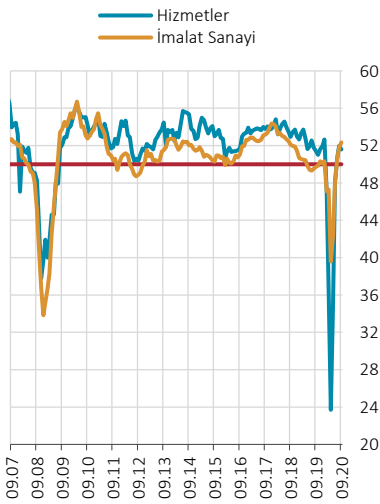


## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler

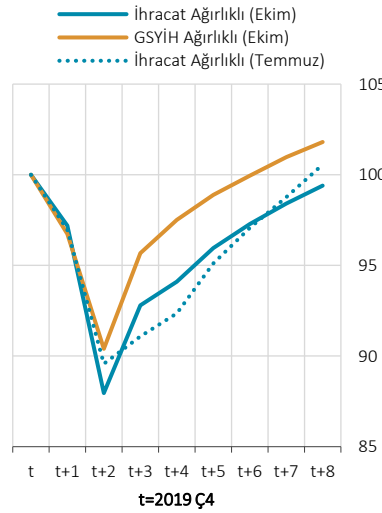
**Küresel üretim, normalleşme adımları sonrasında kısmi bir toparlanma kaydetmekle birlikte, Ağustos ayı itibarıyla salgın öncesi düzeyinin altındadır.** Büyümeye dair öncü göstere niteliğindeki PMI endeksleri toparlanmayı sürdürürken, 2020 yılına ilişkin büyüme öngörülerini de geçtiğimiz rapor görünümüne göre bir miktar iyileştirmiştir (Grafik 2.1.1). Türkiye'nin dış talebi için göstere niteliği taşıyan ihracat ağırlıklı büyüme endeksi, Avrupa ülkelerindeki görece zayıf seyre bağlı olarak, küresel büyümeyi yansıtan GSYİH ağırlıklı endekse göre daha olumsuz bir görünüm sunmaktadır (Grafik 2.1.2). İhracat ağırlıklı endekste ikinci çeyrekteki daralma daha derin olurken, sonrasındaki toparlanmanın da görece yavaş olması beklenmektedir. Bu gelişmede, Çin ve ABD gibi büyüme tahminleri son dönemde iyileşen bazı ülkelerin Türkiye'nin ihracatındaki paylarının küresel üretimdeki paylarından daha düşük olması belirleyici olmuştur. Buna karşın, 2020 yılı dış talep görünümü, Temmuz raporuna göre sınırlı bir iyileşme göstermiştir. Bu iyileşme genel olarak Euro bölgesi dışında kalan ticaret ortaklarından ve özellikle Orta Doğu ve Afrika grubundaki büyüme görünümünün iyileşmesinden kaynaklanmaktadır (Grafik 2.1.3).

**Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

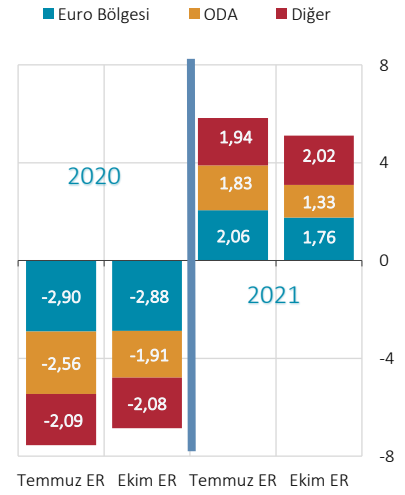
**Grafik 2.1.2: Küresel GSYİH\***  
(2019 Ç4=100)



Kaynak: TCMB.

\* Türkiye'nin ticaret ortağı olan 110 ülkenin büyüme verileri hem kendi ekonomik büyüklükleri hem de Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış, iki endeks karşılaştırılmıştır. 2020 ve 2021 yıllarına yönelik Consensus Economics ve IHS Markit tahminleri kullanılmıştır.

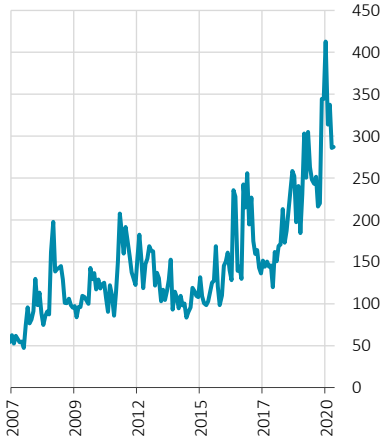
**Grafik 2.1.3: İhracat Ağırlıklı Küresel Büyümeye Katkıları (% Puan)**



Kaynak: TCMB.

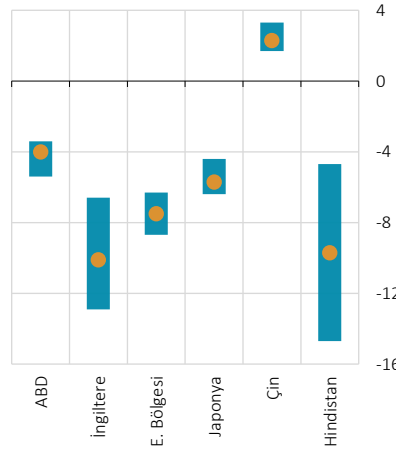
**Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmaya ilişkin belirsizlikler yüksek seyredirken, riskler ağırlıklı olarak aşağı yönlüdür.** Açıklanan sağlık istatistikleri salgının henüz tam olarak kontrol altına alınamadığına işaret etmektedir. Ancak, küresel ölçekte yılın ikinci çeyreğindeki kadar sıkı kısıtlamalara dönülme olasılığının düşük olduğu görülmektedir. Bu durum, tahminlerin iyileşmesine neden olmakla birlikte salgının seyrine, ekonomi politikalarına ve bu politikaların etkilerine yönelik belirsizlikler yüksek düzeyini korumaktadır (Grafik 2.1.4). Consensus Forecasts bültenine tahmin sağlayan katılımcıların büyük ekonomilere ilişkin tahminleri de belirsizliğin yüksekliğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5 ve 2.1.6). Veriler, tahmin aralığı genişliğinin ve tahminlerin ortalamadan sapmalarının geçmiş yıllara ve 2008 krizine kıyasla daha yüksek olduğunu gösterirken, katılımcıların büyüme tahminlerinin önemli oranda farklılaşabildiği dikkat çekmektedir.

Grafik 2.1.4: Küresel Ekonomi Politikaları Belirsizlik Endeksi



Kaynak: Davis, S., J., (2016). "An Index of Global Economic Policy Uncertainty", w22740, National Bureau of Economic Research. [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

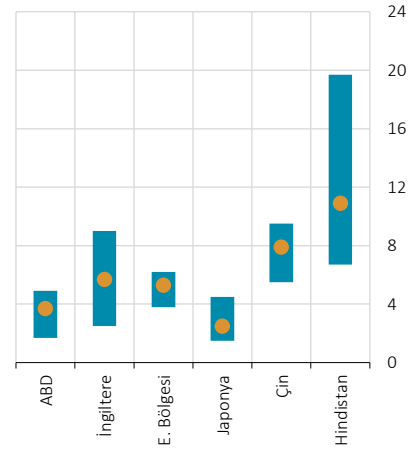
Grafik 2.1.5: 2020 Yılı Büyüme Tahminleri ve Tahmin Aralığı\* (%)



Kaynak: Consensus Economics.

\* Yuvarlaklar tahmin ortalamasını, boyalı alan en yüksek ve en düşük tahminler arasındaki farkı göstermektedir.

Grafik 2.1.6: 2021 Yılı Büyüme Tahminleri ve Tahmin Aralığı\* (%)

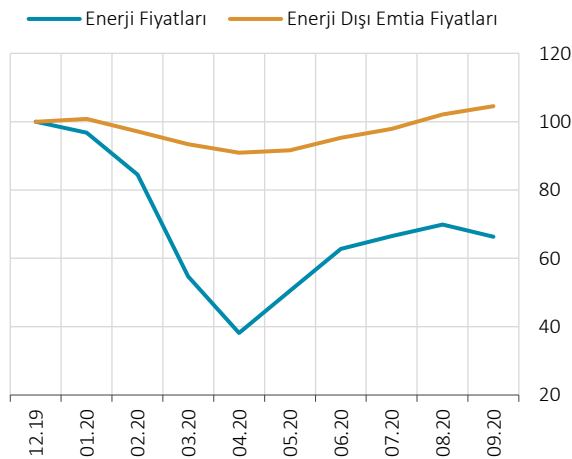


Kaynak: Consensus Economics.

\* Yuvarlaklar tahmin ortalamasını, boyalı alan en yüksek ve en düşük tahminler arasındaki farkı göstermektedir

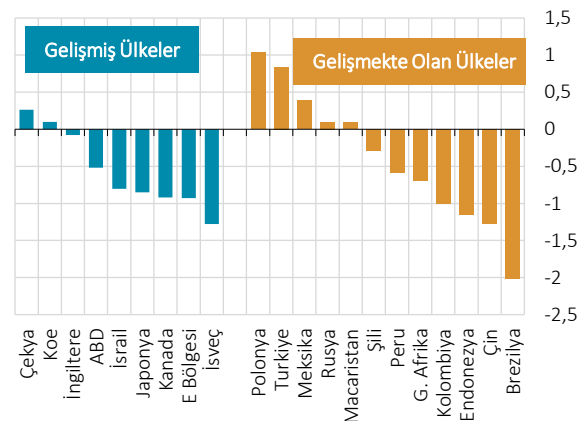
**Enerji fiyatları düşük seviyesini korurken, diğer emtia fiyatları salgın öncesi düzeylerini aşmıştır.** Enerji fiyatları, Nisan ayında dip yaptıktan sonra bir miktar artmış, ancak Eylül ayı itibarıyla salgın öncesi seviyelerinin yüzde 35 altında kalmıştır. Fiyatlar, bir önceki rapor döneminden bu yana yataya yakın seyretmiştir. Diğer taraftan, enerji dışı emtia fiyatları endeksi Eylül ayında salgın öncesi düzeyinin üzerine çıkmıştır (Grafik 2.1.7). Emtia fiyatlarının talep kaynaklı olarak düşmesi beklenen bir durum olmakla birlikte, enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki ayrışma, özellikle petrol fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü baskının daha kuvvetli olduğunu göstermektedir. Salgın nedeniyle özellikle seyahat harcamalarının diğer birçok sektöre göre daha fazla etkilenmiş olması, petrol talebini düşürerek enerji fiyatlarındaki görece zayıf seyrinde önemli rol oynamaktadır.

Grafik 2.1.7: Emtia Fiyatları (2019 Aralık =100)



Kaynak: Dünya Bankası.

Grafik 2.1.8: Yıllık Çekirdek Tüketici Enflasyonu (Aralık 2019 - Eylül 2020\* Değişim, % Puan)



Kaynak: Bloomberg.

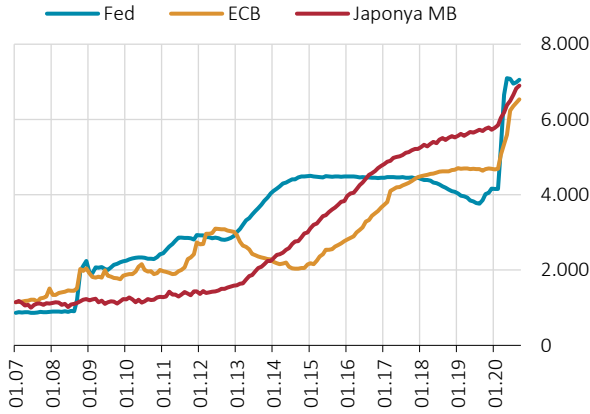
\* Yıllık enflasyon oranları arasındaki farkı göstermektedir. G.Afrika için Ağustos verisi kullanılmıştır.

**Enerji fiyatları ve talep koşullarındaki zayıf seyir nedeniyle, manşet ve çekirdek enflasyon oranları özellikle gelişmiş ülkelerde belirgin şekilde gerilemiştir.** Ekonomik daralmaya karşı uygulanan genişleyici politikaların küresel anlamda henüz enflasyonist bir baskı yaratmadığı, toplam talep yönlü sınırlayıcı etkilerin fiyatlar üzerinde etkili olmaya devam ettiği görülmektedir. Son dönemde iktisadi faaliyette görülen kısmi toparlanma enflasyon oranlarındaki düşüşün durmasına neden olmuştur. Ancak, gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyon salgın öncesi düzeyine göre belirgin şekilde düşük seyretmektedir (Grafik 2.1.8). Bazı gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek çekirdek enflasyon oranları gözlenmekle birlikte küresel enflasyon genel olarak zayıf seyrini korumaktadır.

**Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler zayıf büyüme görünümü ve düşük seyreden enflasyon doğrultusunda genişleyici parasal ve mali duruşlarını sürdürmektedir.** Merkez bankaları büyümeyi destekleyici politikalarını sürdürmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançolarındaki genişleme, salgına verilen politika tepkisinin hızı ve büyüklüğünü ortaya koymaktadır (Grafik 2.1.9). Merkez bankalarının sözlü yönlendirmeleri ve piyasa fiyatlamaları destekleyici politikaların orta vadede devam edeceği yönündedir. Gelişmekte olan ülke merkez bankalarında faiz indirimleri duraklamış, genel olarak daha yansız (nötr) bir politika duruşuna geçilmiştir. Ancak, küresel anlamda ekonomi politikaları büyümeyi desteklemeye devam etmektedir.

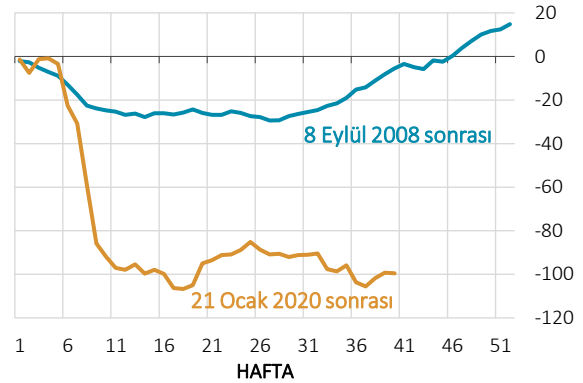
Amerikan Merkez Bankası (Fed) bir süredir devam eden para politikası stratejisini gözden geçirme çalışmasını tamamlamış ve para politikası çerçevesini yenilemiştir. Yeni çerçeve, enflasyon ve istihdam hedefleri ile çelişmeden, Fed'in destekleyici politikalarını daha uzun süre devam ettirebilmesine olanak tanırken, hedeften düşük seyreden enflasyon ile mücadelede daha etkin olabilmeyi amaçlamaktadır (Kutu 2.1).

**Grafik 2.1.9: Merkez Bankaları Bilanço Büyüklüğü (Milyar USD, Milyar EUR ve 100 Milyar JPY)**



Kaynak: St. Louis Fed.

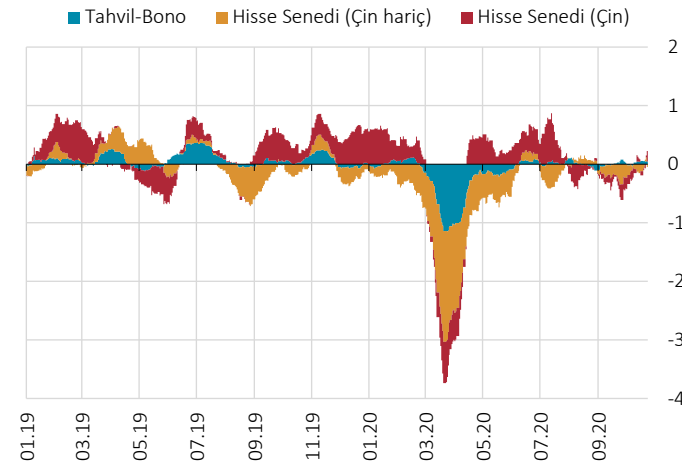
**Grafik 2.1.10: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (Birikimli, Günlük, Milyar ABD Doları)**



Kaynak: IIF.

**Ancak, bu durum küresel risk iştahına ve gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarına henüz olumlu yansımamıştır.** Küresel likiditedeki artışa ve gelişmiş ülke finansal varlıklarının getirilerindeki düşüşe karşın, salgın kaynaklı yüksek belirsizlik ortamı fonların GOÜ'lere yönelmesini engellemektedir. Küresel finans krizi sonrası dönemle karşılaştırıldığında, ülkelerin ilk politika tepkileri daha güçlü olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelere çok daha yüksek oranda portföy çıkışı olmuştur. Ayrıca, 2008 krizi sonrası portföy hareketlerinin 28 hafta sonunda giriş yönüne döndüğü görülürken, içinde bulunduğumuz süreçte bu süre aşılmasına karşın belirgin ve sürekli portföy girişi gözlenmemiştir (Grafik 2.1.10). Bu çerçevede, yılın üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları ağırlıklı olarak çıkış yönlü olmuştur. Anılan çeyrekte borçlanma senedi piyasalarına düşük miktarda girişler gözlenirken, hisse senedi piyasalarına girişler ise ağırlıklı olarak Temmuz ayında ve salgının izlediği süreç açısından farklılaşan Çin kaynaklı gerçekleşmiş, sonrasında ise yerini çıkışlara bırakmıştır (Grafik 2.1.11).

**Grafik 2.1.11: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları**  
(Milyar USD, 4 Haftalık Hareketli Ortalama)



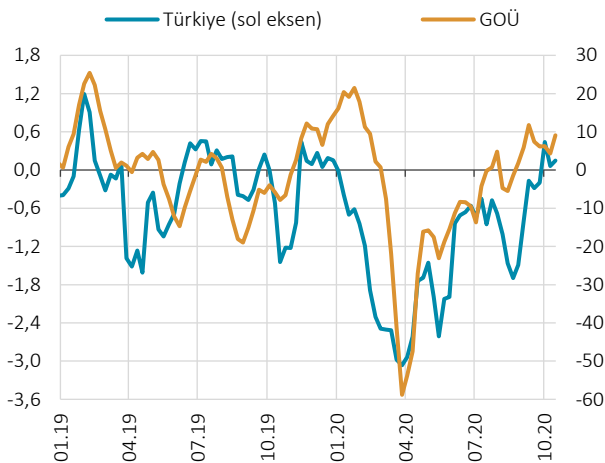
Kaynak: IIF.

## 2.2 Finansal Koşullar

**Küresel risk iştahı üçüncü çeyrekte artmasına rağmen Türkiye’den portföy çıkışları devam etmiştir.**

Ülkelerin attığı normalleşme adımlarının yanı sıra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genişleyici parasal ve mali duruşlarını sürdüreceğine yönelik beklentiler nedeniyle üçüncü çeyrekte küresel risk iştahı artmıştır. Buna karşın, Türkiye’den portföy çıkışları ülkeye özgü unsurların etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür, bu yönüyle diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılmıştır (Grafik 2.2.1). Küresel finans kriziyle kıyaslandığında salgın sürecinde daha olumsuz görünüm sergileyen portföy çıkışları Ağustos ayında hız kazanmıştır (Grafik 2.2.2). Yılbaşından itibaren portföy çıkışları tahvil piyasalarından 7,6 milyar ABD doları, hisse senedi piyasalarından 5,7 milyar ABD doları olmak üzere toplam 13,3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik 2.2.2).

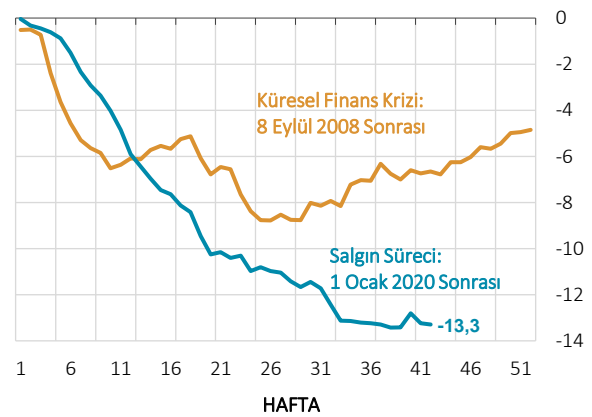
**Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte olan Ülkelerde Portföy Hareketleri\*** (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



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’de Portföy Hareketleri\*** (Birikimli, Haftalık, Milyar ABD Doları)

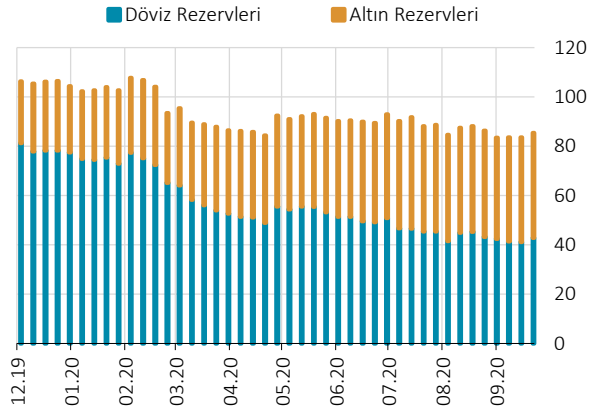


Kaynak: TCMB.

\*Hisse senedi ve borçlanma senetlerine yönelik portföy hareketlerini kapsamaktadır.

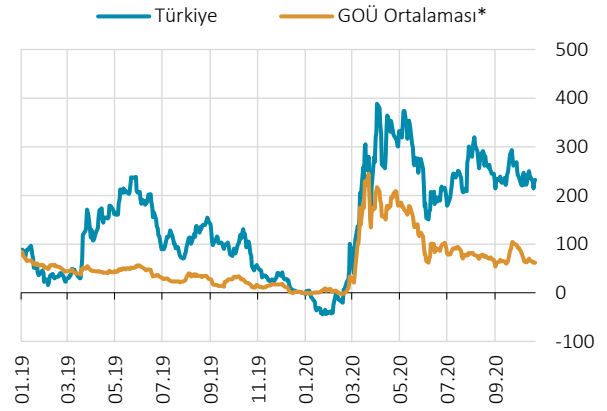
**Türkiye'nin risk primi küresel belirsizliklerin yanı sıra ülkeye özgü faktörlerin de etkisiyle dalgalı ve yüksek seyretmiştir.** Salgın döneminde cari işlemler açığındaki artışın yanı sıra portföy çıkışları ve vadesi gelen dış borç ödemeleri, dış finansman ihtiyacını arttıran ve TCMB uluslararası rezervlerinin gerilemesine yol açan başlıca etmenler olmuştur. Bu dönemde ülke risk primi ile döviz rezervlerinin etkileşimi güçlenmiştir. Yılbaşından itibaren brüt uluslararası rezervlerdeki düşüş 22,7 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik 2.2.3). Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yılın üçüncü çeyreğinde dalgalı seyrederek, salgın öncesi buldukları seviyelerinin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Türkiye'nin risk primi ise küresel etkilere ek olarak, başta uluslararası rezervlerdeki düşüş ve enflasyondaki yükseliş olmak üzere, ülkeye özgü faktörlerin de etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiş ve yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.2.4).

**Grafik 2.2.3: TCMB Uluslararası Rezerv Gelişimi (Milyar ABD Doları)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.4: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke Risk Primlerindeki Değişim (5 Yıl Vadeli CDS, Baz Puan, 31 Aralık 2019 = 0)**



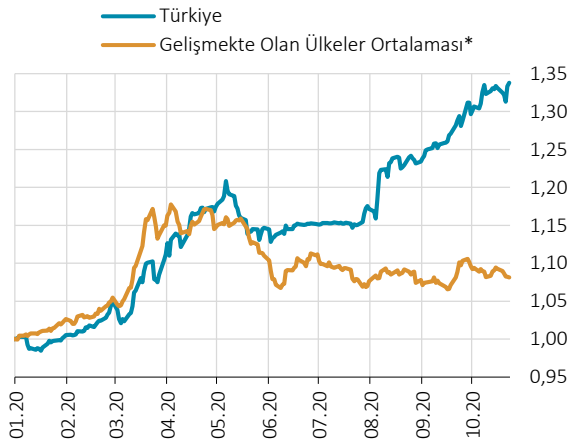
Kaynak: Bloomberg.

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

**Türk lirası üçüncü çeyrekte nominal ve reel olarak değer kaybederken, döviz kuru oynaklığı artmıştır.**

Gelişmekte olan ülke para birimleri son üç aylık dönemde ABD dolarına karşı yataya yakın seyrederken Türk lirası belirgin oranda değer kaybetmiştir (Grafik 2.2.5). Opsiyonların ima ettiği 1 ay vadeli Türk lirası oynaklığı Ağustos ayının başlarında belirgin yükselmiş, sonrasında dalgalı seyrederek diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumsuz ayrılmıştır (Grafik 2.2.6).

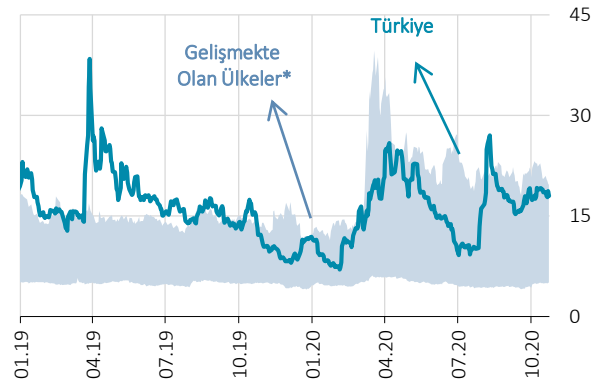
**Grafik 2.2.5: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (31.12.2019=1)**



Kaynak: Bloomberg.

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

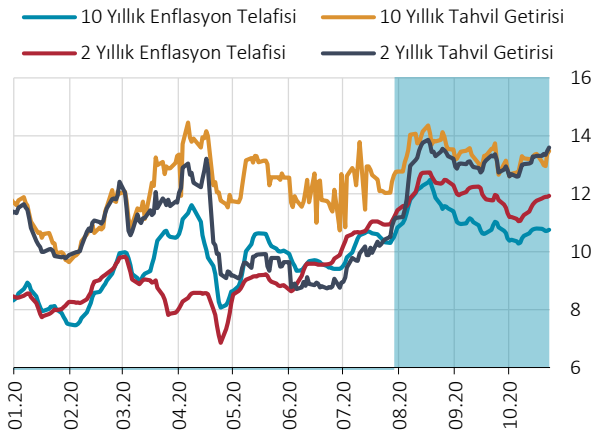
**Grafik 2.2.6: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)**



Kaynak: Bloomberg.

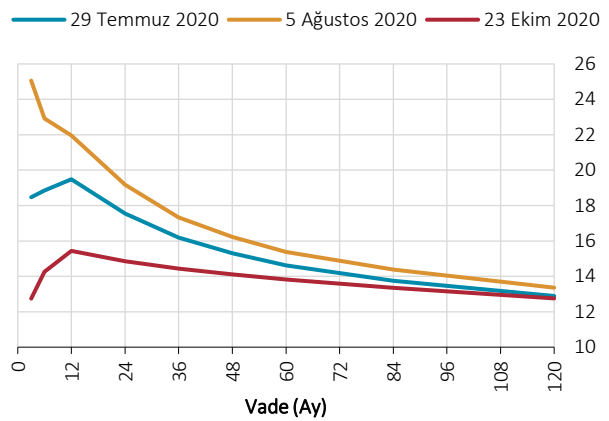
**Ağustos ve Eylül aylarında politika normalleşmesine yönelik olarak TCMB ve BDDK tarafından atılan adımlarla gerileyen uzun vadeli faizler Ekim ayında yükselmiştir.** TCMB tarafından Ağustos ve Eylül aylarında atılan sıkılaştırma adımlarıyla para piyasasındaki faizler yükselirken, orta ve uzun vadeli enflasyon telafileri düşmüş, böylece tahvil faizleri gerilemiştir. Ekim ayında ise uzun vadeli faizler büyük ölçüde jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yükselmiştir (Tablo 1.1 ve Grafik 2.2.7). BDDK tarafından 6 Ağustos ve 25 Eylül 2020 tarihlerinde yurt dışı yerleşiklerle bankaların yaptıkları türev işlemlerde yasal öz kaynak sınırlamasının gevşetilmesi kur takası faizlerinin 1 aydan uzun vadelerde gerilemesini sağlamıştır (Tablo 1.1 ve Grafik 2.2.8).

**Grafik 2.2.7: Uzun Vadeli Tahvil Faizleri ve Enflasyon Telafileri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

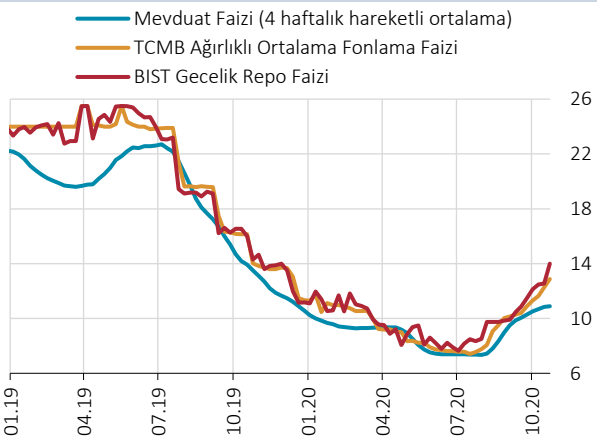
**Grafik 2.2.8: Kur Takası Getiri Eğrisi (%)**



Kaynak: Bloomberg.

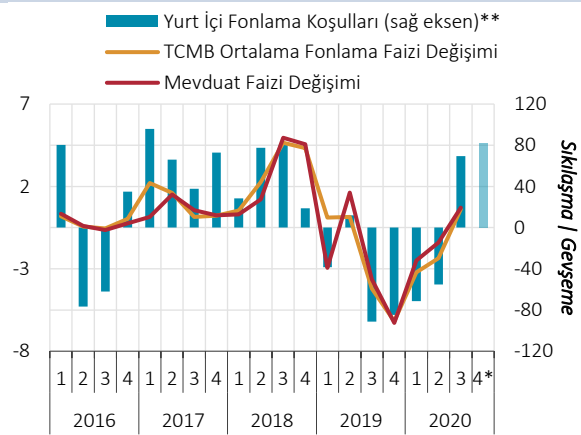
**Son bir yıl boyunca düşüş kaydeden bankaların Türk lirası fonlama maliyetleri üçüncü çeyrekte yükselmiştir.** TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi Ağustos ayı başından itibaren 500 baz puanının üzerinde artış kaydederek yüzde 13, BIST gecelik repo faizi ağırlıklı ortalaması ise yüzde 14 civarına yükselmiştir. Bu dönemde mevduat faizlerinde de artış kaydedilmiştir (Grafik 2.2.9). Böylelikle, kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık düzenlemeleri ve 2020 yılının ikinci çeyreğinde salgın hastalıkla mücadele kapsamında alınan likidite önlemlerinin fonlama koşullarını ilave destekleyici etkisi sınırlanmıştır. Banka Kredileri Eğilim Anketi (BKEA) da bankaların yurt içi fonlama koşullarında sıkılaşmaya işaret etmektedir (Grafik 2.2.10). Ankete göre yılın son çeyreğinde kredi standartlarında fonlama kaynaklı sıkılaşmanın devam etmesi beklenmektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

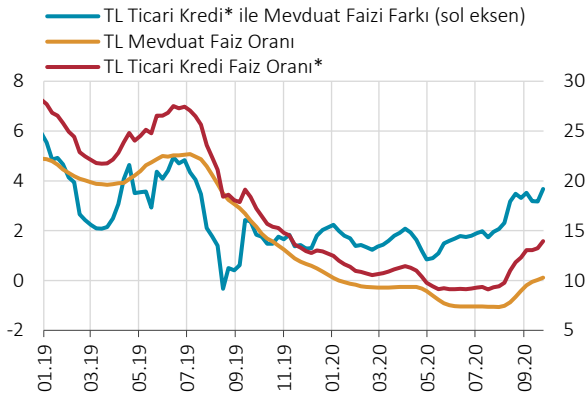
\* BKEA'da bankaların beklentilerini göstermektedir. Not: Mavi çubuklar BKEA'da yurt içi fonlama koşullarının kredi standartlarına katkısını göstermektedir.

\*\* BKEA sonuçları ters işaretli olarak kullanılmıştır.

**Parasal sıkılaştırma ile artan kredi faizleri yeni kredi talebini sınırlarken, kredi koşulları da sıkılaştırmıştır.**

TCMB'nin sıkılaştırma adımlarıyla ağırlıklı ortalama fonlama faizindeki yükseliş ve kamu bankalarının destekleyici duruşundaki dengelenme kredi faizlerine hızlı ve güçlü bir şekilde yansımıştır. Ancak, salgın hastalıkla mücadele kapsamında alınan likidite önlemlerinin mevduatı ikame edici rolü nedeniyle sıkılaştırmanın mevduat faizlerine yansımaları kademeli gerçekleşmektedir (Grafik 2.2.11). Bu gelişmeler sonucunda, yılın ikinci çeyreğinde düşen kredi faizleri artış kaydetmiş, kredi/mevduat faiz farkı yükselmiş ve kredi koşulları sıkılaştırmıştır. TCMB ağırlıklı ortalama faizindeki artış, ticari kredilere tüketici kredilerine kıyasla daha az yansırken, kamu bankalarının öncülüğünde gerileyen tüketici kredi faizleri üçüncü çeyrek sonu itibarıyla ihtiyaç, konut ve taşıt alt kalemlerinin tümünde belirgin şekilde artmıştır (Grafik 2.2.12).

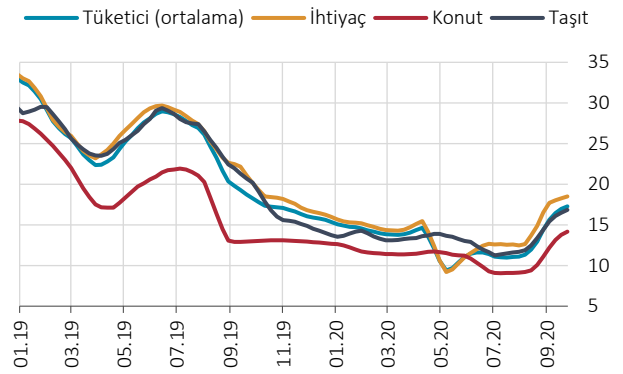
**Grafik 2.2.11: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



Kaynak: TCMB.

\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

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

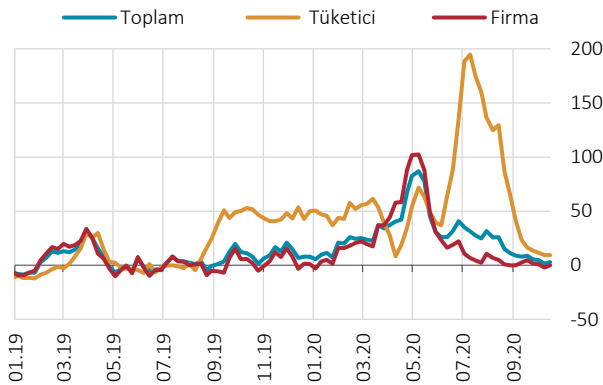


Kaynak: TCMB.

**Salgın dönemindeki destekleyici önlemlerin etkisiyle güçlü bir ivme sergileyen kredi büyümesi, normalleşme adımlarıyla birlikte üçüncü çeyrek sonunda önemli ölçüde yavaşlamıştır.**

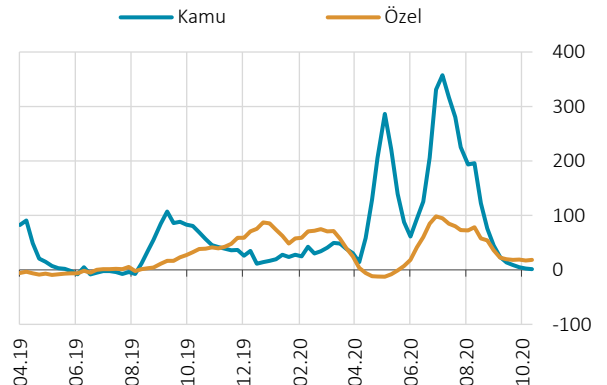
Salgının hanehalkı ve firmalar üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla sağlanan destek paketlerinin etkisiyle krediler ikinci çeyrekte yüksek oranda artış kaydetmiştir (Grafik 2.2.13). Firma kredi büyümesi iktisadi faaliyetteki toparlanmanın başlaması ve nakit akışı sorunlarının hafiflemesiyle birlikte hız keserken, tüketici kredisi kullanımı Haziran ayında kamu bankaları tarafından uygulamaya konulan düşük faizli konut ve taşıt kredisi imkânları ile birlikte ivme kazanmıştır (Grafik 2.2.14). Ağustos ayında kredi faizlerindeki artışla birlikte, firma kredilerini takiben bireysel kredilerin de normalleşme sürecine girdiği görülmektedir. Gelineen noktada, ticari ve bireysel kredilerdeki yavaşlamanın belirginleştiği görülmektedir (Grafik 2.2.13). BKEA sonuçlarına göre bankalar son çeyrekte, firma kredisi talebindeki artışın devam etmesini, konut ve ihtiyaç kredisi talebinin ise gerilemesini beklemektedir (Grafik 2.2.15).

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



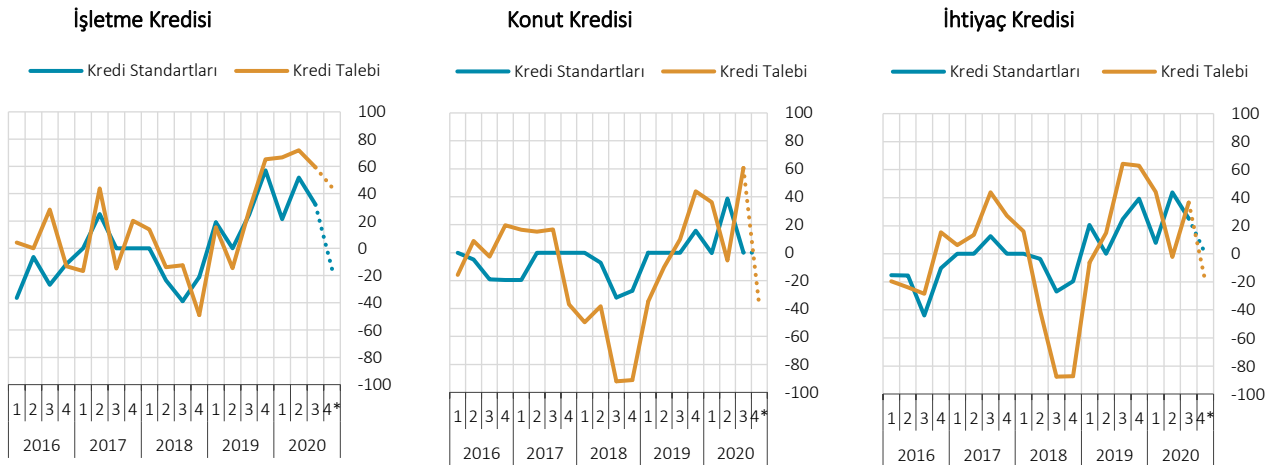
Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.14: Kamu Bankası ve Özel Banka Ayrımında Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları (4 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)**



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.15: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



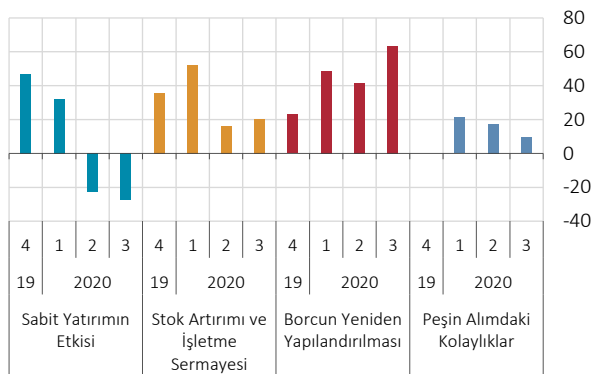
Kaynak: TCMB.

\* Bankaların beklentilerini göstermektedir.

Not: Kredi Standartları (Talebi) Endeksinin 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 0'ın üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi (kredi talebindeki artışı) ifade etmektedir.

**Anket sonuçları ikinci ve üçüncü çeyrekte kullanılan kredilerin yatırımdan ziyade borcun yeniden yapılandırılması ile stok artırımını ve işletme sermayesiyle ilişkili olduğuna işaret etmektedir.** İşletmelerin kredi talebini etkileyen faktörler incelendiğinde, finansman ihtiyacı altında sabit yatırımların kredi talebine negatif yönlü katkı verdiği, borcun yeniden yapılandırılmasının ise kredi talebine pozitif katkı veren neden olarak öne çıktığı görülmektedir (Grafik 2.2.16). Yüksek belirsizlik ortamının etkisiyle ikinci çeyrekte zayıf seyreden yatırım kaynaklı kredi talebi üçüncü çeyrekte de bu görünümünü korumuştur. Bu dönemde yatırımları destekleyen orta ve uzun vadeli krediler düşük oranda artarken, yabancı para cinsinden krediler gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.2.17).

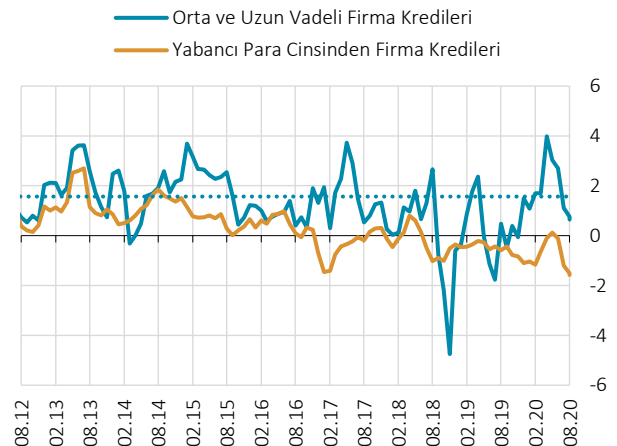
Grafik 2.2.16: İşletmelerin Kredi Talebini En fazla Etkileyen Alt Faktörler



Kaynak: TCMB.

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

Grafik 2.2.17: Seçilmiş Firma Kredisi Büyüme Hızları (Aylık, Kur Etkisinden Arındırılmış, %, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: BDDK, TCMB.

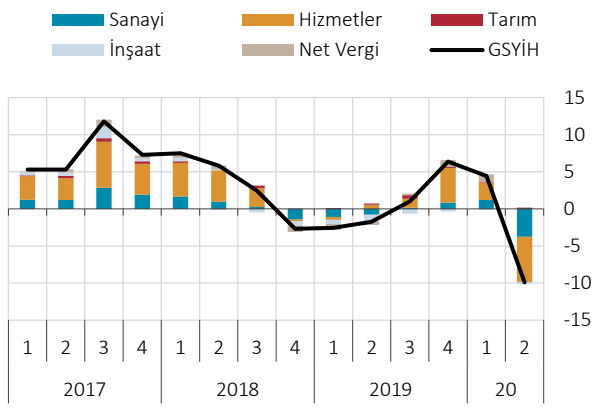
Not: Kesikli çizgi toplam orta ve uzun vadeli işletme kredi artış hızının 2012-2016 ortalamasını göstermektedir.



## 2.3 İktisadi Faaliyet

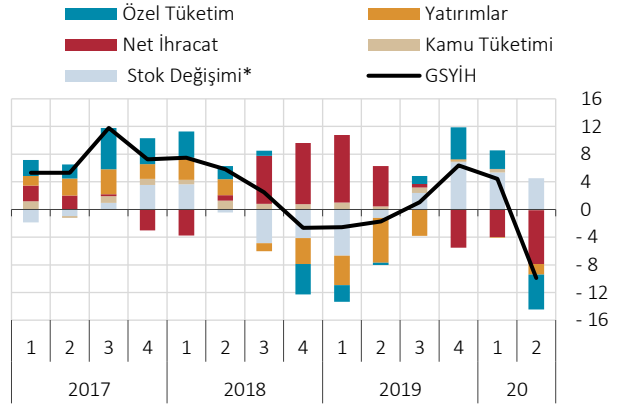
**İktisadi faaliyet salgının iç ve dış talep üzerindeki etkilerine bağlı olarak 2020 yılının ikinci çeyreğinde daralmıştır.** Salgının olumsuz etkileri Mart ayının ortalarından itibaren hissedilmeye başlanmış, Nisan ayında ise belirginleşmiştir. Atılan kısmi normalleşme adımlarıyla birlikte Mayıs-Haziran döneminde toparlanmaya başlayan iktisadi faaliyet, Nisan ayındaki zayıf seyrin etkisiyle ikinci çeyrekte bir önceki döneme ve bir önceki yıla kıyasla, sırasıyla, yüzde 11,0 ve yüzde 9,9 oranında daralmıştır. Yıllık büyümeye en yüksek negatif katkı sanayi sektörü ile salgından en çok etkilenen hizmet kalemlerinden (ticaret, ulaştırma-depolama ve konaklama) gelmiştir (Grafik 2.3.1). Bu dönemde tüketim ve yatırım harcamaları belirgin oranda azalırken, ihracatın ithalata kıyasla daha fazla daralması ve turizmdeki yavaşlamayla net ihracatın katkısı belirgin ölçüde negatif olmuştur (Grafik 2.3.2).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

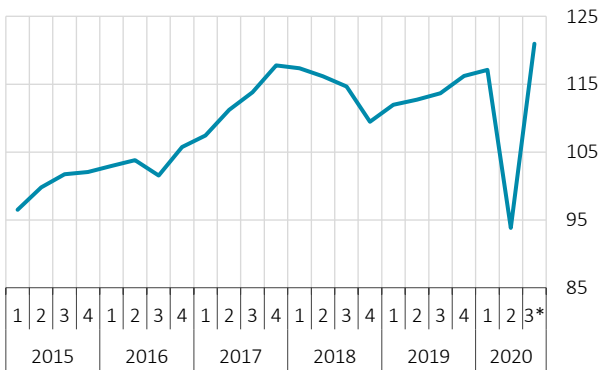


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistikte sapmayı içermektedir.

**İktisadi faaliyette normalleşme süreci ve güçlü kredi ivmesinin desteğiyle üçüncü çeyrekte V-tipi belirgin bir toparlanma görülmektedir.** Normalleşme adımlarının genişletilmesi, finansal koşullardaki belirgin gevşemeyle ertelenmiş talebin güçlü bir şekilde devreye girmesi ve rekabet gücü kazanımlarının etkisiyle ihracatın hızla toparlanması neticesinde yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet güç kazanmıştır. Sanayi üretim endeksi (SÜE) Ağustos ayında salgın öncesi düzeyinin (Şubat 2020) üzerine çıkmıştır (Grafik 2.3.3). Bu dönemde toparlanma geniş bir sektörel yayılım sergilemiş, ancak salgından olumsuz etkilenen hizmet sektörlerindeki iyileşme daha sınırlı kalmıştır (Grafik 2.3.4; Mercek Altı 2.1).

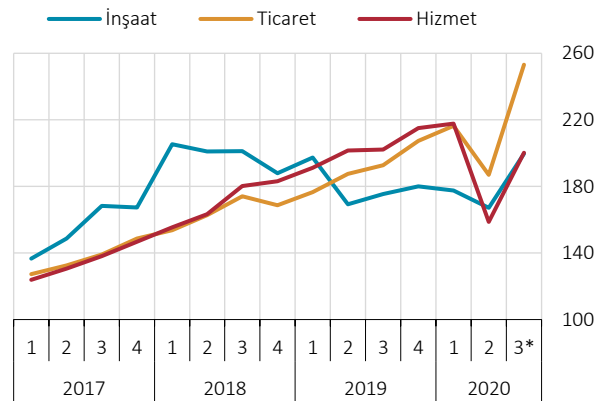
**Grafik 2.3.3: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)**



Kaynak: TÜİK.

\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

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



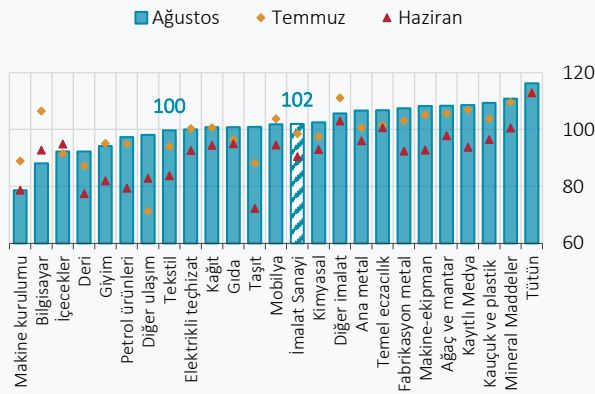
Kaynak: TÜİK.

\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

## Mercek Altı 2.1: Toparlanmanın Sektörel Yayılımına İlişkin Gözlemler

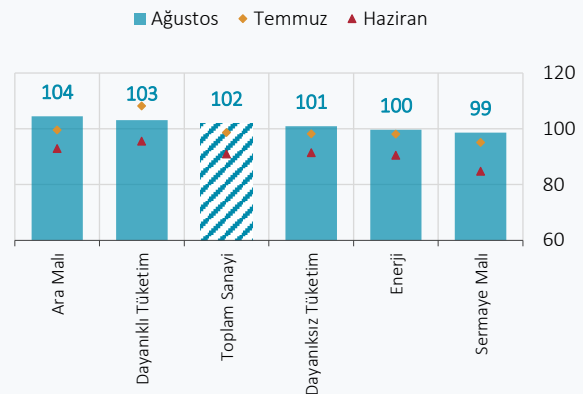
Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sektörel yayılımı artmaya devam ederken, turizm ve bağlantılı sektörlerde görece zayıf seyir korunmuştur. Bu dönemde sanayi üretimi salgın öncesi seviyelerini aşarken, sektörel toparlanma eğilimlerinde dış talep görünümü ve yurt içi politika bileşimine bağlı önemli farklılaşmalar görülmüştür (Grafik 1). Ertelenmiş talebe ve salgın tedbirleri kapsamında uygulanan likidite ve kredi politikalarına bağlı olarak inşaat bağlantılı ara malı sektörleri ile dayanıklı tüketim mallarında önemli bir iyileşme kaydedilmiştir (Grafik 2). Benzer şekilde, finansman koşullarına duyarlılığı yüksek elektrikli teçhizat ve mobilya gibi sektörlerde faaliyetin Şubat ayı düzeylerini aştığı gözlenmektedir.

Grafik 1: Sanayi Üretimi Endeksi (Şubat 2020=100)



Kaynak: TÜİK.

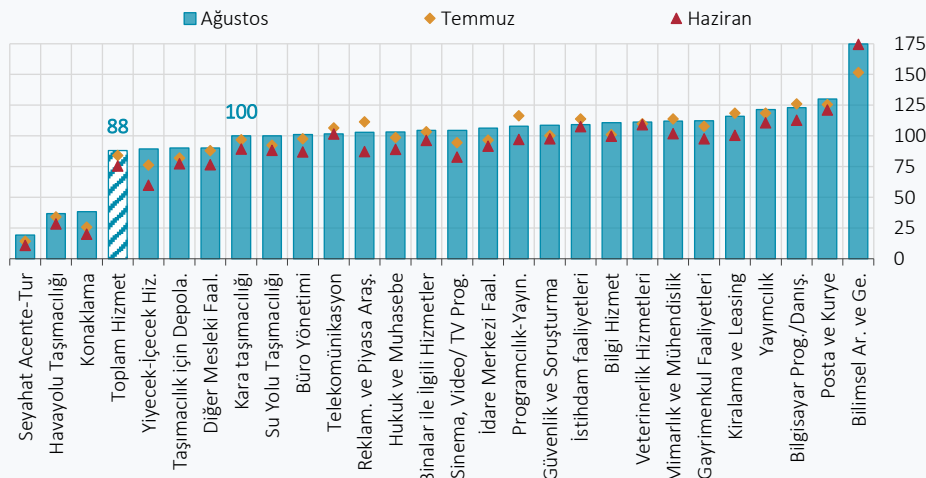
Grafik 2: Sanayi Üretimi Endeksi (Şubat 2020=100)



Kaynak: TÜİK.

Turizm bağlantılı sektörler hizmetlerdeki toparlanmayı sınırlamaya devam etmektedir. Hizmet sektörleri genelinde toparlanma eğilimi normalleşme adımlarıyla birlikte Haziran ayından bu yana kesintisiz devam ederken, salgına özgü nedenlerle sosyal hareketliliğin sınırlanması, seyahat acentesi ve tur operatörü hizmetleri, havayolu taşımacılığı, konaklama gibi sektörlerde faaliyetin oldukça zayıf seyretmesine neden olmaktadır (Grafik 3). Son dönemde turizm faaliyetinde kısmi bir iyileşme gözlenmekle birlikte, salgının seyrine bağlı aşağı yönlü riskler varlığını sürdürmektedir.

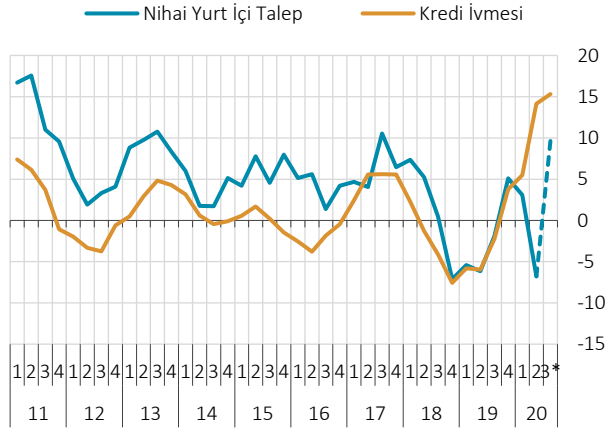
Grafik 3: Hizmet Sektörü Ciro Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Şubat 2020=100)



Kaynak: TÜİK.

**Güçlü kredi ivmesinin yanı sıra kamu harcamaları da üçüncü çeyrekte yurt içi talebe destek vermiştir.** Kredi koşullarındaki iyileşmeyle belirginleşen güçlü kredi ivmesi yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi talebi desteklemiştir (Grafik 2.3.5). Ayrıca, Temmuz-Ağustos döneminde yurt içi talepteki güçlü toparlanmanın etkisiyle vergi gelirlerinde belirgin bir iyileşme sağlanmış ve oluşan mali alan özellikle Eylül ayında kamu kesiminin faaliyeti desteklemesine olanak vermiştir (Grafik 2.3.6).

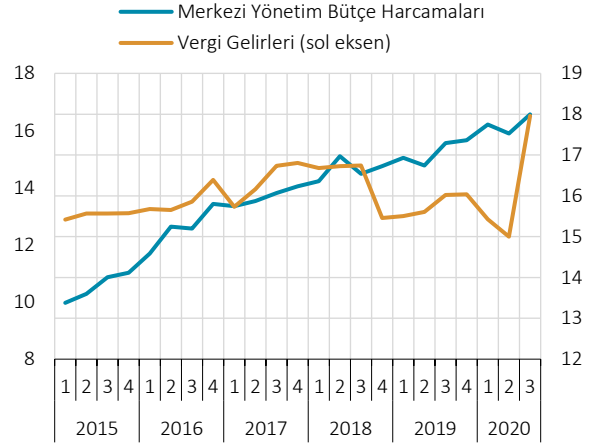
**Grafik 2.3.5: Nihai Yurt İçi Talep (Yıllık Büyüme, %) ve Kredi İvmesi\* (KEA, %)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre kredi stokundaki değişimin dört çeyreklik milli gelir toplamına oranıdır.

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

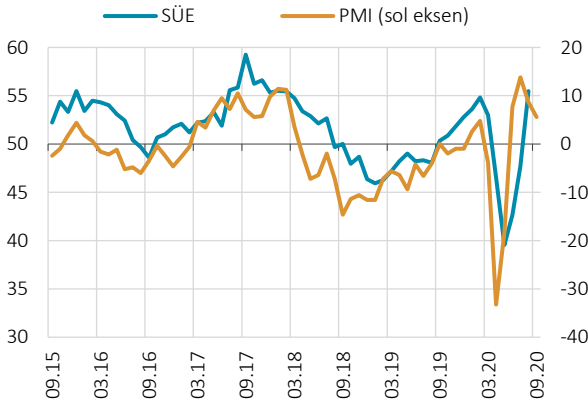


Kaynak: HMB, TCMB.

\* Tüketim ve yatırım harcamaları ile cari transferleri kapsamaktadır.

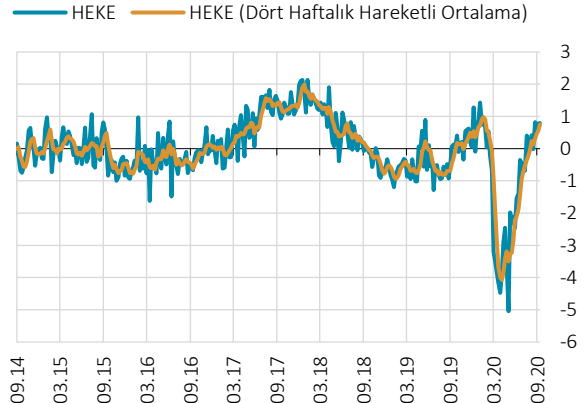
**Anket göstergeleri ve yüksek frekanslı veriler, ekonomideki toparlanmanın Eylül ve Ekim aylarında sürdüğüne işaret etmektedir.** PMI ve İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergeleri sanayi üretimindeki toparlanmanın Eylül ayında devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.7). Dış ticaret, elektrik üretimi, kartla yapılan harcamalar, yeni iş ilanları gibi yüksek frekanslı veriler bu görünümü teyit etmektedir. Yüksek frekanslı göstergelerdeki iyileşmenin Ekim ayında da sürmesi, iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın son çeyrekte devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.8; Kutu 2.2). Ağustos ayından itibaren finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte önümüzdeki dönemde yurt içi talebin hız kesmesi beklenmekle birlikte, 2020 yılında ilave bir politika desteği gerekmeksizin pozitif büyüme ihtimalinin oldukça güçlendiği değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.3.7: Sanayi Üretim Endeksi (3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllık % Değişim) ve PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)**



Kaynak: IHS Markit, TÜİK.

**Grafik 2.3.8: Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE)\***

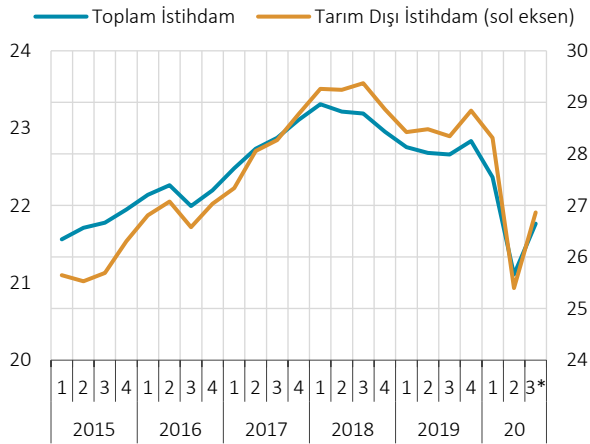


Kaynak: TCMB.

\*Endeksin aldığı değerler, ortalamadan kaç standart sapma düşük/yüksek olduğuna işaret etmektedir.

***İktisadi faaliyetteki güçlü toparlanma işgücü piyasasına yansımaya başlamakla birlikte istihdam salgın öncesi seviyesinin altındadır.*** Salgına bağlı etkilerle ikinci çeyrekte istihdam ilk çeyreğe göre yüzde 6,9 oranında (yaklaşık 1,9 milyon kişi) azalırken, işsizlik oranı 1,1 puan artışla yüzde 13,9 olmuştur.<sup>1</sup> Bu dönemde inşaat ve salgından en çok etkilenen hizmet sektörlerindeki (yiyecek, konaklama ve ticaret) istihdam kayıpları daha yüksek oranda gerçekleşirken, kısa çalışma ödeneği başta olmak üzere işsizlik sigorta fonu ve cari transferler aracılığıyla sağlanan destekler, hanehalkı gelir kayıplarının sınırlandırılması açısından kritik rol oynamıştır (Mercek Altı 2.2). Takip eden dönemde faaliyetteki toparlanmayla birlikte istihdam kaybının yarısının telafi edildiği, işsizlik oranlarındaki düşüşün başladığı görülmektedir (Grafik 2.3.9). Temmuz dönemi itibarıyla toplam ve tarım dışı işsizlik oranları sırasıyla yüzde 13,6 ve yüzde 15,9 olmuştur (Grafik 2.3.10). Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetteki toparlanmayla yeni iş ilanlarının arttığını ve istihdam imkânlarının iyileşmeye devam ettiğini göstermektedir.

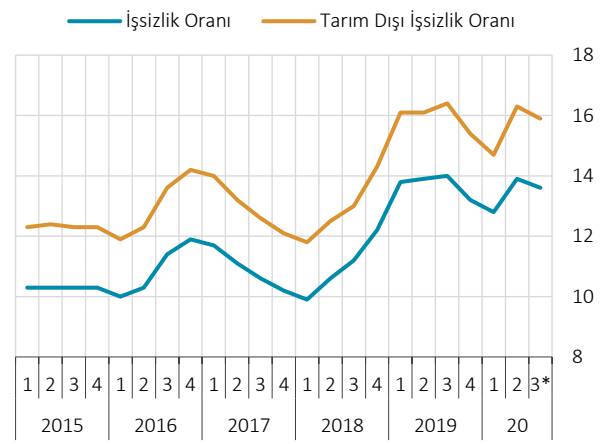
**Grafik 2.3.9: Toplam ve Tarım Dışı İstihdam**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

\* Temmuz dönemi itibarıyla.

**Grafik 2.3.10: İşsizlik Oranları (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**



Kaynak: TÜİK.

\* Temmuz dönemi itibarıyla.

<sup>1</sup> Mevsimsellikten arındırılmış verilerle Mayıs ve Şubat dönemleri karşılaştırılmıştır.

## Mercek Altı 2.2: Salgın Hastalık Sürecindeki İstihdam Tedbirleri

**COVID-19'un küresel salgına dönüşmesiyle birlikte birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de çeşitli istihdam tedbirleri ile sosyal yardım mekanizmaları hayata geçirilmiştir.** Salgın kaynaklı istihdam kayıplarını en aza indirmek ve gelir kaybına uğrayan kesimleri desteklemek amacıyla çeşitli önlemler alınmıştır. Bu kapsamda, istihdamda olanların işlerini korumalarına yönelik uygulamalara ağırlık verilmiştir. Öncelikle Kısa Çalışma Ödeneği'nden (KÇÖ) yararlanma koşulları gevşetilmiş ve uygulamadaki bürokratik işlemler hızlandırılmıştır. Daha sonra işverenler tarafından iş sözleşmelerinin feshedilmesi kısıtlanmış, bunun yerine çalışanların ücretsiz izne çıkarılmasına imkân verilmiştir. Ücretsiz izne ayrılan çalışanlara ise İşsizlik Sigortası Fonu'ndan (İSF) Nakdi Ücret Desteği uygulanmaya başlanmıştır.

Salgın döneminde İSF kaynaklı en yüksek harcama kalemi yaklaşık 20,4 milyar TL ile KÇÖ olmuştur (Tablo 1). Yaklaşık 5,1 milyar TL olan Nakdi Ücret Desteği ödemeleri de dâhil edildiğinde 25 milyar TL üzerinde bir kaynak istihdam kayıplarını önlemek üzere kullanılmıştır. Bu nedenle, işsiz kalan hak sahiplerine ödenen işsizlik sigortası bu dönemde çok yaygın olarak kullanılmamış, 2020 yılı Ocak-Eylül döneminde toplam ödeme 5,3 milyar TL olmuştur. Söz konusu ödemelerin önemli bir kısmı salgın öncesinde işini kaybedenlere yönelik olarak yapılmıştır. İSF haricinde, salgın nedeniyle iş kaybı yaşayan kayıt dışı çalışanlar dâhil olmak üzere ihtiyaç sahibi kesimlere Aile, Çalışma ve Sosyal Hizmetler Bakanlığı (AÇSHB) tarafından sosyal yardımlar yapılmıştır. Ayrıca, "Biz Bize Yeteriz Türkiye" yardım kampanyası kapsamında toplanan kaynaklar ihtiyaç sahiplerine dağıtılmıştır. 12 Ekim 2020 tarihi itibarıyla AÇSHB tarafından sağlanan sosyal yardımlar 6,3 milyar TL'ye, "Biz Bize Yeteriz Türkiye" programı kapsamında toplanan sosyal yardımlar 2 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Aylar itibarıyla bakıldığında, Nisan ve Mayıs aylarında sırasıyla 3,2 ve 3,3 milyon olan KÇÖ'den yararlanan çalışan sayısının, normalleşme adımları ile birlikte kademeli bir şekilde azalarak Eylül ayında 1 milyona düştüğü görülmektedir. İşsizlik sigortasından yararlanan kişi sayısı, fesih kısıtlarının istihdam kayıplarını sınırlaması sebebiyle gerileme eğilimindedir.

**Tablo 1: 2020 Yılında Kısa Çalışma Ödeneği, İşsizlik Sigortası ve Nakdi Ücret Desteği Ödemeleri**

	Kısa Çalışma Ödemeleri*		İşsizlik Sigortası Ödemeleri*		Nakdi Ücret Desteği**		Toplam Ödemeler
	Kişi Sayısı	Miktar (Bin TL)	Kişi Sayısı	Miktar (Bin TL)	Kişi Sayısı	Miktar (Bin TL)	Miktar (Bin TL)
Ocak	24.847	23.210	610.287	712.457			
Şubat	17.862	12.096	592.810	698.441			
Mart	96.636	32.232	594.577	683.678			
Nisan	3.243.126	5.100.339	592.130	730.895			
Mayıs	3.282.817	5.560.422	530.102	656.460	1.358.375	1.701.582	
Haziran	2.486.854	3.375.844	464.930	563.042	1.705.147	2.801.754	
Temmuz	1.774.865	2.640.433	401.645	494.637	1.901.212	3.611.536	
Ağustos	1.302.755	2.042.091	356.858	438.039	1.976.532	4.398.944	
Eylül	1.024.377	1.575.192	307.812	370.135	2.045.139	5.116.119	
2020 (Ocak-Eylül)		20.361.860		5.347.785		5.116.119	<b>30.825.764</b>
2019		181.809		7.985.061			
2018		3.701		4.824.136			

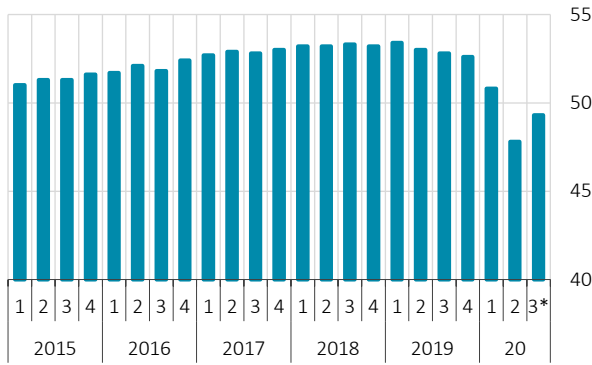
Kaynak: İŞKUR, İşsizlik Sigortası Fonu Bülteni.

\* Kişi sayısı ödeme adedini ifade etmektedir.

\*\*Nakdi Ücret Desteği ödemeleri Nisan ayında başlamış olup, Mayıs ayı ödemeleri, Nisan ayını da içermektedir. Nakdi Ücret Desteği'ndeki her aya denk gelen veri o aya kadar faydalanan bireylerin ve yapılan ödemenin toplamını göstermektedir.

**Ekonomideki toparlanmayla birlikte işgücüne katılım oranı da artmaya başlarken, geniş tanımlı işsizlik oranları halen yüksek seyretmektedir.** Salgın döneminde faaliyetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak katılım oranında gerçekleşen belirgin düşüş, ikinci çeyrekteki istihdam kayıplarının işsizlik oranlarına yansımaları önemli ölçüde sınırlamıştır. Ancak, geniş işsizlik oranları tanımları aynı dönemde önemli ölçüde artış kaydetmiştir. İktisadi faaliyetlerdeki toparlanmayla birlikte iş bulma ümidinin artması, işgücüne katılım oranını artırmaktadır (Grafik 2.3.11). İstihdamdaki artışa karşın işgücüne katılım oranının artması, önümüzdeki dönemde işsizlik oranlarının düşüşünü sınırlayacak bir gelişme olacaktır. Diğer yandan, geniş tanımlı işsizlik oranları işgücü piyasasında salgının belirgin bir bozulmaya sebep olduğunu göstermektedir (Grafik 2.3.12). Bununla birlikte, iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın yansımalarıyla geniş tanımlı işsizlik oranları da düşüş göstermeye başlamıştır.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Temmuz dönemi itibarıyla.

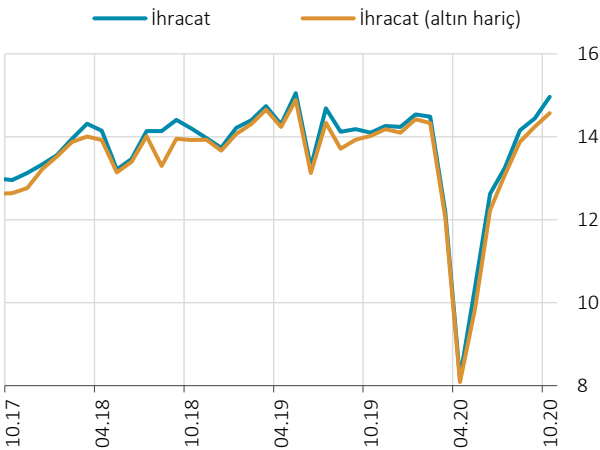
İÖ-4: İşsiz sayısı ve iş bulma ümidini kaybetmişlerin toplamının sivil işgücü ve iş bulma ümidini kaybetmiş toplamına oranı

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

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

**İhracat, yurt dışındaki normalleşme adımları ve rekabet gücünün etkisiyle hızla toparlanarak salgın öncesi düzeylerini aşmıştır.** İhracat Eylül ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak Şubat ayı düzeyini yakalamıştır. Yüksek frekanslı veriler ihracattaki artışın Ekim ayında sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 2.3.13). İhracattaki toparlanma hızı sektörel olarak farklılık göstermektedir. Birçok sektör salgın öncesi seviyesini aşarken dayanıklı tüketim ve sermaye malları üreten sektörlerde ihracat salgın öncesi seviyelerinin altında seyretmektedir (Grafik 2.3.14).

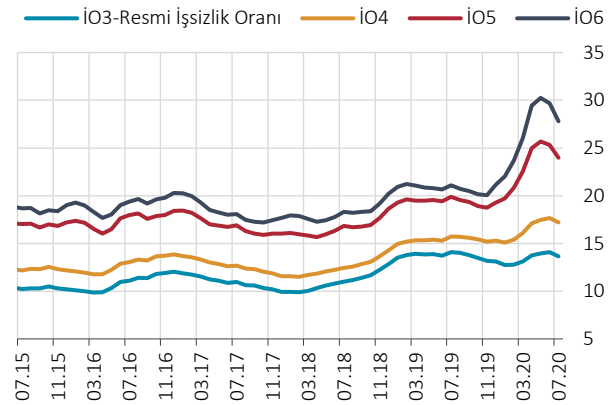
**Grafik 2.3.13: İhracat\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



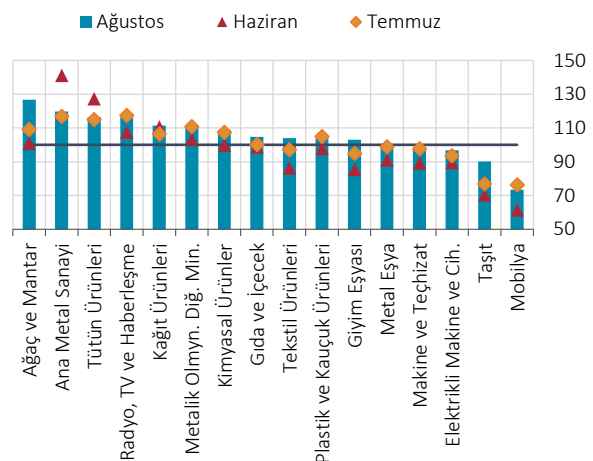
Kaynak: TİM, TÜİK.

\* Ekim ayı verisi tahmindir.

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



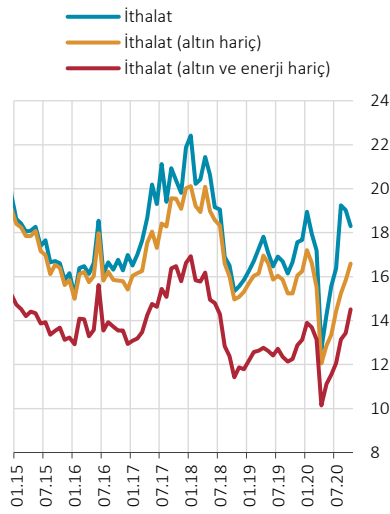
**Grafik 2.3.14: Sektörlere Göre İhracat Miktarı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2020 Şubat=100)**



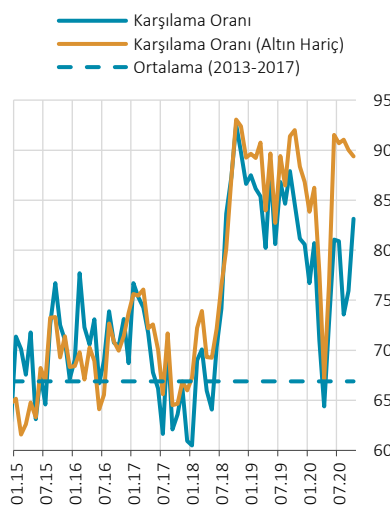
Kaynak: TÜİK.

**Güçlü kredi büyümesi ve altın talebine bağlı olarak ithalat üçüncü çeyrekte belirgin bir ivme kazanırken, altın hariç ihracatın ithalatı karşılama oranı oldukça yüksek seyretmektedir.** Ertelenmiş talebe ve salgın tedbirleri kapsamında uygulanan likidite ve kredi politikalarına bağlı olarak ithalat, Mayıs ayından itibaren toparlanma sürecine girmiştir (Grafik 2.3.15). Bu toparlanmaya, kredi gelişmeleri ile de uyumlu olarak tüketim ve yatırım malları ithalatı da belirgin katkı vermiştir. Altın ithalatı ise küresel belirsizliklere ek olarak son dönemde güçlenen dolarizasyon eğilimiyle hızla artarak Ağustos ayında 4 milyar ABD doları ile tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır. Altın hariç değerlendirildiğinde, ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 90 civarında gerçekleşirken cari işlemler açığı daha ılımlı düzeylerde seyretmektedir (Grafik 2.3.16 ve Grafik 2.3.17). Salgın dönemine özgü destekleyici politikalardaki normalleşme ve kredilerde başlayan yavaşlamayla birlikte, reel kurun dengeleyici etkilerinin daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir.

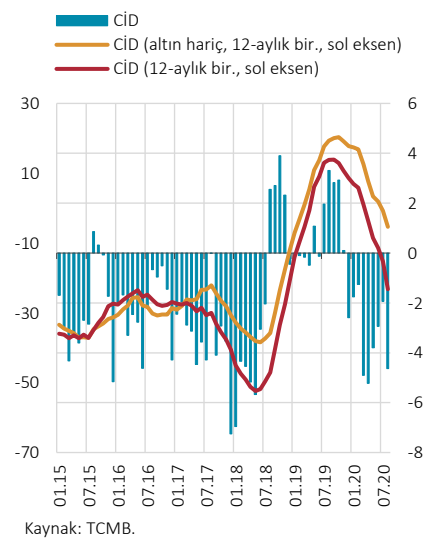
**Grafik 2.3.15: İthalat\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



**Grafik 2.3.16: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

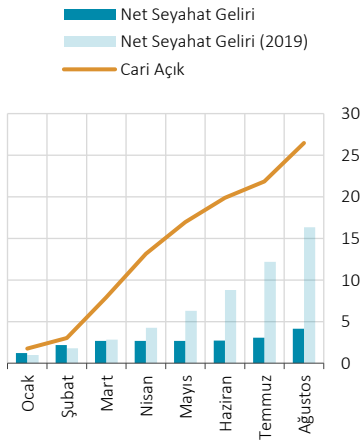


**Grafik 2.3.17: Cari İşlemler Dengesi (CİD, Milyar ABD Doları)**



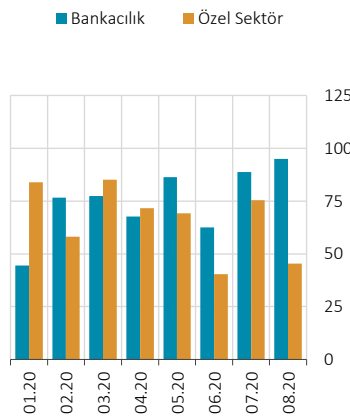
**Turizmdeki zayıf seyre rağmen yakın dönemde alınan tedbirlerle cari dengede beklenen iyileşme, makrofinansal istikrarı destekleyecektir.** Salgın döneminde turizm ve taşımacılık faaliyetlerinin önemli ölçüde zayıflamasıyla hizmet ticareti dengesinde belirgin bir bozulma gözlenmiştir. Seyahat kısıtlamalarının hafifletilmesiyle turizm gelirlerinde üçüncü çeyrekte kısmi bir iyileşme başlamıştır (Grafik 2.3.18). Yılbaşından itibaren birikimli olarak 26,5 milyar dolara ulaşan cari açık nedeniyle dış finansman gereksinimi artmıştır. Anılan dönemdeki yoğun portföy çıkışlarına ek olarak bankaların ve şirketlerin dış borç ödeme ve yeni borçlanma davranışlarına bağlı olarak sermaye çıkışları gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19 ve Grafik 2.3.20). Cari işlemler açığı ve sermaye çıkışları rezervlerin gerilemesine yol açmış ve ülke risk primini olumsuz etkilemiştir. Salgın dönemine özgü politikalardaki normalleşmeyle birlikte dış dengede öngörülen düzelmeye makrofinansal istikrarı destekleyerek ülke risk primini olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.3.18: Net Seyahat Gelirleri ve Cari Açık** (Yılbaşından İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)



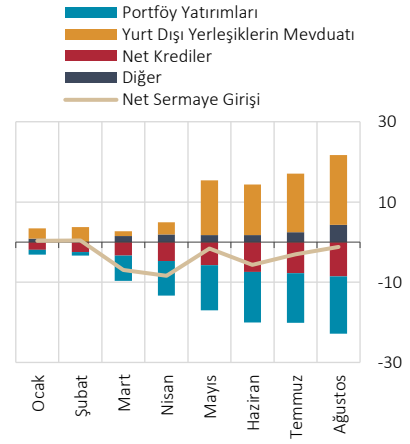
Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.3.19: Borç Çevirme Oranları** (Uzun Vadeli Krediler, %)



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.3.20: Sermaye Hareketleri** (Yılbaşından İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)

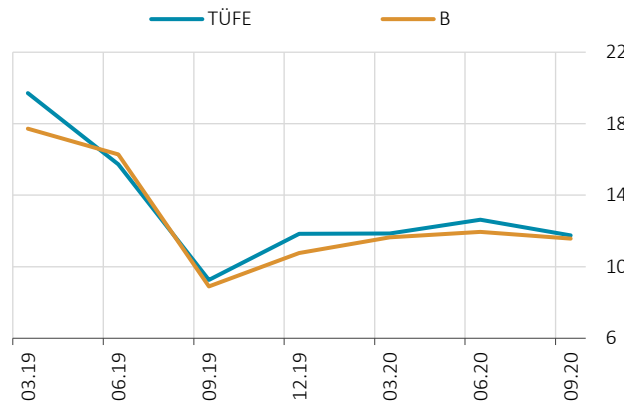


Kaynak: TCMB.

## 2.4 Enflasyon

**Yıllık tüketici enflasyonu üçüncü çeyrekte yüzde 11,75 ile Temmuz Enflasyon Raporunda sunulan tahmin bandı üst sınırına yakın seyretmiştir.** Talep yönlü dezenflasyonist etkilerin daha belirgin hale gelmesiyle yılın ikinci yarısında enflasyonun düşüş eğilimine gireceği yönündeki geçmiş değerlendirmelere karşın, güçlü kredi ivmesi ve Türk lirasındaki değer kaybıyla birlikte enflasyon öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.1). Yıllık enflasyon alkollü içecekler-tütün ile enerji gruplarındaki baz etkileriyle Haziran ayındaki yüzde 12,62 düzeyinden yüzde 11,75'e gerilerken (Grafik 2.4.2), çekirdek enflasyon göstergelerinin eğilimleri yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.3). Bu dönemde tüketici fiyatlarında mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artış yüzde 2,92 olmuştur (Tablo 2.4.1). Salgının birim maliyetler üzerindeki etkileri normalleşme adımları neticesinde, azalarak da olsa, üçüncü çeyrekte de hissedilmiştir. Diğer yandan, döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak üretici fiyatlarında gözlenen yüksek artışlar, tüketici fiyatları üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir. Bu dönemde enflasyon beklentileri artarken, fiyatlama davranışlarında sektörel farklılıklar dikkat çekmiştir. Talep koşullarının güçlü seyrettiği dayanıklı mal gruplarında maliyet artışlarının güçlü bir şekilde fiyatlara yansıtıldığı gözlenirken, giyim ve hizmetler gibi faaliyeti salgından en çok etkilenen gruplarda enflasyon nispeten düşük seyretmektedir. Nitekim döviz kuru gelişmelerinin de etkisiyle temel mal ve hizmet enflasyonlarının eğiliminde belirgin bir ayrışma görülmektedir.

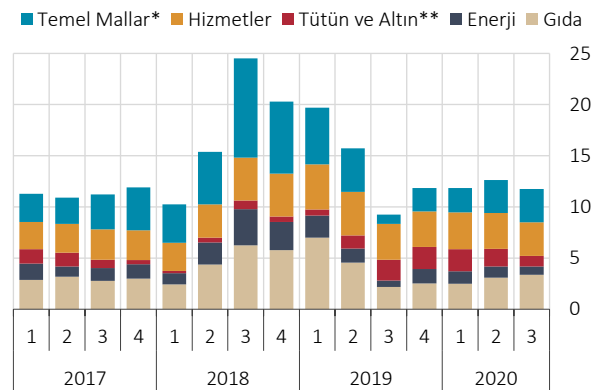
**Grafik 2.4.1: TÜFE ve B Endeksi\*** (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

\* İşlenmemiş gıda, enerji, alkol-tütün, 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.

\*\* Tütün ve Altın: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın.



**Çekirdek göstergeler üçüncü çeyrekte enflasyon eğiliminin temel mal grubu kaynaklı olarak yükseldiğine işaret etmiştir.** Ana harcama grupları itibarıyla son dönem enflasyon gelişmeleri mevsimsellikten arındırılmış verilerle incelendiğinde, temel mal grubu enflasyonunun ikinci çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde yükseldiği dikkat çekmektedir. Bu artışı, döviz kuru gelişmeleri ve güçlü kredi ivmesine bağlı olarak dayanıklı mal grubu sürüklemiştir. Öte yandan, salgına bağlı birim maliyet artışlarının gözlemlendiği hizmetler sektöründe normalleşme adımlarıyla birlikte enflasyonist baskılar üçüncü çeyrekte bir miktar azalmıştır. Bu grupta döviz kuruna duyarlı kalemlerde üçüncü çeyrekte belirgin fiyat artışları gözlenirken, seçilen kalemlere (yiyecek-içecek, ulaştırma, eğitim, kuaförler ve kişisel bakım merkezleri, otel ücreti, sinema/tiyatro/müze) getirilen KDV indirimleri sınırlı da olsa grup enflasyonunu olumlu etkileyen bir unsur olmuştur. Bu gelişmelerle, hizmet enflasyonunda bir önceki çeyreğe göre daha düşük bir eğilim gözlenmiştir (Grafik 2.4.4 ve Tablo 2.4.1).

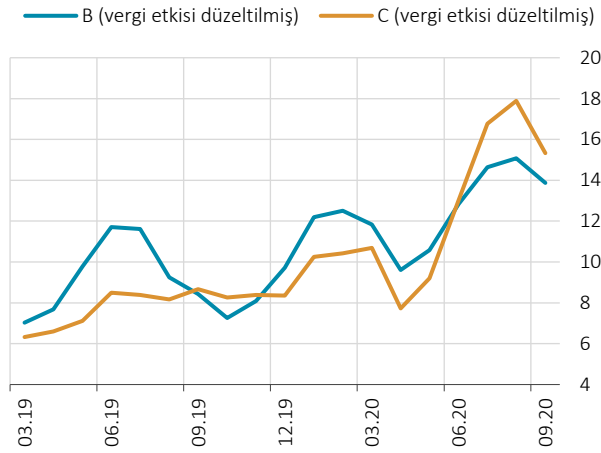
Tablo 2.4.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2019		2020		2019	2020		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
<b>TÜFE</b>	<b>2,51</b>	<b>2,23</b>	<b>3,59</b>	<b>2,92</b>	<b>11,84</b>	<b>11,86</b>	<b>12,62</b>	<b>11,75</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>2,52</b>	<b>1,79</b>	<b>3,96</b>	<b>3,30</b>	<b>11,65</b>	<b>11,59</b>	<b>12,94</b>	<b>12,07</b>
<b>Enerji*</b>	<b>5,57</b>	<b>-2,66</b>	<b>-0,42</b>	<b>4,34</b>	<b>10,98</b>	<b>9,81</b>	<b>9,12</b>	<b>6,77</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>3,23</b>	<b>3,83</b>	<b>4,56</b>	<b>2,58</b>	<b>10,89</b>	<b>10,05</b>	<b>12,93</b>	<b>14,95</b>
İşlenmemiş Gıda	3,06	5,04	6,79	1,67	6,10	3,33	12,29	17,47
İşlenmiş Gıda*	3,75	3,23	2,77	2,47	15,39	17,28	13,41	12,79
<b>Temel Mallar</b>	<b>1,34</b>	<b>1,32</b>	<b>3,47</b>	<b>4,88</b>	<b>7,48</b>	<b>8,18</b>	<b>11,39</b>	<b>11,68</b>
Giyim ve Ayakkabı	2,13	1,91	2,37	0,48	4,32	6,01	10,58	6,79
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,32	2,25	5,81	6,25	10,27	11,39	15,54	17,38
Mobilya	2,60	-4,45	3,95	8,34	16,95	8,61	12,26	10,58
Otomobil	2,42	2,26	9,39	7,83	12,14	16,98	21,59	23,60
Diğer Dayanıklı Mallar*	1,85	2,13	4,47	4,86	10,71	11,51	13,56	13,95
Diğer Temel Mallar*	0,76	1,44	2,80	2,88	5,83	5,84	6,57	8,09
<b>Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*</b>	<b>0,00</b>	<b>1,79</b>	<b>4,98</b>	<b>5,62</b>	<b>39,10</b>	<b>38,86</b>	<b>26,91</b>	<b>12,86</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>2,71</b>	<b>3,01</b>	<b>2,53</b>	<b>2,18</b>	<b>12,30</b>	<b>12,42</b>	<b>11,76</b>	<b>10,84</b>
Kira	2,19	2,47	1,84	2,00	10,05	10,11	9,22	8,72
Lokanta ve Oteller	2,30	3,20	2,48	2,51	13,17	13,68	11,13	10,92
Ulaştırma	2,28	2,38	4,25	-0,40	15,03	16,66	19,70	8,62
Haberleşme	2,77	3,14	2,68	2,19	6,92	5,48	5,48	7,21
Diğer Hizmetler	2,90	3,73	2,92	3,44	13,40	13,17	12,68	13,66

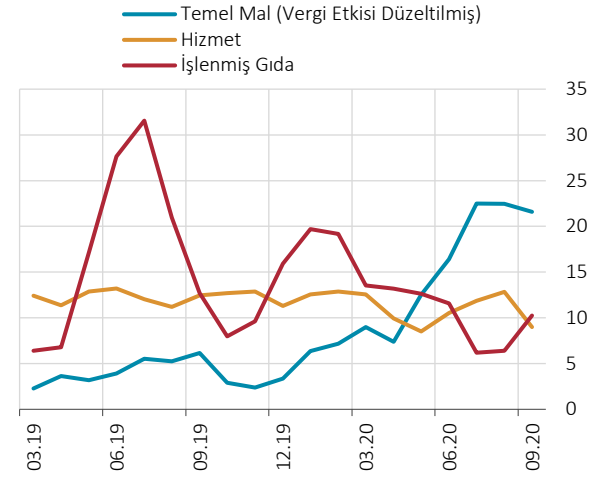
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\*Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

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

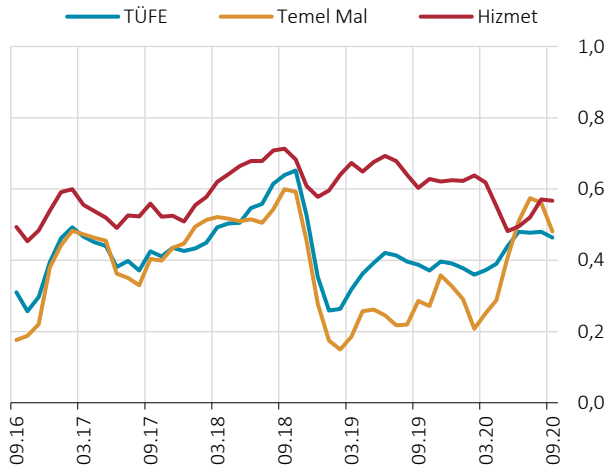


**Grafik 2.4.4: B Endeksi Alt Grupları\* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)**

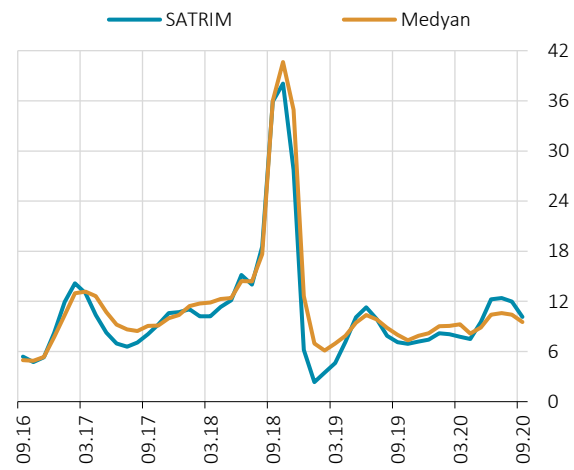


**Yayımlı endeksleri ve alternatif temel enflasyon göstergeleri üçüncü çeyrekte gerilemekle birlikte yüksek seyirini sürdürmüştür.** Yayımlı endeksleri uzun dönem ortalamalarının üzerindeki yüksek seviyelerini büyük ölçüde korumuş ve fiyat artırma davranışının güçlü olduğunu teyit etmiştir (Grafik 2.4.5). Temel enflasyon göstergeleri yayımlı endeksinde benzer bir resim çizerken, gerek SATRIM gerekse medyan yüksek bir enflasyon ana eğilimi ima etmektedir (Grafik 2.4.6).

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

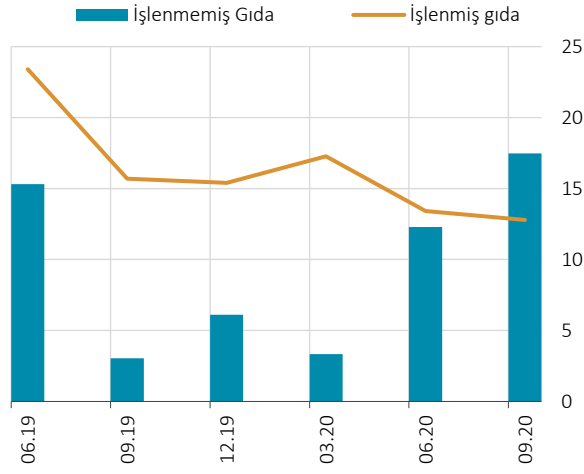


**Grafik 2.4.6. Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM\* ve Medyan\*\* (Yıllıklandırılmış, 3 Aylık Ortalama % Değişim)**



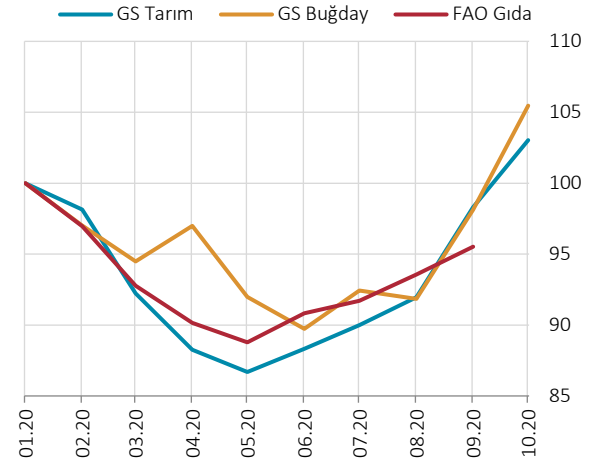
**Gıda enflasyonundaki yüksek seyir devam etmektedir.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonu salgın hastalığın ilk aşamalarında tedarik zincirlerindeki sıkıntılarının da etkisiyle belirgin bir şekilde yükseldikten sonra yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar ivme kaybetse de yıllık bazda yükselişini sürdürmüştür. Başta taze meyve ve sebze olmak üzere işlenmemiş gıda fiyatlarının olumsuz seyri ve baz etkileri grup yıllık enflasyonundaki yükselişte etkili olmuştur (Grafik 2.4.7). Diğer yandan, Ağustos ayı ortalarından itibaren uluslararası gıda fiyatlarının yükselişe geçmesiyle, sektörde maliyet baskılarının yoğunlaştığı izlenmektedir (Grafik 2.4.8).

Grafik 2.4.7. Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.8. Goldman Sachs Tarım Fiyatları ve FAO Gıda Fiyatları Endeksleri (2020 Ocak = 100)

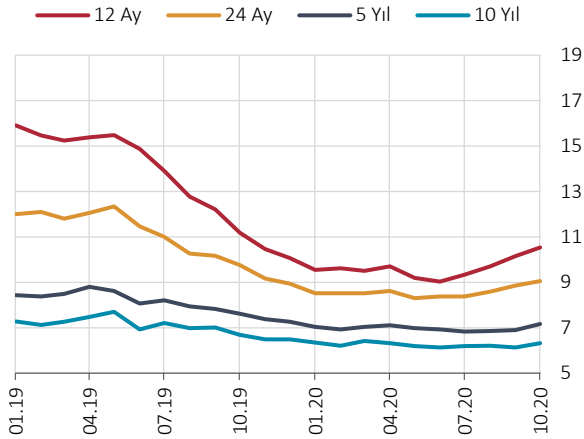


Kaynak: Bloomberg, FAO.

## Enflasyonun Belirleyicileri

**Enflasyon beklentilerindeki yükseliş devam etmiştir.** Beklenti anketinden elde edilen veriler, kısa vadede daha belirgin olmak üzere, beklentilerin bozulduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.4.9). Temmuz ayına kıyasla 12 ay sonrası enflasyon beklentisi 120 baz puan artışla yüzde 10,53 seviyesine yükselmiştir. Enflasyona endeksli tahviller ile nominal tahvillerin getiri farklarından elde edilen enflasyon telafileri TCMB'nin sıkılaştırma adımlarını takiben gerilese de uzun vadeli enflasyon beklentilerinin ve enflasyon belirsizliğinin halen yüksek seyrettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.4.10).

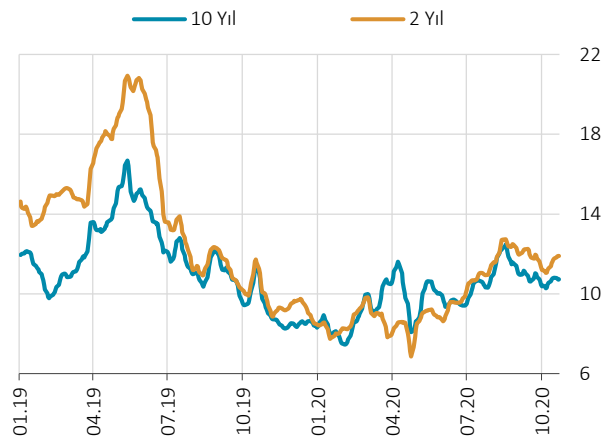
Grafik 2.4.9. Enflasyon Beklentileri\* (%)



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)



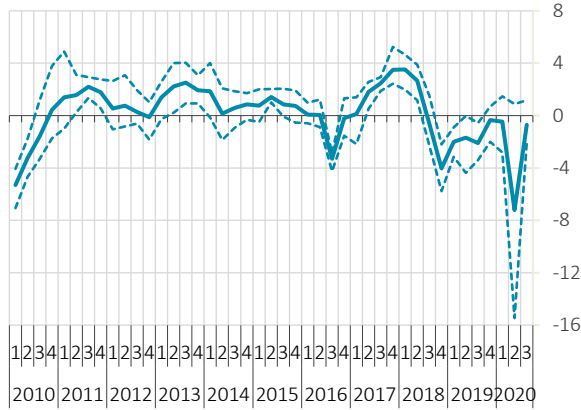
Kaynak: TCMB.

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

**İstihdam kayıpları ve turizmdeki zayıf seyre rağmen güçlü kredi ivmesi toplam talep koşullarının dezenflasyonist etkisini sınırlamıştır.** Yılın ikinci çeyreğindeki sert daralma ve istihdam kayıplarındaki artışla talep koşulları zayıflarken, eş anlı olarak arz şokuna bağlı enflasyonist unsurlar da ortaya çıkmıştır. Hem salgının seyrine hem de ölçüme ilişkin belirsizlikler, enflasyon açısından arz-talep dengesinin değerlendirilmesini (çıktı açığının tahminini) zorlaştırmıştır. Nisan ve Temmuz aylarında sunulan orta vadeli tahminlerde, salgına bağlı olarak kısa vadede etkili olan arz yönlü enflasyonist unsurların normalleşme sürecinde kademeli olarak ortadan kalkacağı ve yılın ikinci yarısında talep yönlü

dezenflasyonist etkilerin daha belirgin hale geleceği bir çerçeve öngörülmüştü. Ancak, geçen süre zarfında elverişli kredi koşullarının yurt içi talebi belirgin şekilde uyarması ve ihracatın hızla toparlanması toplam talep görünümünü önemli ölçüde değiştirmiştir. İstihdam kayıplarına ve özellikle turizm bağlantılı sektörlerin bağlantılı oldukları bazı faaliyet kollarında enflasyonu sınırlayıcı etkisine rağmen, güçlü kredi ivmesi dikkate alındığında toplam talep koşulları, enflasyon açısından daha olumsuz bir resim çizmiştir (Grafik 2.4.11, Grafik 2.4.12, Kutu 2.3).

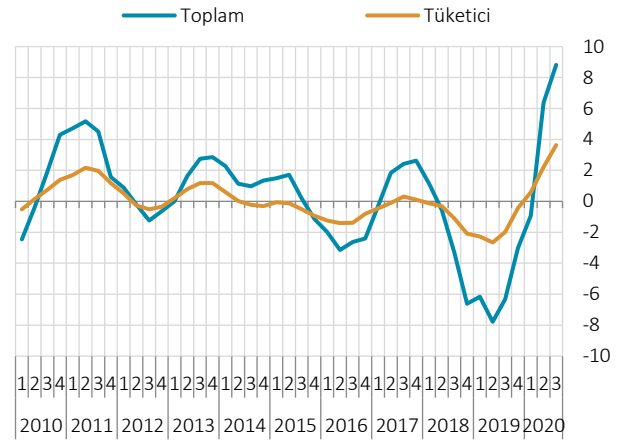
**Grafik 2.4.11. Çıktı Açığı Göstergeleri\* (%)**



Kaynak: TCMB.

\* TCMB bünyesinde takip edilen çıktı açığı serilerinin ortalamasını ve her çeyrek için tahmin edilen asgari ve azami değerleri göstermektedir.

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



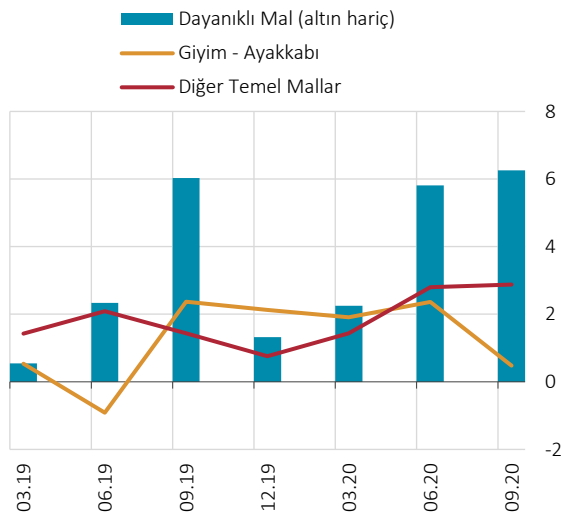
Kaynak: TCMB.

\* Kur etkisinden arındırılmış kredi kullanımının geçen yılın aynı çeyreğine göre değişiminin yıllıklandırılmış milli gelire oranıdır. Üçüncü çeyrek GSYİH için tahmin kullanılmıştır.

**Güçlü kredi ivmesinin yanı sıra kur gelişmeleri de temel mal enflasyonundaki yükselişte belirleyici olmuştur.**

Son dönemde finansman koşullarındaki iyileşmeyle güçlenen yurt içi talep, başta dayanıklı mal olmak üzere, temel mal fiyatlarının yüksek oranda çeyreklik artışlar sergilemesine neden olmuştur (Grafik 2.4.13; Mercek Altı 2.3). Döviz kuru gelişmelerinin de etkisiyle mobilya, otomobil ve beyaz eşya fiyatlarında yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen artışlar yüksek seviyelere ulaşmıştır. Diğer yandan, birinci el otomobil alımlarında uygulanan ÖTV ve matrah tutarlarının güncellenmesi, grup enflasyonunu olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmuştur (Grafik 2.4.14).

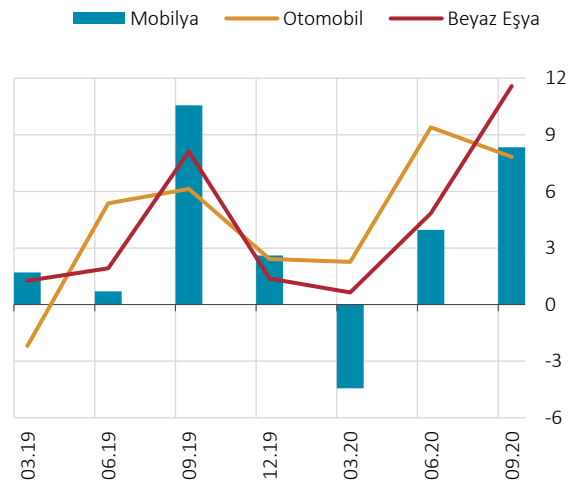
**Grafik 2.4.13. Temel Mal Fiyatları\* (Çeyreklik % Değişim, Mevsimsellikten Arındırılmış)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Diğer temel mallar kaleminde mevsimsellik saptanmamıştır.

**Grafik 2.4.14. Seçilmiş Temel Mal Fiyatları\* (Çeyreklik % Değişim, Mevsimsellikten Arındırılmış)**



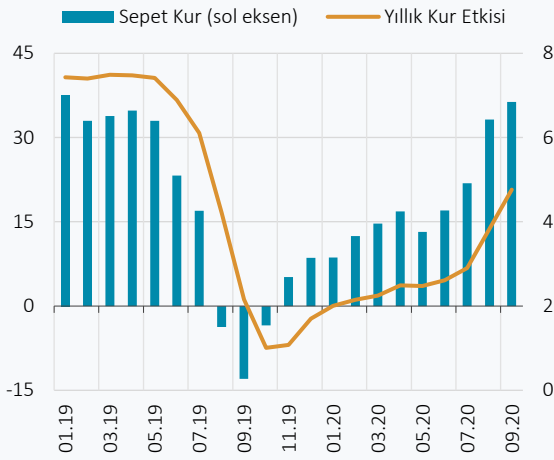
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Beyaz eşya kaleminde mevsimsellik saptanmamıştır.

### Mercek Altı 2.3: Döviz Kuru Geçişkenliği Nasıl Seyrediyor?

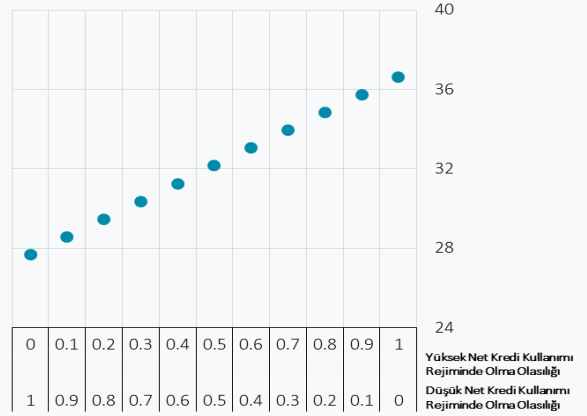
**Türk lirasındaki değer kayıplarına bağlı olarak döviz kurunun yıllık enflasyona katkısı artmıştır.** Üçüncü çeyrekte sepet kur bir önceki çeyrek sonuna kıyasla birikimli olarak yaklaşık yüzde 13 artmıştır. Bu gelişmenin, başta dayanıklı mallar olmak üzere, birçok sektörde yansımaları izlenmektedir. Örneğin, hizmetler grubu içerisinde kişisel ulaşım araçlarının bakım ve onarımı, sağlık hizmetleri, paket tur gibi kalemler son dönemde belirgin fiyat artışları sergilemiştir. Benzer şekilde, gıda grubunda ithal girdi oranı yüksek olan bakliyat, katı ve sıvı yağlar gibi kalemler de yüksek fiyat artışları ile olumsuz ayrılmıştır. Tarihsel ortalama esnekliklerle yapılan hesaplamalar, Eylül ayı itibarıyla döviz kurunun yıllık tüketici enflasyonuna etkisinin 5 puana yaklaştığına işaret etmektedir (Grafik 1). Bununla birlikte yapılan çalışmalar, geçişkenliğin büyüklüğü ve hızının iktisadi koşullara göre değişebildiğine işaret etmektedir. Talep koşulları, döviz kuru ve enflasyon beklentileri, kur şokunun büyüklüğü gibi unsurlar geçişkenliği etkilemektedir. Bir Markov-Switching modeli tahmin edilerek temel mal enflasyonu için yapılan analizden elde edilen bulgular, yüksek kredi büyümesi veya güçlü talep şeklinde tanımlanabilecek rejimde, döviz kurundan enflasyona geçişin ortalama etkiye göre önemli ölçüde artabildiğine işaret etmektedir (Grafik 2). Temel mal grubunun iki önemli bileşeninden dayanıklı mal fiyatlarındaki eğilimler böyle bir fiyatlama davranışıyla uyumludur. Buna karşılık, salgından en olumsuz etkilenen gruplardan giyim fiyatlarında son dönemde gözlenen ılımlı seyir “zayıf talep” rejimine uygun bir fiyatlama davranışına işaret etmektedir. Bu çerçevede döviz kuru geçişkenliğinin sektörel ayrışmalara uygun bir şekilde farklılık gösterdiği değerlendirilmektedir. Toplamda ise, birbirini dengeleyen etkilerle geçişkenliğin yüzde 20 civarında son dönem ortalamalarına yakın seyrettiği değerlendirilmektedir.

**Grafik 1: Döviz Kurunun Yıllık Enflasyona Katkısı (%) Puan) ve Sepet Kur (Yıllık % Değişim)**



Kaynak: TCMB.

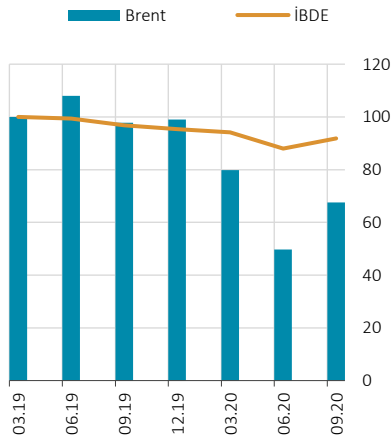
**Grafik 2: Net Kredi Kullanımına Göre Temel Mal Grubu Fiyatlarına Döviz Kuru Geçişkenliği (%)**



Kaynak: TCMB.

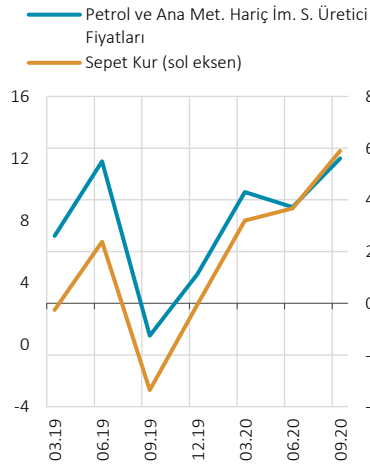
**Tüketici fiyatları üzerinde maliyet baskıları döviz kuru ve enerji fiyatları kaynaklı olarak yoğunlaşmıştır.** Son dönem maliyet gelişmeleri incelendiğinde, emtia tarafında petrol fiyatlarının öne çıktığı gözlenmektedir (Grafik 2.4.15). Salgın öncesi seviyelerine ulaşamamış olsa da, ham petrol fiyatları üçüncü çeyrekte önemli ölçüde artmıştır. İthalat fiyatlarındaki görece ılımlı seyre karşın döviz kurundaki değer kayıpları üretici fiyatlarını yukarı çekmekte ve genele yayılan fiyat artışlarına neden olmaktadır (Grafik 2.4.16). Üretici fiyatlarındaki ana eğilimi gösteren petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatları, mevsimsellikten arındırılmış olarak, üçüncü çeyrekte önemli ölçüde yükselmiş ve tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskılarının arttığına işaret etmiştir (Grafik 2.4.17).

**Grafik 2.4.15: Uluslararası Ham Petrol ve İthalat Birim Değer Endeksi (2019Ç1=100)**



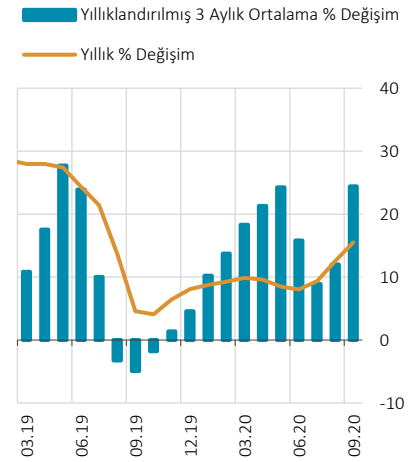
Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

**Grafik 2.4.16: Sepet Kur ve Petrol- Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları (Çeyreklik % Değişim)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TÜİK.

**Yılın üçüncü çeyreğinde yönetilen fiyatlarda belirgin bir değişiklik gerçekleşmezken, hizmetler sektöründe KDV indirimleri yürürlüğe girmiştir.** Türk lirasındaki değer kayıplarına karşın doğalgaz ve elektrik gibi endekste ağırlığı yüksek olan ve dolaylı kanallarla da enflasyonu etkileyen kalemlerde üçüncü çeyrekte fiyat düzenlemesi yapılmamıştır. Ancak konut, sanayi ve ticarethanelere yönelik elektrik tarifelerinde 1 Ekim 2020 tarihinde artışa gidilmiştir. Diğer yandan, iki ayrı düzenlemeyle hizmetler sektöründe bazı kalemlerde KDV oranları düşürülmüştür (Mercek Altı 2.4). 31 Temmuz 2020 tarihli düzenlemeyle yılsonuna kadar KDV oranları düşürülürken, 1 Eylül 2020 tarihinden geçerli olmak üzere 2020/21 öğretim yılı için eğitim ücretlerinde KDV indirimine gidilmiştir.

#### Mercek Altı 2.4: Hizmetler Sektöründeki KDV İndirimlerinin Olası Etkileri

31 Temmuz 2020 tarihinde yapılan düzenlemeyle aynı günden itibaren geçerli olmak üzere bazı hizmet kalemlerinde yıl sonuna kadar geçerli olmak üzere KDV oranları düşürülmüştür (Tablo 1). Bu düzenlemeye göre yüzde 8 olan KDV oranları yüzde 1'e, yüzde 18 olan KDV oranları yüzde 8'e çekilmiştir. Toplu taşımaya yönelik yönetilen/yönlendirilen kalemlerde fiyatların sabit tutulacağı ve indirimlerin fiyatlara bire bir yansıtacağı varsayımı altında KDV indirimlerinin enflasyonu yaklaşık 1,0 puan aşağı çekebileceği değerlendirilmektedir. KDV indirimine tabi kalemlerin salgın hastalıktan sert bir şekilde etkilenecek belirgin birim maliyet artışı yaşayan kalemler oluşu, KDV indirimlerinin ne ölçüde fiyatlara yansıtacağı konusunda belirsizlik yaratmıştır. Ağustos ve Eylül ayı fiyat gelişmeleri, düzenlemenin sektördeki maliyet baskılarını hafiflettiğine, ancak fiyatlar üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığına işaret etmektedir.

30 Ağustos 2020 tarihinde, 1 Eylül 2020'den itibaren geçerli olmak üzere 2020/21 öğretim yılı için eğitim sektöründe KDV oranları yüzde 8'den yüzde 1'e indirilmiştir. Açık öğretimde katkı payı ödemesinin devlet tarafından yapılmasının fiyatlarda değişime sebep olmayacağı varsayımı altında, düzenlemenin enflasyon üzerindeki olası düşüş yönlü etkisi 0,17 puan olarak hesaplanmaktadır. Eylül ayı enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, KDV indirimlerinin kısmen de olsa ilk ve ortaokul ücretlerine yansıdığı, yeni açıklanan üniversite ücretlerinin de geçmiş yıllara kıyasla daha sınırlı oranda arttığı gözlenmiştir.

**Tablo 1: Vergi İndirimlerinin Enflasyona Azami Etkileri**

	Ağırlık (%)	Vergi Oranları (%)		TÜFE'ye Etki (% Puan)
		Eski	Yeni	
31 Temmuz Düzenlemesi ilk grup	3,95	18	8	-0,47
31 Temmuz Düzenlemesi ikinci grup	8,17	8	1	-0,53
30 Ağustos Düzenlemesi (Eğitim Hizmetleri)	2,58	8	1	-0,17
<b>Toplam</b>	<b>14,70</b>			<b>-1,17</b>

**Özetle, elverişli kredi koşulları, döviz kuru hareketleri ve ham petrol fiyatlarındaki artışlar üçüncü çeyrek enflasyon gelişmelerinde belirleyici olmuştur.** Döviz kurundaki yükseliş gerek ithal tüketim malları gerekse maliyet kanalı ile enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Diğer yandan, güçlü kredi ivmesi talep koşullarının dezenflasyonist etkisini sınırlamış ve özellikle dayanıklı mallarda maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılması için uygun bir zemin hazırlamıştır. Ham petrol fiyatlarındaki toparlanma ise doğrudan etkilerinin yanı sıra genele yayılan maliyet artışlarına sebep olmuştur. Taze meyve ve sebze fiyatlarında yaz aylarında gözlenen mevsimsel düşüşlerin sınırlı kalışı bir diğer olumsuz unsur olarak öne çıkarken, son aylarda uluslararası fiyatlarda gözlenen artışlar da dikkat çekmektedir. Diğer yandan, salgına bağlı birim maliyet artışlarının hafiflemesi ve KDV indirimleri hizmet enflasyonunun son dönemdeki görece ılımlı seyrinde etkili olmuştur.

## Kutu 2.1

### Fed'in Yeni Politika Çerçevesi ve Gelişmekte Olan Ükelere Olası Etkileri

Fed 2012 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçerken yayımladığı strateji dokümanını güncellemiş ve Küresel Finans Krizi (KFK) sonrasında politika çerçevesinde önemli değişiklikler yapan ilk büyük merkez bankası olmuştur. Açıklanan yeni strateji metni KFK sonrası oluşan makroekonomik koşulları özetlemekte ve politika çerçevesine dair yenilikler içermektedir (Şekil 1).<sup>1</sup> İkili hedef yaklaşımı ve yüzde 2'lik enflasyon hedefi korunurken yeniliklerden en önemlisi ortalama enflasyon hedeflemesine geçiş olmuştur.

Şekil 1: Makroekonomik Koşullar ve Fed'in Strateji Metninde Yapılan Değişiklikler



Fed, KFK sonrası ekonomik koşullara ilişkin iki önemli tespit yapmıştır. Bunlardan ilki nötr (doğal) faizdeki belirgin düşüş, ikincisi ise tüm genişletici politikalara karşın hedefin altında seyreden çekirdek enflasyondur (Grafik 1). Enflasyonun uzun bir süre hedefin altında seyretmesi beklentilerin de orta ve uzun vadede bu yönde şekillenmesine neden olmaktadır. Böyle bir beklenti oluşumu, tüketimin ertelenmesi yoluyla enflasyonu daha da düşürmekte ve uzunca bir süredir Japonya ekonomisinde gözlendiği gibi ekonomik büyümeyi sınırlayan bir döngüye dönüşebilmektedir. Hedefin altında oluşan beklentiler düşük nötr reel faiz ile birlikte nominal politika faizinin uzun dönem denge değerini de düşürmekte ve politika alanını daraltarak para politikasını etkisizleştirmektedir (Grafik 2). Fed'in çerçeve değişikliğinin temel amacı, enflasyon beklentilerini artırarak hem ekonomiyi yukarıda bahsedilen döngüden korumak hem de faizler için sıfır alt sınırının bağlayıcı olduğu durumda para politikasının etkinliğini artırmaktır.

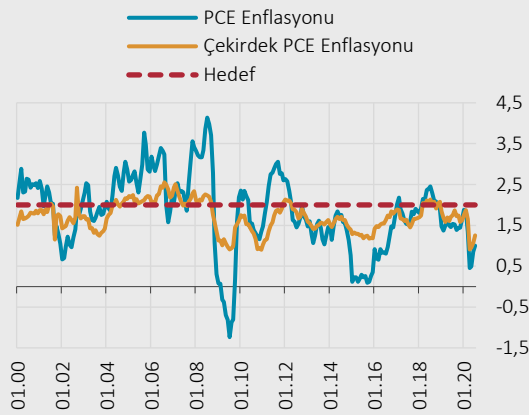
Para politikasındaki bu tıkanma uzun bir süredir gelişmiş ülke politika yapımcıları tarafından ve ekonomi yazınında tartışılmaktadır. Bu kapsamda klasik enflasyon hedeflemesini "sıfır alt sınırı" ve "hedeften düşük enflasyon" ile mücadele açısından kuvvetlendirecek bazı "takviye stratejiler" önerilmektedir.<sup>2</sup> Fed, bu stratejiler içerisinde "nominal GSYİH hedeflemesi", "fiyat düzeyi hedeflemesi" gibi seçenekler arasından "ortalama enflasyon hedeflemesi" çerçevesini tercih etmiştir.

<sup>1</sup> Yeni strateji dokümanı ve yapılan değişiklikler için bkz. Fed (2020a) ve Fed (2020b).

<sup>2</sup> Küresel para politikasındaki değişim ve takviye stratejiler için bkz. Yavuz (2017).



Grafik 1: ABD’de Yıllık Enflasyon\* (%)

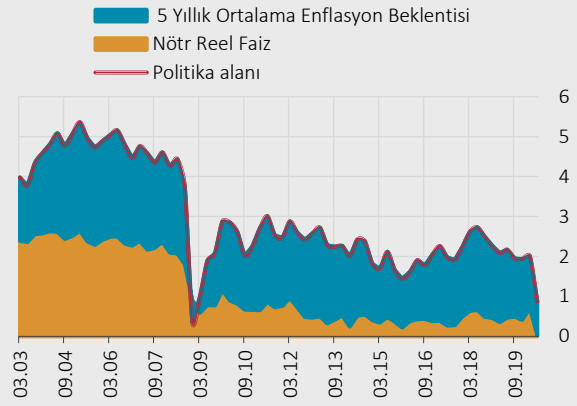


Kaynak: St. Louis Fed.

\* Kişisel tüketim harcamaları (PCE - Personal consumption expenditures) enflasyonu.

\*\* Nötr reel faiz değerleri Holston, Laubach ve Williams (2017) çalışmasından, enflasyon beklentileri ise Philadelphia Fed anketinden alınmıştır. Nötr reel faiz ile enflasyon beklentisi toplanarak nominal faizin uzun dönem denge değeri hesaplanmıştır. Bu değer aynı zamanda bir durgunluk anında politika faizinde yapılabilecek azami indirimi, dolayısıyla, politika alanını ifade etmektedir.

Grafik 2: ABD’de Nötr Faiz, Enflasyon Beklentileri ve Politika Alanı\*\* (% Puan)



Kaynak: HLW (2017), Philadelphia Fed.

## Takviye Stratejiler ve Ortalama Enflasyon Hedeflemesi

Klasik enflasyon hedeflemesinde enflasyonun orta vadeli hedeften sapmalarına tepki veren bir uygulama söz konusudur. Enflasyonun hedefin altında ya da üzerinde seyrettiği dönemler “geçmişte kalmış” kabul edilmekte ve enflasyon eğilimi hedefle uyumlu hale geldiğinde, para politikası aktarımındaki gecikmeler de dikkate alınarak, bu eğilimi koruyacak politikaya geçilmektedir. Enflasyon hedeften fazla sapmadığı veya sapmalar uzun süre aynı yönde seyretmediği takdirde bu politikanın uzun vadede fiyat istikrarını sağladığı ve yüzde 2 civarında bir enflasyon oranını tutturduğu söylenebilmektedir. Ancak, sapmaların büyüklüğü arttıkça veya süresi uzadıkça enflasyonun ortalama değeri yüzde 2’den oldukça farklılaşmaktadır.

Önerilen takviye stratejilerde ise hedeften sapmalar artık “geçmişte kalmış” kabul edilmemekte ve telafi edilmektedir. Sözgelimi, nominal GSYİH hedeflendiğinde enflasyonun hedefin altında kaldığı bir dönemin ardından hedefin tutturulabilmesi için ya daha yüksek enflasyona ya da daha yüksek üretime ihtiyaç duyulacaktır. Yine fiyat düzeyi hedeflendiğinde de yüzde 2’lik enflasyon ile uyumlu fiyat düzeyinin tutturulması için tüm sapmaların tam olarak telafi edilmesi gerekecektir. Ortalama enflasyon hedeflendiğinde de hedeften sapmaların ortalamayı tutturacak şekilde aksi yönde telafi edilmesi gerekmektedir. Ortalama enflasyon hedeflemesi bu stratejiler arasında hem daha esnek olması hem de uygulama pratiği açısından tercih edilmektedir (Svensson, 2020).

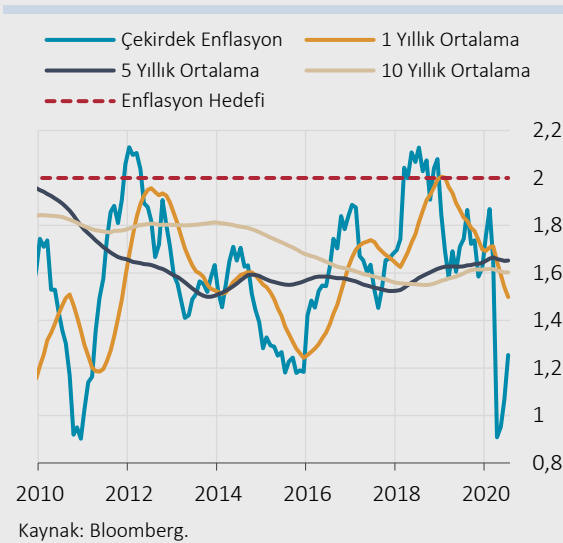
Bu çerçevede, Fed’e, son dönemde olduğu gibi enflasyonun uzun bir süre hedefin altında seyrettiği bir dönemden sonra, bir süreliğine makul oranda hedef-üstü bir enflasyona izin verme olanağı tanıyacaktır. Fed böylece enflasyon hedefi ile çelişmeden ekonomi toparlanma dönemine girdiğinde istihdamı desteklemeye devam edebilecektir. Ayrıca politika güvenilir bulunursa sıkışan para politikasına da fazladan alan sağlayacaktır. Politika faizinin sıfır alt sınırına dayandığı günümüzde hanehalkı ve firmaların Fed’in enflasyonu önümüzdeki dönemde yüzde 2’nin üzerinde tutacağına inanması halinde enflasyon beklentileri artacak ve Fed politika faizini hiç değiştirmeden reel faizi daha da düşürmüş olacaktır. Bu durum ekonominin durgunluktan çıkmasını hızlandırabilecektir. Burada altı çizilmesi gereken, Fed’in enflasyonu önemsemeye devam ettiğini ve aşırı artışlara müdahale etmekten kaçınmayacağını vurgulamış olmasıdır.

## Değerlendirmeler ve GOÜ'lere Olası Etkiler

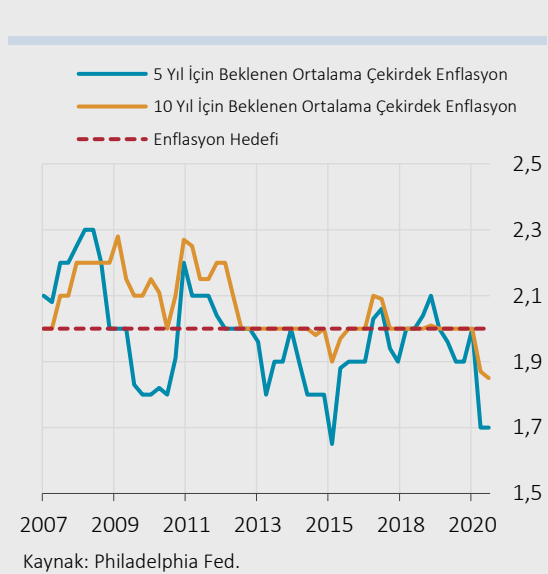
Fed'in kısa dönemde yüzde 2'nin üzerinde bir enflasyon hedefleyeceğini belirtmesi ve bu yönde tüm araçları kullanması daha uzun süre "destekleyici" politikayı sürdürme yönünde bir kararlılık içermektedir. Bu anlamda uzunca bir süre (FOMC üyelerinin medyan öngörülerine göre en azından 2023 yılı sonuna kadar) politika faizinin değişmesi beklenmezken, diğer genişletici araçların da kullanılmaya devam edileceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, politika normalleşmesi sürecinin de en azından bir süre için ertelendiği ve yakın dönemde para politikası yönünden küresel likiditeyi kısıtlayıcı bir etki gelmeyeceği öngörülebilir. Bu durum GOÜ'lere portföy akımları açısından olumlu bir "iten" faktör olabilecektir.

Durgunluk dönemlerinde ve enflasyonun uzun süre hedefin altında seyrettiği dönemlerde ortalama enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesine göre beklenti yönetimi açısından daha etkin olma potansiyeline sahiptir. Öte yandan, yeni politika çerçevesi iletişim ve beklenti yönetimi açısından birçok belirsizliği de beraberinde getirmiştir. Örneğin, enflasyonun hedefin ne kadar ve ne süre boyunca üzerine çıkmasına izin verileceği hususundaki tolerans limitleri ve Fed'in doğal işsizlik seviyesine göre ne zaman harekete geçeceği gibi konularda belirsizlikler bulunmaktadır. Politikada yapılabilecek uyarlamaların sık olması, politika belirsizliğini arttırarak, hane halkı ve reel sektör beklentilerinin bozulmasına ve nihayetinde hedefin referans olma özelliğinin kaybolmasına sebep olabilecektir. Farklı pencerelerde hesaplanan ortalama enflasyon patikalarının hedefe göre oldukça farklı noktalarda kalabileceği değerlendirildiğinde hangi vadedeki ortalamaların hedefleneceği, ne oranda bir "telafi" gerekeceği açısından belirleyici olacaktır (Grafik 3).

**Grafik 3: Çekirdek PCE Enflasyonu ve Ortalama Değerleri (%)**



**Grafik 4: ABD'de Enflasyon Beklentileri (%)**



Önümüzdeki dönemde Fed'in yeni politika uygulaması açısından oluşabilecek belirsizlik piyasalar açısından oldukça önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Eylül ayı FOMC toplantısında Başkan Powell'in açıklamaları bu tür belirsizliklere ilişkin sorulara net cevap vermemekle birlikte yeni soruları da beraberinde getirmiştir. Henüz salgının etkileri sürerken ve belirsizlik yüksekken, Fed uygulayacağı politika açısından daha bağlayıcı sözler vermekten kaçınmıştır. Bu bağlamda yapılan anketlerde de piyasa katılımcılarının, Fed'in yeni tanımlanmış hedefine ulaşabileceğine dair şüpheler dikkat çekmektedir (Grafik 4).

Özetle, söz konusu politika belirsizliği küresel piyasalarda ve GOÜ'lere portföy akımlarında dalgalanmaya neden olabilecek, piyasa beklentileri ve Fed'in politikası arasındaki olası uyumsuzluklar dalgalanmaları artırabilecektir. Bu durum GOÜ'lerde kur oynaklığını olumsuz etkileyebilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

### Kaynakça

Holston, Laubach ve Williams (2017). "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics*, 108, 39–75.

Fed (2020a). "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Fed (2020b). "Guide to Changes in the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Svensson (2020). "Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve", *International Journal of Central Banking*, 16(1), 133-193, Şubat.

Yavuz (2017). "Küresel Para Politikasının Bugünü ve Yarını: Keşfedilmemiş Sularda Yüzmek", *Merkezin Güncesi*, TCMB Blog yazısı.

## Kutu 2.2

### Angörü Modelleri ve Yüksek Frekanslı Göstergelerle Kısa Dönem Büyüme Görünümü

Üçüncü çeyreğe ilişkin veriler, ikinci çeyrekteki sert daralmanın ardından V-tipi güçlü bir toparlanmaya işaret etmektedir. İkinci çeyrekte yıllık (çeyreklik) bazda yüzde 16,7 (yüzde 19,9) daralan sanayi üretimi Temmuz-Ağustos döneminde yıllık (çeyreklik) yüzde 6,8 (yüzde 28,9) oranında artış kaydetmiş ve salgın öncesindeki Şubat ayı düzeyini aşmıştır. Benzer şekilde dolar bazında ihracat mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak Eylül ayında salgın öncesi düzeyini yakalamıştır. Toparlanma, oldukça geniş bir sektörel yayılım sergilerken, güçlü kredi ivmesine bağlı olarak inşaat bağlantılı ara malı ve dayanıklı tüketim malı sektörlerinde daha belirgin olmuştur. Buna karşılık, turizmdeki zayıf seyrin de etkisiyle giyim ve deri imalatı ile konaklama, lokanta, ulaştırma, eğlence-kültür gibi salgından en çok etkilenen mal ve hizmetlerdeki iyileşme görece sınırlı kalmıştır. Bu kutuda, TCMB bünyesinde takip edilen kısa dönemli tahmin modelleri çerçevesinde iktisadi faaliyetin yılın ikinci yarısındaki seyrine ilişkin sayısal değerlendirmeler yapılacaktır.

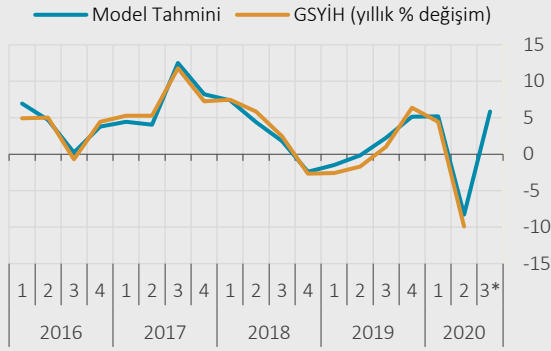
#### Model Tahminleri

Milli gelir için model bazlı tahminler üretilirken tahminde kullanılan gösterge ile milli gelir arasındaki ilişkinin gücünü ve yönünü belirleyen katsayının ekonometrik yöntemlerle tespit edilmesi gerekmektedir. Örneğin, sanayi üretim endeksi (SÜE) ile milli gelir büyümesi arasındaki yakın ilişki göz önünde bulundurularak, SÜE'nin yıllık büyümesi kullanılarak bir angörü modeli oluşturulduğunda ikinci çeyrekte SÜE'de gözlenen yüzde 16,7 oranındaki düşüşün milli gelirden yüzde 8,3'lük daralmaya işaret ettiği görülmektedir (Grafik 1).<sup>1</sup> Sadece SÜE verisine dayanan modelin tahmini, üçüncü çeyrekte milli gelirin yıllık bazda büyüme kaydedeceğine işaret etmektedir.

Ancak, SÜE ekonominin tamamını temsil etmemektedir. Salgın dönemindeki daralma ve toparlanma sürecinde özellikle mal ve hizmet ayrımında sektörel ayrışmaların önemli ölçüde artmış olması, milli gelirin SÜE'ye yakın hareket ettiği dönemlere kıyasla daha detaylı bir analiz gerektirmektedir. Örneğin, 2020 yılı ikinci çeyreğinde salgın hastalığa bağlı olarak turizm faaliyetlerinin belirgin şekilde zayıflaması ve genel olarak hizmetler sektörünün salgından olumsuz etkilenmesi büyümenin SÜE'nin ima ettiği değerden daha düşük gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu çerçevede, Günay ve Yavuz (2017) çalışmasına benzer şekilde ekonominin genelini temsil edebilecek daha kapsamlı bir veri seti oluşturulmuş ve değişkenlerin farklı kombinasyonları ile en iyi tahmin performansına sahip dört değişkenli 10 model seçilmiştir. Böylelikle, sadece SÜE kullanılarak elde edilen modele kıyasla tahmin performansında kayda değer bir iyileşme sağlanmıştır (Grafik 1 ve 2). Angörü modellerinin ortalaması, üçüncü çeyrekte V-tipi belirgin bir toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 2). Modellerin alt bandı değerlendirildiğinde dahi üçüncü çeyrekte pozitif yıllık büyüme ihtimalinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

<sup>1</sup> Tahminler üretilirken, "örneklem dışı tahmin değerlendirmesi" yöntemi uygulanmıştır. Örneğin, 2015 yılı dördüncü çeyreğine kadar milli gelir ve SÜE ile yapılan bir regresyonla SÜE'nin katsayısı belirlendikten sonra SÜE'nin 2016 ilk çeyrek verileri kullanılarak 2016Ç1 büyümesine ilişkin bir tahmin üretilmiştir. Bu işlem ardışık olarak tekrar edilmiş, en son gözlem için 2020 ikinci çeyreğine kadar olan verilerle yapılan regresyonda oluşan katsayılar ve 2020 Temmuz-Ağustos dönemi SÜE verileri kullanılarak SÜE'nin ima ettiği üçüncü çeyrek milli gelir büyümesi hesaplanmıştır.

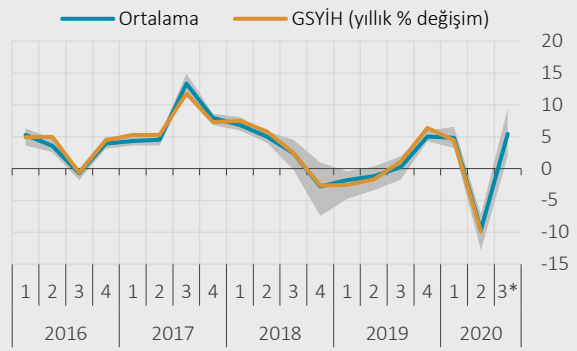
**Grafik 1: GSYİH (Yıllık % Değişim) ve Sanayi Üretim Endeksi (Yıllık % Değişim) ile Oluşturulmuş Model Tahmini**



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

\*Tahmin.

**Grafik 2: GSYİH (Yıllık % Değişim) ve Angörü Model Tahminleri\*\***



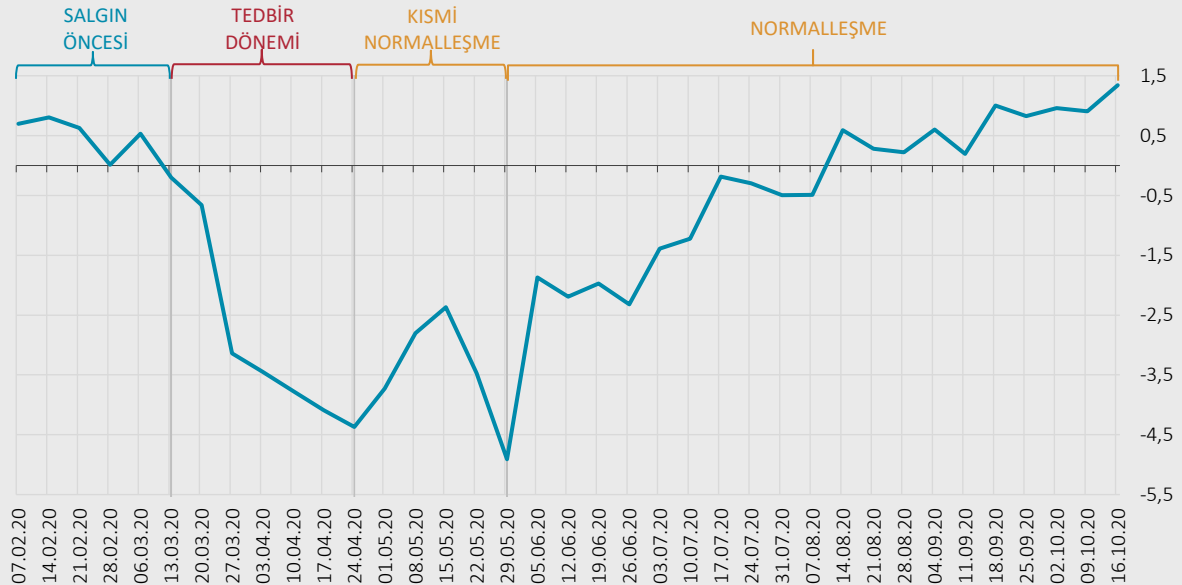
Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

\*Tahmin.

\*\* Köprü denklemleri yaklaşımı kullanarak yıllık GSYİH büyümesinin modellenmesiyle elde edilen tahminleri göstermektedir. Son nokta, 2020Ç3 için 15 Ekim 2020 tarihindeki bilgi setine dayanmaktadır.

Dördüncü çeyreğe ilişkin görünümü değerlendirmek için ise yüksek frekanslı göstergelerden yararlanılabilmektedir. Bu kapsamda, Çelgin ve Günay (2020) çalışmasında türetilen Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi (HEKE)'nin haftalık gelişimi incelenmiştir. Endeksin Eylül ayı itibarıyla salgın öncesi seviyelerini yakaladığı ve Ekim ayı ortası itibarıyla iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sürdüğü yönünde sinyal verdiği görülmektedir (Grafik 3). HEKE kullanılarak milli gelir büyümesine ilişkin elde edilen tahminler, iktisadi faaliyetteki artışın son çeyrek başında da devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 4). Ağustos ayından itibaren salgın dönemine özgü destekleyici politikalardaki normalleşme adımlarının kredi büyümesi ve iktisadi faaliyette dengelenme sağlayacağı ve çeyreğin kalanına ilişkin veri akışıyla HEKE'nin ima ettiği büyüme tahminlerinin bir miktar aşağı yönlü güncellenebileceği öngörülmektedir.

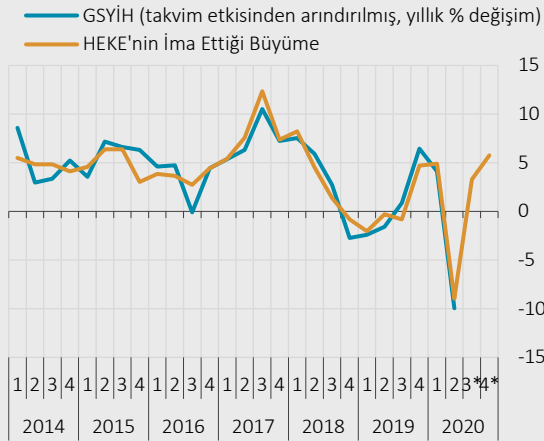
**Grafik 3: Haftalık Ekonomik Koşullar Endeksi\* (HEKE)**



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

\* Endeks, ortalaması sıfır ve standart sapması bir olacak şekilde sunulmaktadır. Endeksin aldığı değerler, ortalamasından kaç standart sapma düşük/yüksek olduğuna işaret etmektedir.

**Grafik 4: GSYİH (Takvim Etkisinden Arındırılmış, Yıllık % Değişim) ve HEKE'nin İma Ettiği Yıllık Büyüme**

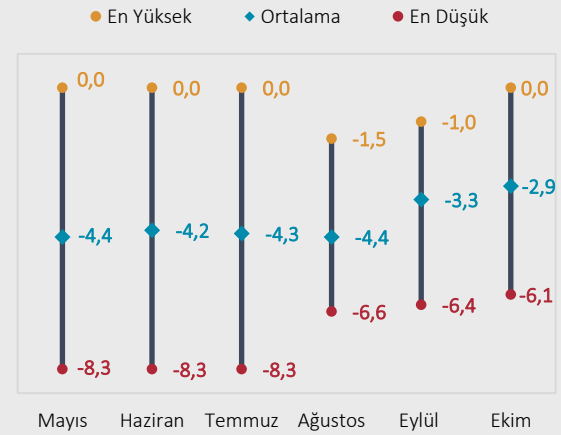


Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

\*Tahmin.

\*Son nokta, 16 Ekim 2020 tarihindeki bilgi setine dayanmaktadır.

**Grafik 5: Consensus Forecast 2020 Yılı Türkiye Büyüme Tahminlerinin Aylara Göre Gelişimi**



Kaynak: Consensus Forecast

Sonuç olarak, salgın döneminde uygulamaya konulan parasal ve mali tedbirlerin ekonomide hızlı bir toparlanma sağladığı görülmektedir. Bununla birlikte, birçok makro gösterge için tahmin belirsizliğinin yüksek seyrettiği de not edilmelidir. Nitekim, salgın hastalığın etkilerinin görülmeye başlamasıyla birlikte uluslararası kuruluşlarca raporlanan 2020 yılı büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenirken, tahminler geniş bir aralıkta dağılmıştır (Grafik 5). Son dönemdeki olumlu veri akışı sonrası, Ekim ayı Consensus Forecast bültenlerinden derlenen tahminlerin üst bandı milli gelirin yatay seyredeceği şeklinde güncellenmiştir. Ancak, bu güncellemenin genel olarak verilerdeki iyileşmeyi yeterince yansıtmadığı görülmektedir. TCMB bünyesinde takip edilen göstergeler ışığında ilave bir politika desteği gerekmeksizin 2020 yılında sınırlı pozitif büyüme ihtimalinin oldukça güçlendiği değerlendirilmektedir.

### Kaynakça

Günay, M. ve Yavuz, A. A. (2017). "Milli Gelir Verilerindeki Güncelleme Sonrası Kısa Dönemli Tahmin Modellerinin Yenilenmesi", TCMB Ekonomi Notları No:17/08.

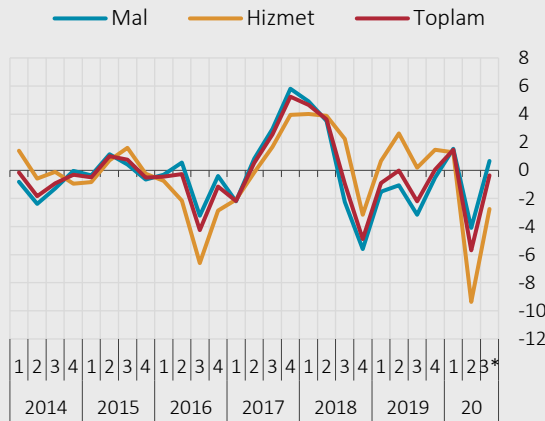
Çelgin, A. ve Günay, M. (2020). "Weekly Economic Conditions Index for Turkey", TCMB, devam eden çalışma.

## Kutu 2.3

### Talep Koşullarının Enflasyona Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme

Salgın hastalığın iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla alınan parasal ve mali tedbirler neticesinde kredi genişlemesi belirgin bir ivme kazanmış ve ekonomide hızlı bir toparlanma sağlanmıştır. Bu durum, yüksek işsizliğe rağmen talep yönlü dezenflasyonist etkilerin geçmiş öngörülere kıyasla sınırlı kalmasına neden olmuştur. Toplam talep koşulları (çıkıtı açığı) enflasyon açısından değerlendirilirken, bu döneme özgü sektörel ayrışmaların dikkate alınması önem arz etmektedir. Zira salgına bağlı beklenen etkilerin (örneğin turizm bağlantısı güçlü mal ve hizmetlerdeki toparlanmanın görece sınırlı kalması) yanı sıra uygulanan politika bileşimi de mal ve hizmet ayrımında büyüme ve enflasyon eğiliminin farklılaşmasında etkili olmaktadır. (Grafik 1 ve Grafik 2). Kredilerdeki ivmelenmenin enflasyon üzerindeki etkilerinin, milli gelir bazlı çıkıtı açığı göstergelerinin ima ettiği düzeylerden daha yüksek olduğu değerlendirilmektedir. Bu ivmelenmenin bazı sektörlerde kısa dönemli kapasite kısıtlarını zorlayarak, TÜFE'nin alt gruplarına farklı yansımalarla bulunduğu düşünülmektedir.

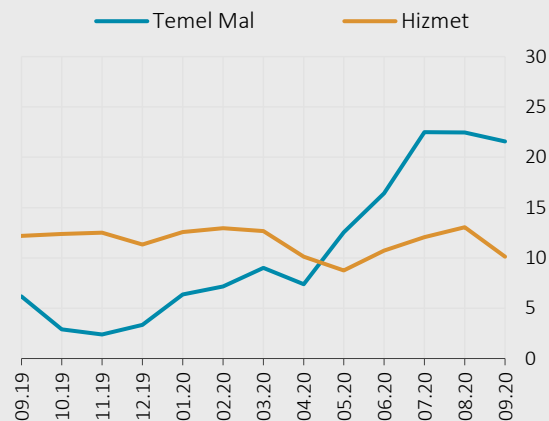
**Grafik 1: Sektörel Çıkıtı Açığı Göstergeleri\* (%)**



Kaynak: TCMB.

\*Çelgin ve Yılmaz (2019)

**Grafik 2: Temel Mal ve Hizmet Eğilimleri**  
(Mevsimsellikten ve Vergiden Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB.

Bu kutuda (i) Çekirdek-B endeksini oluşturan alt gruplar net kredi kullanımı<sup>1</sup> ve çıkıtı açığına duyarlılıklarına göre sınıflandırılmış, (ii) alt grupların duyarlılıkları ile son dönem fiyatlama davranışları ilişkilendirilmiş, (iii) kredi koşullarının, enflasyonu açıklamada milli gelir bazlı çıkıtı açığı göstergelerine ilave bir bilgi değeri taşıyıp taşımadığı sınırlanmıştır.

Alt grupların kredi kullanımı ve çıkıtı açığına duyarlılığı sınırlanırken Özmen ve Sarıkaya (2014) çalışmasına benzer bir yöntem kullanılmıştır. Buna göre B endeksi içerisinde yer alan 5 basamak detayındaki toplam 129 fiyat endeksinin her biri için denklem (1) talep değişkenleriyle ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

$$\pi_t = c + \alpha\pi_{t-1} + \beta\text{talep}_{t-i} + \sum_{k=0}^K \gamma_k \text{kontrol}_{1,t-k} + \sum_{l=0}^L \delta_l \text{kontrol}_{2,t-k} + \varepsilon_t \quad i = 0, \dots, 6 \quad (1)$$

<sup>1</sup> Net kredi kullanımı değişkenleri toplam kredi, firma kredisi ve tüketici kredisi kullanılarak elde edilmiştir. Göstergeler, mevsimsellikten ve kur etkisinden arındırılmış kredi stoklarındaki çeyreklik değişimin nominal GSYİH'ye oranı olarak hesaplanmıştır.

Bu denklemde,  $\pi$  enflasyon oranını; *talep* çıktı açığı ve kredi göstergelerini; *kontrol*<sub>1</sub> ve *kontrol*<sub>2</sub> değişkenleri, sırasıyla, TL cinsinden ithalat fiyatlarını ve ücretleri;  $\varepsilon$  ise hata terimini göstermektedir.<sup>2</sup> Seçilen kalemlerin çıktı açığı veya kredilere duyarlılığı sınanırken  $\beta$  katsayısının istatistiki ve iktisadi anlamlılığı esas alınmıştır.

Elde edilen bulgular, Özmen ve Sarıkaya (2014) ile uyumlu olarak, hizmet grubunda çıktı açığının daha belirleyici olduğuna işaret etmiştir. Krediyeye duyarlı ürünler ise finansman koşullarına duyarlılığı yüksek kalemleri içeren temel mal grubunda yoğunlaşmıştır. B endeksinde yer alan 129 kalemin 90'ı çıktı açığı veya krediden etkilenirken, ağırlık itibarıyla endeksin yüzde 71'i bu değişkenlere duyarlıdır. Dayanıklı malların yüzde 70'inin krediyeye duyarlı olduğu, buna karşılık bu grupta çıktı açığına duyarlı kalemlerin daha düşük paya sahip olduğu görülmektedir (Tablo 1).

**Tablo 1: B Endeksinin Alt Kalemleri**

	Adet			Grup İçindeki Pay (%)		
	Çıktı Açığına Duyarlı	Krediyeye Duyarlı	Çıktı Açığı veya Krediyeye Duyarlı	Çıktı Açığına Duyarlı	Krediyeye Duyarlı	Çıktı Açığı veya Krediyeye Duyarlı
Hizmet	22	25	32	74	52	77
Temel Mallar	21	43	43	35	73	73
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	7	17	17	18	70	70
Giyim ve Ayakkabı	2	5	5	21	62	62
Diğer Temel Mallar	12	21	21	69	86	86
İşlenmiş Gıda	9	9	15	37	25	52
B	52	77	90	52	55	71

Kaynak: TCMB.

Bu arka plan çerçevesinde son dönem fiyatlandırma davranışlarının incelenmesi de talep koşullarının enflasyona etkisine dair önemli ipuçları vermektedir. TCMB bünyesinde ay içindeki fiyat gelişmelerinin takibi için toplanan fiyatlardan seçilen alt gruplarda, Ağustos veya Eylül aylarında fiyatları yukarı yönlü güncellenen ürünlerin oranı 2012 yılından itibaren Tablo 2'de sunulmaktadır. 2018 yılının Ağustos ve Eylül aylarında Türk lirasındaki sert değer kaybı nedeniyle kura duyarlı kalemler başta olmak üzere birçok ürünün fiyatı kısa süre içinde güncellenmiştir. Diğer bir ifadeyle, normal dönemlerde daha uzun bir süreye yayılan döviz kuru geçişkenliği hızlanmış ve kısa bir süre içerisinde tamamlanmıştır. 2020 yılının aynı döneminde döviz kurunda görece daha düşük bir artış gözlenmiş olmakla birlikte finansman koşullarına duyarlılığı yüksek olduğu bilinen dayanıklı mallarda yukarı yönlü fiyat güncelleme oranınının 2018 seviyesine çıktığı, fakat diğer gruplarda bu yaygınlıkta bir güncelleme olmadığı görülmektedir. Bu gözlemler, 2018 yılındaki fiyatlandırma davranışında kur şokunun büyüklüğünün, 2020 yılındaki fiyatlandırma davranışında ise sektöre özgü talep şoklarının etkili olmuş olabileceğini düşündürmektedir.

<sup>2</sup> Kurulan bu genel denklem alt gruplar üzerinde test edilirken grupların iç dinamiklerine göre bazı değişiklikler yapılmıştır. Süt fiyatlarından etkilenen alt gruplar için bağımsız değişkenlere çiğ süt fiyatlarındaki güncellemeler eklenirken, süt dışındaki işlenmiş gıda grubuna ise buğday üretici fiyatları eklenmiştir. Serilerin duyarlılıkları sınanırken, talep değişkenlerinin kendilerinin veya gecikmeli terimlerinin p-değerinin 0.10'dan küçük olmasına ve işaretinin ekonomik olarak anlamlı olmasına dikkat edilmiştir.



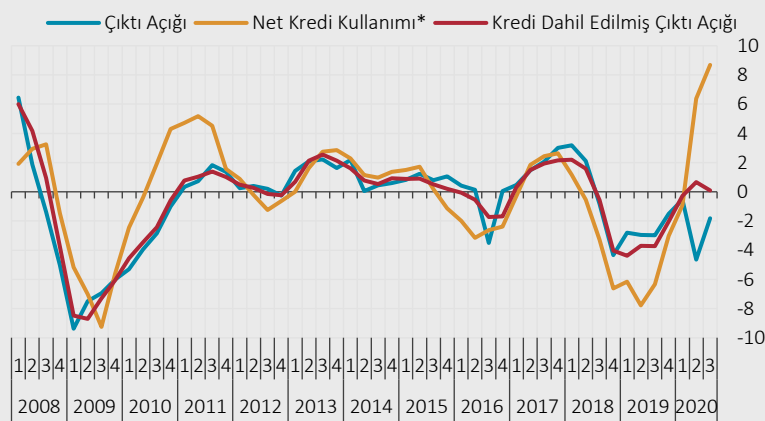
**Tablo 2: Seçilen Gruplarda Ağustos veya Eylül Aylarında Fiyatı Yukarı Yönlü Güncellenen Ürünlerin Oranı (%)**

	Diğer Temel Mallar	Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	İşlenmiş Gıda (Ekmek Hariç)
2012	9,6	22,4	18,7
2013	13,9	31,1	24,6
2014	20,6	28,7	23,1
2015	18,8	30,3	18,8
2016	14,8	34,1	8,5
2017	18,7	54,7	21,3
2018	61,0	77,2	56,8
2019	14,0	31,5	22,5
2020	23,3	76,6	27,9
Ortalama Ürün Sayısı	941	236	1816

Kaynak: TCMB.

Sektörel enflasyon dinamikleri ve yakın dönem fiyatlama davranışları, kredi genişlemesinin bazı sektörlerde kısa dönemli üretim kapasitesinin daha fazla zorlanmış olabileceğine dair işaretler içermektedir. Milli gelir veya üretim verilerine dayalı toplam çıktı açığı göstergelerinin sektörel farklılaşmaları yansıtmayabileceği göz önünde bulundurulduğunda, kredi koşullarının enflasyonu açıklama noktasında bu göstergelere ilave bir bilgi sağlayacağı düşünülebilir. Bu amaçla, çeşitli ağırlık kombinasyonlarıyla farklı kredi göstergelerinin ve milli gelir bazlı çıktı açığının ağırlıklı ortalamaları oluşturulmuştur. Toplam talep koşullarını daha iyi yansıtmak amacıyla üretilen bu bileşik göstergelerin çekirdek-D enflasyonundaki açıklayıcı gücü tahmin edilmiştir. Denklem (1)'e benzer bir modelle<sup>3</sup> yapılan tahminlerden elde edilen bulgulara göre, enflasyonda en yüksek açıklayıcı güce sahip olan bileşik göstergenin<sup>4</sup> yüzde 64'ü çıktı açığının cari değeri, yüzde 6'sı çıktı açığının bir dönem gecikmeli değeri ve yüzde 30'u toplam kredi kullanımından oluşmaktadır. Krediyile birleştirilmiş çıktı açığı göstergesi, standart göstergeye kıyasla toplam talep koşullarına dair daha enflasyonist bir düzeye işaret etmektedir.

**Grafik 3: Çıktı Açığı, Net Kredi Kullanımı ve Krediyile Birleştirilmiş Çıktı Açığı**



Kaynak: TCMB (2020).

\*Geçen yılın aynı çeyreğine göre kur etkisinden arındırılmış kredi kullanımındaki değişimin dört çeyreklik milli gelir toplamına oranıdır.

<sup>3</sup> Denklem (1) den farklı olarak TL cinsi ithalat fiyatları yerine sepet kur ve dolar cinsi ithalat fiyatları ayrı ayrı kontrol edilmiştir.

<sup>4</sup> Oluşturulan talep göstergelerinin seçiminde denklemlerin açıklayıcı güçleri ( $R^2$ 'leri) esas alınmıştır.

Özetle, mal gruplarında enflasyonun hizmet grubuna kıyasla finansman koşullarına daha duyarlı olduğu ve güçlü kredi ivmesinin son dönem fiyatlama davranışlarında etkili olduğu değerlendirilmektedir. Ampirik olarak da net kredi kullanımının enflasyonu açıklamada çıktı açığı göstergelerine ilave bilgi sağladığı görülmektedir. Bu çerçevede, güçlü kredi ivmesiyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanmanın talep yönlü dezenflasyonist etkileri sınırladığı değerlendirilmektedir.

### Kaynakça

Özmen, M.U. ve Sarıkaya, Ç. (2014). Enflasyonun Çıktı Açığı ve Kredilere Duyarlılığı. TCMB Ekonomi Notları, No: 14/17.

Çelgin, A. ve Yılmaz, T. (2019). Sektörel Çıktı Açığı. TCMB Ekonomi Notları, No: 19/10.