FAO Gıda Fiyat Endeksi (t)	0,09***	0,06***
FAO Gıda Fiyat Endeksi (t-1)	0,07**	0,06***
Kağıt	-	0,15***
Asgari Ücret	-	0,05***
Çıktı Açığı	-	0,03***
Kukla 09-2018	5,10***	4,54***
Kukla 11-2012	-	1,89***
Uyarlanmış R²	0,88	0,91

Kaynak: TCMB, TÜİK.

** Yüzde 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı.

*** Yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı.

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

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

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

Kaynakça

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

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

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

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

Kutu 2.5

2020 Yılında Enflasyonun Temel Makro Belirleyicileri

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

Tablo 1: Tüketici Enflasyonuna Katkılar⁽¹⁾ (% Puan)

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

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

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

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

Döviz kuru geçişkenliğine dair ikinci önemli nokta, talep etkileşimiyle ortaya çıkan etkilerdir. 2020 yılında yıllık ortalama olarak bakıldığında sepet kur yüzde 25 oranında değer kaybetmiş, bu gelişmenin başta dayanıklı mallar olmak üzere birçok grupta yansımaları görülmüştür. Zamana göre değişen parametre tahminleri, döviz kuru geçişkenliğinin yüzde 20 civarında seyrettiğine işaret etmektedir² (Grafik 1). Bununla birlikte döviz kuru geçişkenliği sektörel ayrışmalara uygun bir şekilde farklılık göstermiştir. 2020 yılı içerisinde kur geçişkenliği, güçlü kredi ivmesinin etkisiyle başta dayanıklı mallar olmak üzere sektörel talebin güçlü olduğu kalemlerde yüksek seyretmiştir. Diğer taraftan, TL'deki değer kaybının yansımaları giyim ve bazı hizmet kalemlerinde zayıf talebe bağlı olarak daha sınırlı olmuştur.

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

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

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

Grafik 1: Uzun Dönem Döviz Kuru Geçişkenliği (%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: Sabit Terim (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: TCMB.

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

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

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

³ Kutu 3.1, Enflasyon Raporu 2020-III.

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

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

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

Kaynakça

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

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

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

Kutu 2.6

Türkiye’de Ücret Dağılımı ve Ücretlerin Enflasyona Etkisi

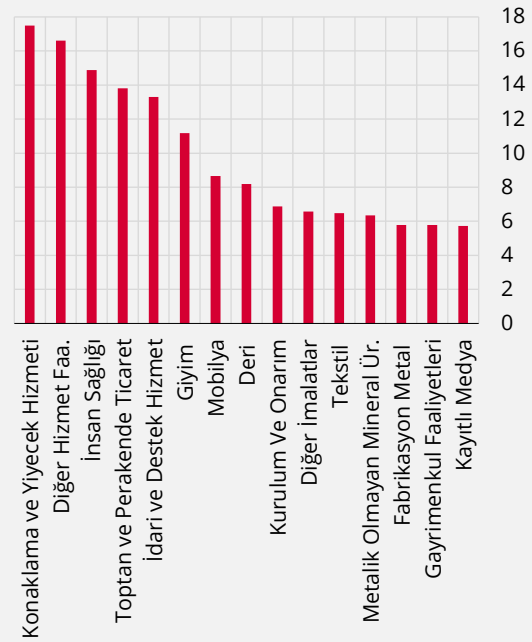
Türkiye’de ücret gelişmeleri açısından izlenen en önemli göstergelerden biri asgari ücrettir. Asgari ücret, talebin yanı sıra büyük ölçüde maliyet kanalıyla enflasyonu etkilemektedir. Ayrıca, özel sektör ücret artışları için de referans niteliğindedir. Bu kutuda asgari ücretlilerin sektörel dağılımına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

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

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

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

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



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

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

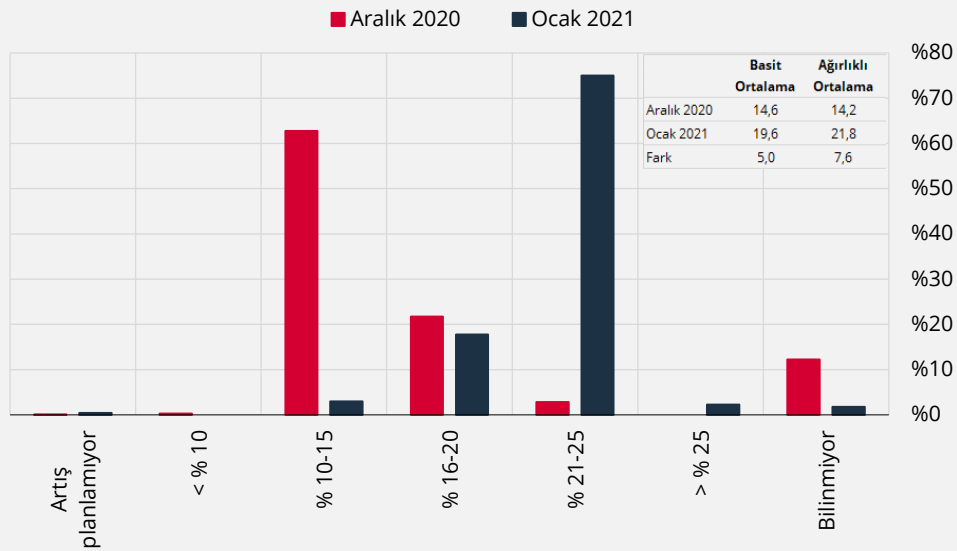
** Personel Maliyeti/ Üretim değeri veri bulunmaması nedeniyle hesaplanamamıştır.

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

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

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

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

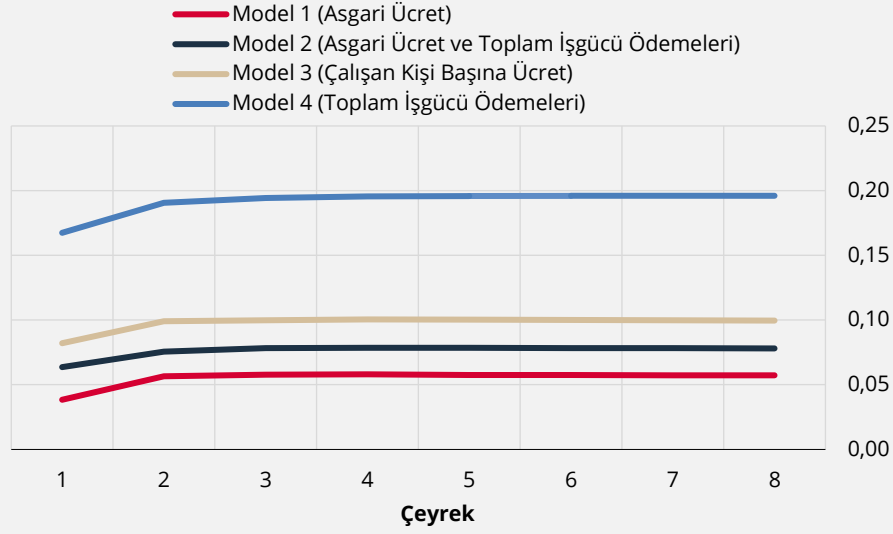


Kaynak: TCMB.

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

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

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



Kaynak: TCMB.

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

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

Kaynakça

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