



# ENFLASYON RAPORU

## 2021-IV

28 Ekim 2021

## İçindekiler

<b>1. Genel Değerlendirme</b> .....	<b>1</b>
1.1 Para Politikası Kararları .....	2
1.2 Orta Vadeli Tahminler .....	4
1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler .....	6
<b>2. Ekonomik Görünüm</b> .....	<b>14</b>
2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler .....	14
2.2 Finansal Koşullar .....	18
2.3 İktisadi Faliyet.....	23
2.4 Enflasyon .....	34
<b>3. Orta Vadeli Öngörüler</b> .....	<b>54</b>
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	54
3.2 Orta Vadeli Görünüm .....	56
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları .....	60
<b>Kutular</b> .....	
<b>Kutu 1.1</b> Enflasyon Üzerinde Etkili Olan Arz ve Talep Şoklarının Belirlenmesi .....	8
<b>Kutu 1.2</b> Küresel İklim Değişikliği Sürecinde Para Politikası ve Merkez Bankacılığı .....	10
<b>Kutu 2.1</b> Emtia Fiyat Gelişmeleri.....	43
<b>Kutu 2.2</b> Aşılama, Hareketlilik ve Tüketim Harcamaları İlişkisi: Bölgesel Bir İnceleme.....	46
<b>Kutu 2.3</b> Son Dönem Elektrik Piyasası Gelişmeleri .....	49
<b>Kutu 2.4</b> Yurt İçi Ana Metal Sanayi Fiyat Dinamikleri: Yakın Dönem Eğilimler .....	51

# 1. Genel Değerlendirme

***İktisadi faaliyet 2021 yılının ikinci çeyreğinde salgın kısıtlamaları ve finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte bir miktar ivme kaybetse de uzun dönem eğiliminin üzerinde kalmaya devam etmiştir.*** Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), 2021 yılı ikinci çeyreğinde yıllık bazda yüzde 21,7, çeyreklik bazda ise yüzde 0,9 oranında artış kaydetmiştir. Üretim yönünden değerlendirildiğinde, sanayi ve hizmet sektörleri yıllık ve dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi olurken, inşaat ve tarım sektörleri dönemlik büyümeyi sınırlamıştır. Harcama yönünden ise, dönemlik büyümeye hem iç talep hem de net ihracat katkı vermiştir. İç talebin katkısında özel tüketim öne çıkarken, kamu harcamaları ve yatırımlar ılımlı seyretmiştir. Net ihracatın büyümeye verdiği katkıda ise hem güçlü seyreden ihracat hem de altın ithalatındaki yavaşlamanın etkisiyle azalan ithalat rol oynamıştır.

***Öncü göstergeler, yurt içinde iktisadi faaliyetin dış talebin de etkisiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir.*** Sanayi üretim endeksi Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,2 artarak yükseliş eğilimini sürdürmüştür. Ciro endeksleri üçüncü çeyrekte yurt dışı talebin, özellikle ara malı ve sermaye malı sektörlerinde, sanayi üretimini desteklemeye devam ettiğine işaret etmektedir. Aşılamanın toplumun geneline yayılması salgından olumsuz etkilenen hizmetler, turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Perakende satış hacim endeksi, açılmanın da etkisiyle kuvvetli bir artış kaydetmiştir. Mal tarafında ise dayanıklı tüketim malları talebi yavaşlarken, dayanıksız tüketim malları talebi toparlanmaktadır. Açılmanın iktisadi faaliyet üzerindeki etkisi işgücü piyasasına da yansımaktadır. Temmuz-Ağustos ayları itibarıyla tarım dışı istihdam, hizmet istihdamı öncülüğünde artışını sürdürmüştür. Hizmet istihdamındaki toparlanmayla birlikte tarım dışı istihdam ve tüm alt bileşenleri salgın öncesi seviyelerini aşmıştır.

***Cari işlemler dengesinde iyileşme sürmektedir.*** İhracat, küresel talepteki hızlı toparlanma ve ihracat fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak üçüncü çeyrekte güçlü seyrini sürdürmüştür. Uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek artış ve iktisadi faaliyetin güçlü seyrine rağmen ithalat üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre daha ılımlı bir artış eğilimi izlemiştir. İthalat fiyatlarındaki artışın görece daha güçlü olması, dış ticarete miktar bazında gerçekleşen dengelenmenin cari işlemler dengesine yansımaları sınırlamaktadır. Hizmet gelirlerinde ise aşılamanın hızlanması ve kısıtlamaların kaldırılmasıyla birlikte toparlanma gücü kazanmıştır. Önümüzdeki dönemde olumlu dış talep koşullarına bağlı olarak ihracattaki güçlü artış eğilimiyle yılın geri kalanında yıllıklandırılmış cari işlemler dengesindeki iyileşmenin sürmesi beklenmektedir.

***Yılın üçüncü çeyreğinde küresel risk iştahı dalgalı bir seyir izlemiştir.*** Gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleyici politikalarının süreceği beklentisiyle Ağustos ayında ve Eylül ayı başında gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) portföy girişleri olmuştur. Ancak, Eylül ayının ortalarından itibaren, gelişmiş ülke merkez bankalarının tahvil alımlarını azaltmaya ilişkin iletişimi, enerji fiyatlarındaki artış ile Çin finans ve emlak piyasalarındaki olumsuz gelişmeler GOÜ'lere sermaye akımlarında belirgin bir yavaşlamaya neden olmuştur. Söz konusu süreçte Türkiye'ye yönelen sermaye akımları da zayıflamıştır. Türkiye'nin de içinde olduğu GOÜ'ler grubunda risk primi ve ima edilen döviz kuru oynaklıkları yükselirken, para birimleri dolar endeksindeki güçlenmenin de etkisiyle değer kaybetmiştir.

***Tüketici enflasyonu yılın üçüncü çeyreğinde, gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve açılmaya bağlı talep gelişmelerinin etkisiyle yükselmiştir.*** Bu dönemde, tüketici enflasyonu yüzde 19,58 ile Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde, B endeksinin yıllık enflasyonu ise yüzde 18,63 ile tahmin aralığının içinde gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte, üretici fiyatlarındaki artış sürmüş ve tüketici fiyatları üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir. Söz konusu artışta uluslararası emtia fiyatları, enerji fiyat gelişmeleri, süregelen arz kısıtları ve tedarik zincirinde devam eden sorunlar belirleyici olmuştur.

***B endeksinin yıllık enflasyonu, yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artarken, C endeksinin yıllık enflasyonu aynı dönemde bir miktar azalmıştır.*** Yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon eğilimi kapanma ve açılma dönemlerinin de etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu dönemde enflasyon eğilimi temel mallar grubunda gerilerken, işlenmiş gıda grubunda ve yeniden açılmaya bağlı olarak hizmet grubunda yükselmiştir. İşlenmiş gıda grubundaki gelişmeler B ve C endekslerinin eğilimlerinin farklılaşmasına yol açmıştır.

**Parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkileri devam etmektedir.** Kredi kompozisyonu açısından bakıldığında, üçüncü çeyrek itibarıyla parasal duruşun sıklığının ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yaptığı, bireysel kredilerin ise güçlü seyrettiği gözlenmiştir. Bununla birlikte, bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için güçlendirilen makroihtiyati politika çerçevesinin olumlu etkileri görülmeye başlamıştır. Yüksek frekanslı kredi verileri, söz konusu tedbirlerin de etkisiyle ihtiyaç kredisi artış hızının yavaşladığına, vade kompozisyonunun ise bir miktar kısaldığına işaret etmektedir. Kredilerin seyri ve kompozisyonu makroekonomik istikrar açısından takip edilmektedir.

**TCMB, Ağustos ayı PPK toplantısında politika faizini sabit tutarken, Eylül ve Ekim aylarında indirimde gitmiştir.** Eylül ve Ekim ayı toplantılarında parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin sürdüğü vurgulanmıştır. TCMB, enflasyonda son dönemdeki yükselişin arz yönlü arzı unsurlardan kaynaklandığı değerlendirilerek politika faizini Eylül ve Ekim aylarında toplamda 300 baz puan düşürerek yüzde 16 düzeyine indirmiştir. Bununla birlikte, TCMB, politika faizinde aşağı yönlü düzeltme için yıl sonuna kadar sınırlı alan kaldığı yönünde bir değerlendirmede bulunmuştur.

## 1.1 Para Politikası Kararları

**TCMB, Ağustos ayı toplantısında politika faizini yüzde 19 düzeyinde sabit tutmuştur.** Ağustos ayında, ticari kredilerin ılımlı bir seyir izlediği vurgulanarak açılma ve ertelenmiş talebe bağlı olarak artış gösteren bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için Temmuz ayında alınan makroihtiyati tedbirlerin yeterliliğinin takip edildiği belirtilmiştir. Kurul, bireysel kredilerin ılımlı bir büyüme sergilemesinin, enflasyon görünümü ve dış denge üzerindeki riskleri sınırlamak için önemli olduğuna dair yaptığı vurguyu korumuştur. Bu çerçevede, kredilerin seyri ve kompozisyonunun makroekonomik istikrar açısından yakından takip edildiğinin altı çizilmiştir. Bu kararı takip eden dönemde BDDK ilave bir makroihtiyati adım atarak tüketici kredilerine ilişkin bir karar almıştır (Tablo 1.1).

**Eylül ayı PPK toplantısı öncesinde TCMB, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin artırılması için zorunlu karşılıklarda düzenlemeler yapmış, döviz rezervlerindeki artışı desteklemek için de reeskont kredileri kullanım ve geri ödeme koşullarında değişikliğe gitmiştir.** TCMB'nin 1 Temmuz 2021 tarihli duyurusunda, döviz cinsi zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılırken, Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânının kademeli olarak düşürülerek Ekim ayında sonlandırılacağı açıklanmıştır. 15 Eylül 2021 tarihli duyuruda ise söz konusu imkânın sonlandırılacağı, 1 Ekim 2021 tesis tarihinde yabancı para mevduat/katılım fonuna uygulanan zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılacağı açıklanmıştır.

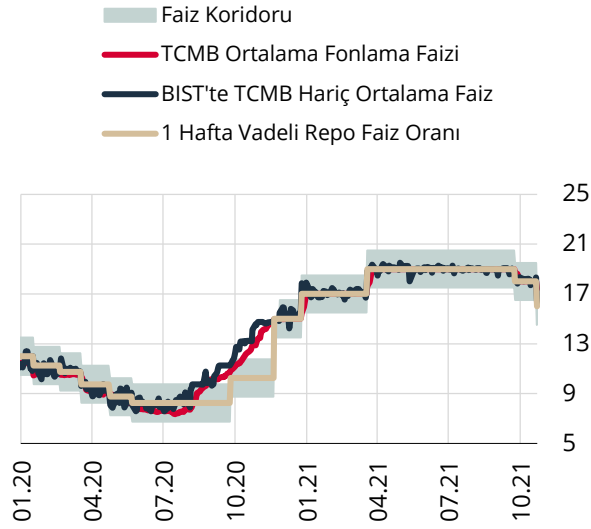
**TCMB, Eylül ayı toplantısında para politikasının etkileyebildiği talep unsurları, çekirdek enflasyon gelişmeleri ve arz şoklarının yarattığı etkilerin ayrıştırılmasına yönelik analizler neticesinde para politikası duruşunda güncellemeye ihtiyaç bulunduğunu değerlendirmiştir** (Kutu 1.1). Eylül ayı toplantısında, son dönemde enflasyonda gözlenen yükselişte; gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve açılmaya bağlı talep gelişmelerinin etkili olduğu ve bu etkilerin arzı unsurlardan kaynaklandığı değerlendirilmiştir. Ek olarak, parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin sürdüğü belirtilmiş, parasal duruşun sıklığının ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapmaya başladığı vurgulanmıştır. Bu çerçevede Kurul, para politikası duruşunda güncellemeye ihtiyaç bulunduğu değerlendirilerek politika faizinin 100 baz puan indirilmesine karar vermiştir.

**TCMB, Ekim ayı toplantısında, enflasyonda son dönemde gözlenen yükselişte etkili olan unsurların arzı nitelikte olduğu vurgusunu yineleyerek politika faizinin 200 baz puan indirilmesine karar vermiştir.** Ek olarak, parasal duruşun sıklığının ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yaptığı, bunun yanında, bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için güçlendirilen makroihtiyati politika çerçevesinin olumlu etkilerinin gözlenmeye başladığı vurgulanmıştır. Bununla birlikte Kurul, arz yönlü arzı unsurlardan kaynaklı olarak politika faizinde yapılan aşağı yönlü düzeltme için yıl sonuna kadar sınırlı bir alan kaldığı değerlendirilmesinde bulunmuştur.

Ekim ayı PPK toplantısında TCMB, ayrıca iklim ve diğer çevre kaynaklı riskleri sınırlandırmak amacıyla, para politikasının ana hedeflerinde bir değişikliğe yol açmadan sürdürülebilir finans uygulamalarını uzun vadeli bir politika olarak destekleme kararı almıştır (Kutu 1.2).

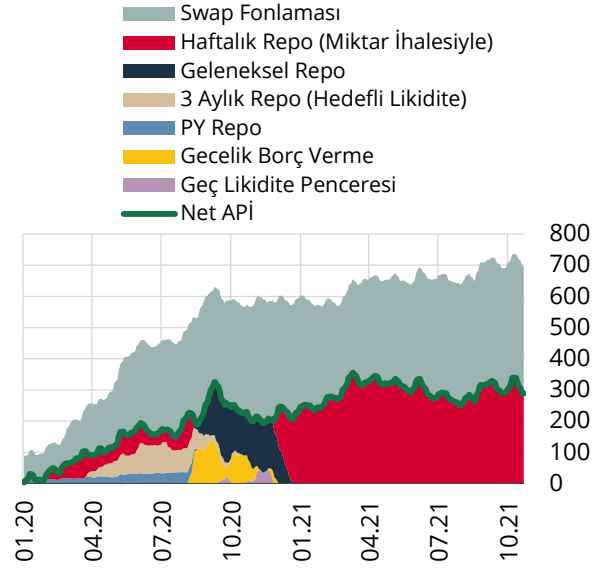
**Mevcut Rapor döneminde de TCMB fonlaması sade bir operasyonel çerçevede APİ ve swap işlemleri kanalıyla yapılmış, gecelik faizler TCMB politika faizi etrafında oluşmuştur.** TCMB'nin öngörülebilir likidite yönetimi sayesinde BIST gecelik repo faizleri, TCMB politika faizi etrafında dalgalanmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.1). 30 Temmuz 2021 tarihi itibarıyla 384 milyar TL olan swap işlem tutarı, 22 Ekim 2021 tarihi itibarıyla 417 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde net APİ fonlaması da zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların etkisiyle artış kaydederek 252 milyar TL seviyesinden 302 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.2).

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



Kaynak: BİST, TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

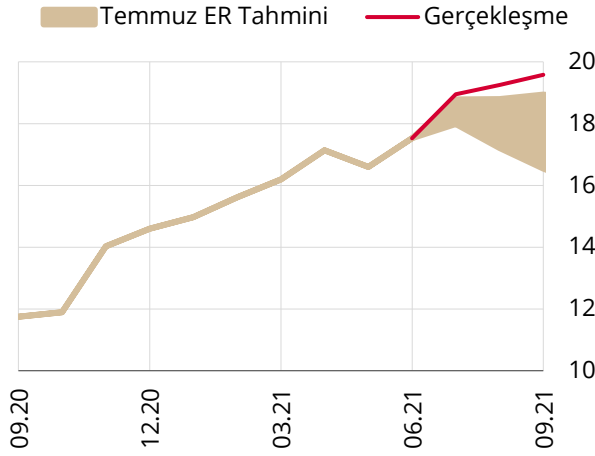
Tablo 1.1: Para Politikası Uygulamaları

Tarih	Kurum	Politika Kararı
15 Eylül 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânının sona ereceği 1 Ekim 2021 tarihinde yürürlüğe girmek üzere yabancı para mevduat/katılım fonuna uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmıştır.</li> </ul>
16 Eylül 2021	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> <li>04.09.2020 tarihli ve 9131 sayılı BDDK kararı ile 36 ay olarak belirlenen tüketici kredilerine ilişkin genel vade sınırının kredi tutarı 50 bin Türk lirasının üzerinde olan krediler için 36 aydan 24 aya indirilmesine karar verilmiştir.</li> </ul>
17 Eylül 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Toplam reeskont kredisi limiti 30 milyar ABD dolarına yükseltilmiş, bu limitin 20 milyar ABD dolarlık bölümü Türk Eximbank, 10 milyar ABD dolarlık bölümü diğer bankalar aracılığı ile kullanılacak kredilere tahsis edilmiştir.</li> <li>Söz konusu toplam limitin 5 milyar ABD doları karşılığının Türk lirası reeskont kredisi olarak da kullanılabilmesi imkanı getirilmiştir. Limit artırımına ek olarak aşağıda yer alan hususlarda değişiklik yapılmıştır:</li> <li>Kredilerin son üç yıldaki ya da son yıldaki ihracat tutarı ithalat tutarından en az %10 fazla olan net ihracatçı firmalara kullanılması,</li> <li>Kredilerin yalnızca belirlenen Türk lirası cinsi harcama alanlarında kullanılabilmesi,</li> <li>Kredilerin geri ödemelerinin sadece ihracat bedelleriyle yapılması,</li> <li>Kredilerin 240 gün olarak uygulanan azami vadesinin 180 gün olarak güncellenmesi ve yeni pazarlara yapılan ihracat, yüksek teknolojlili ürün ihracatı ve döviz kazandırıcı hizmetlerin finansmanı amacıyla kullanılan kredilerin azami vadesinin 360 gün olarak uygulanmaya devam etmesi,</li> <li>Aracı bankaların kredilere uygulayabileceği azami komisyon oranının 100 baz puan olarak belirlenmesi,</li> <li>Firmaların TCMB'e ilave ihracat bedeli satış taahhüdünde bulunması halinde kullanılan krediye uygulanacak faiz oranından indirim yapılması.</li> </ul>

## 1.2 Orta Vadeli Tahminler

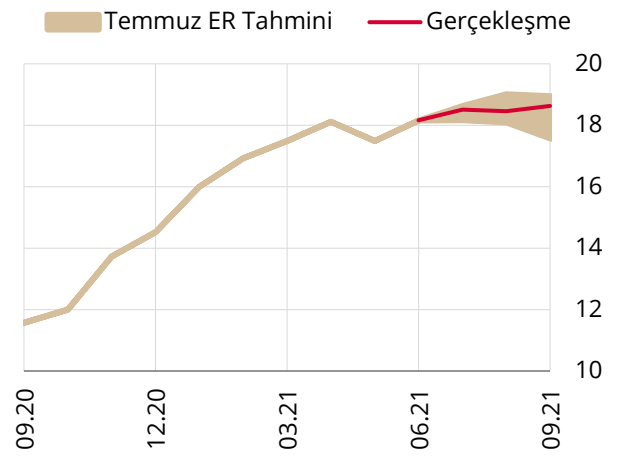
**2021 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 19,58 olarak gerçekleşen tüketici enflasyonu Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde kalmış; çekirdek göstergelerden B enflasyonu ise yüzde 18,63 ile Temmuz Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumlu gerçekleşmiştir** (Grafik 1.2.1 ve Grafik 1.2.2).

Açılmaya bağlı talep gelişmeleri, ithalat fiyatları, taşımacılık maliyetleri, tarımsal kuraklık ve tedarik sorunları gibi arz yönlü unsurlar tüketici enflasyonunun maliyet yönlü olarak artışında rol oynamıştır. Tüketici enflasyonu ve çekirdek enflasyon tahminleriyle gerçekleşmeler arasındaki ayrışmada uluslararası tarımsal emtia fiyatlarındaki artış, birikimli döviz kuru etkileri ve tarımsal kuraklığa bağlı olarak işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülenden daha yüksek seyretmesi etkili olmuştur.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

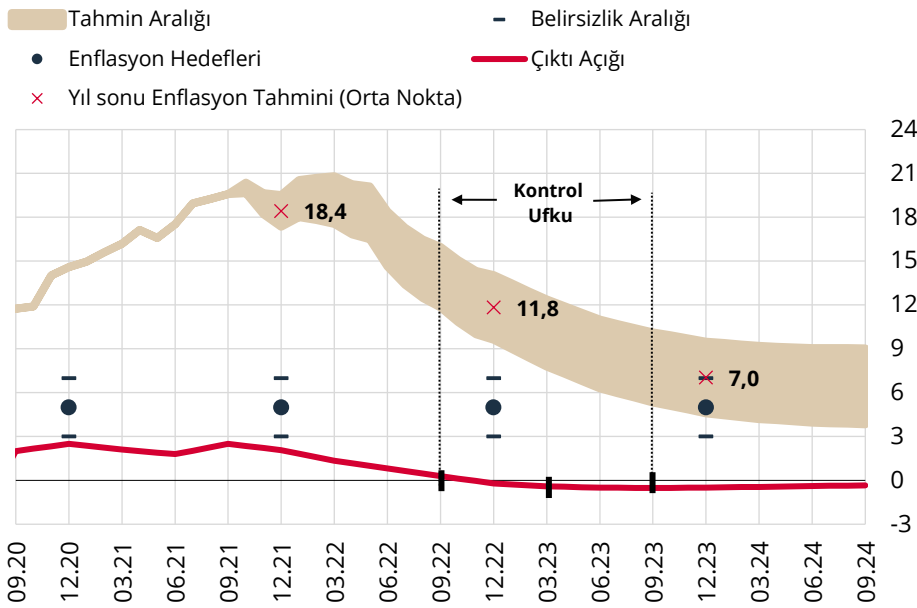
\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Temel varsayımlar ve kısa vadeli öngörüler çerçevesinde, para politikası duruşunun geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun yeniden düşüş eğilimine dönmesini sağlayacak sıkılıkta oluşturulmaya devam edileceği bir görünüm altında enflasyonun kademeli olarak hedefe yakınsayacağı öngörülmektedir.** Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yılı sonunda yüzde 18,4 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 11,8'e ve 2023 yıl sonunda ise yüzde 7,0 seviyesine geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2021 yılı sonunda orta noktası yüzde 18,4 olmak üzere, yüzde 17,3 ile yüzde 19,5 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 11,8 olmak üzere yüzde 9,6 ile yüzde 14,0 aralığında; 2023 yılı sonunda ise orta noktası yüzde 7,0 olmak üzere yüzde 4,6 ile yüzde 9,4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.3).

**Grafik 1.2.3: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Küresel iktisadi faaliyette yılın ilk yarısında yaşanan toparlanmaya rağmen yakın dönemde açıklanan güven endeksleri salgının etkisiyle gerilemeye başlamıştır.** Aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında yeni varyantlar küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel talepteki toparlanma, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve taşımacılık maliyetlerindeki artış uluslararası ölçekte üretici ve tüketici fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır. Başlıca tarımsal emtia ihracatçısı ülkelerde yaşanan iklim koşullarının küresel gıda fiyatları üzerinde olumsuz yansımaları görülmektedir. Yüksek küresel enflasyonun, enflasyon beklentileri ve uluslararası finansal piyasalar üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankaları talep kompozisyonundaki normalleşme, arz kısıtlarının hafiflemesi ve baz etkilerinin devreden çıkması sonucunda enflasyondaki yükselişin büyük ölçüde geçici nitelikte olacağını değerlendirmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda gerek güncel enflasyon gerekse yıl sonu enflasyon beklentisi hedefin üzerinde seyretmektedir. Bununla birlikte, beklentiler enflasyonun 2022 yıl sonunda tolerans aralığına döneceği yönündedir.

**Açılmanın da etkisiyle üçüncü çeyrekteki canlanmayı takiben 2021 yılının son çeyreğinden itibaren talep koşullarının daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.** Öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin dış talebin de etkisiyle güçlü seyreteğine işaret etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde normalleşme adımlarını takiben toplam talebin iç ve dış talebin desteğiyle güçlendiği görülmektedir. Ayrıca, salgından olumsuz etkilenen hizmetler ile turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasıyla iktisadi faaliyet daha dengeli bir bileşime kavuşmuştur. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinden itibaren, salgın sonrası normalleşme adımlarının toplam talep üzerindeki etkilerinin azalması beklenmektedir. Ayrıca, iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle süreceği öngörülmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak toplam talep koşullarının enflasyon üzerindeki etkisinin azalacağı tahmin edilmektedir. Enflasyon gelişmeleri değerlendirildiğinde, emtia fiyatları, tedarik zincirindeki aksaklıklar ve talep koşulları üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine sebep olmaktadır. Bu nedenle tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları devam etmektedir. Arızı unsurlardan kaynaklı bu etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir.

### 1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler

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

**Aşılama sürecindeki ivmelenme ve normalleşme adımları ile birlikte iktisadi faaliyet üzerinde yukarı yönlü riskler bulunmaktadır.** Toplam talep koşulları hem yurt içi talep hem de yurt dışı talebin katkısı ile güçlü seyrini sürdürmektedir. Küresel ekonomide toparlanma süreci bir miktar yavaşlamakla birlikte devam etmektedir. Bununla birlikte, aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında yeni varyantlar küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Aşılamanın hızlanması, Türkiye'ye yönelik seyahat kısıtlamalarının gevşetilmesi ile salgından olumsuz etkilenen hizmetler, turizm ve bağlantılı sektörler canlanarak, iktisadi faaliyet daha dengeli bir bileşimle sürmüştür. İhracattaki güçlü seyir ve turizmde gözlenen toparlanma ile cari dengedeki iyileşmenin yıl sonuna kadar devam etmesi beklenmektedir. Diğer yandan, salgınla ilişkili olarak vaka ve ölüm sayılarındaki değişimler, yeni varyant ve salgın dalgalarına ilişkin gelişmeler ve bu gelişmelerin talep koşullarına etkisi yakından takip edilmektedir.

**Uluslararası emtia fiyatlarının bulunduğu seviyeler, enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.** Son dönemde uluslararası enerji piyasalarında kömür ve doğal gaz fiyatlarındaki artışlar ile ilişkili olarak üretici fiyatları kaynaklı riskler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde, aşılama sürecinin hızlanması ile salgının etkileri ortadan kalktığında gerçekleşecek normalleşme emtia fiyatlarına yansiyabilecektir. Diğer yandan, emtia fiyatlarındaki artışlar, arz kısıtları gibi faktörler halen geçici olarak değerlendirilmekle birlikte bazı ülkelerde para politikasında sıkılaşmaya dair işaretler verilmektedir. Bu görünüm sermaye akımları ve küresel risk iştahı kanalıyla finansal piyasalar üzerinde etkili olabilecektir.

<sup>1</sup> Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden etkileyebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 3.3.1'de özetlenmektedir.



**Gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.** Başlıca tarımsal emtia ihracatçısı ülkelerde yaşanan iklim koşullarının küresel gıda fiyatları üzerinde olumsuz yansımaları görülmektedir. Uluslararası tarımsal emtia ve gıda fiyatlarında süregelen artışlar, birikimli kur etkileri, olumsuz iklim koşulları (tarımsal kuraklık, sel, yangın), belirli ürünlerdeki arz sıkıntıları ve açılmayla birlikte gıda enflasyonu yüksek seviyelerdeki seyrini korumaktadır.

**Tedarik zincirinde süregelen aksaklıklar enflasyon üzerindeki arz yönlü riskleri canlı tutmaktadır.** Ekim ayında sınırlı bir gerileme olmakla birlikte, navlun maliyetlerindeki olumsuz görünüm devam etmektedir. Tedarikçilerin teslim sürelerinde iyileşme gözlenirse de mevcut seviyeler tarihsel ortalamaların belirgin bir şekilde üzerindedir. Üretici fiyatlarının tüketici fiyatlarına geçişkenliği ve bunun kaynakları yakından izlenmektedir.

**Ankete dayalı göstergeler ve enflasyon telafileri, enflasyon beklentilerinin arttığına işaret etmektedir.** Finansal piyasalardaki oynaklık, fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümüne ilişkin risk oluşturmaktadır.

**Parasal duruşun sıklığı ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapmaya başlamıştır.** Bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için güçlendirilen makroihtiyati politika çerçevesinin olumlu etkileri gözlenmeye başlamıştır. Makroihtiyati tedbirlerin yanı sıra para politikasındaki uyarılamanın da kredi büyümesi ve kompozisyonu üzerindeki etkileri izlenecektir. Kredi büyümesinin kompozisyonu; toplam talep, cari denge, dış finansman ve risk primi kanallarıyla enflasyon görünümünü etkilemektedir. Bu çerçevede kredi arzı ve talebine ilişkin göstergeler yakından takip edilecektir.

**Yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.** Enflasyon hedeflerinin tüm paydaşlarca sahiplenilmesi, fiyat istikrarı yolundaki çabaların ortak bir anlayışla toplumsal mutabakat içerisinde yürütülmesi ve makro politikaların eşgüdüm içerisinde enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu şekilde belirlenmesi para politikası etkinliğini güçlendirecektir.

## Kutu 1.1

### Enflasyon Üzerinde Etkili Olan Arz ve Talep Şoklarının Belirlenmesi

Salgına bağlı gelişmeler, ulaşım, eğlence ve hizmetler gibi sosyal temasın görece yüksek olduğu bazı sektörleri diğerlerinden daha olumsuz etkilemiştir. Salgın, hem ekonomilerin belirli bir fiyattan mal ve hizmet üretme kapasitesini kısıtlayan negatif arz şokuna hem de tüketicilerin belirli bir fiyattan mal veya hizmet satın alma isteğini ya da imkânını azaltan negatif talep şokuna sebep olmuştur.<sup>1</sup> Aynı dönemde ortaya çıkan bu farklı şokların enflasyon dinamikleri üzerinde farklı etkiler oluşturabildiği görülmektedir. Örneğin, teknoloji şoku, sektörler arası üretim şoku, fiyatlama davranışlarının değişmesi, emek arz şoku, emek verimliliği şoku gibi temel arz şoklarının yanı sıra tedarik zincirinde ortaya çıkan aksaklıklar bir yandan ekonomik aktiviteyi kısıtlarken bir yandan da enflasyonist baskıların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bunun yanında iç talepte azalma, sektörler arası tüketim tercihlerinde değişim ve küresel talepte daralma gibi negatif yönlü talep şokları ise fiyatların düşmesi yönünde baskı oluşturmaktadır. Son dönemde, arz ve talep yönlü şoklarının küresel enflasyon gelişmelerini nasıl etkilediğinin anlaşılması özellikle akademik çevrelerde ve merkez bankaları arasında büyük önem kazanmıştır. Bu çerçevede, bu kutuda arz ve talep şoklarının enflasyon üzerindeki etkilerini ayırtıran temel yöntemlere ve bu yöntemler kullanılarak elde edilen güncel sonuçlara yer verilmiştir.

Sims (1980) "Makroiktisat ve Gerçeklik" makalesinde vektör otoregresyon (VAR) modellerini tanıttığından bu yana, VAR modelleri ampirik makroekonomi alanında yaygın olarak kullanılan modellerin başında gelmektedir. VAR modellerinden elde edilen önemli bir çıktı ise şokların tarihsel ayrıştırma (historical decomposition) sonuçlarıdır. Bu yöntem temel olarak VAR'daki tüm zaman serilerinin farklı şokların ve dışsal bir değişkenin toplamı olarak ifade edilebilmesine olanak sağlar. Diğer bir ifadeyle, herhangi bir "t" zamanında tüm şokların katkılarının toplanmasıyla, "t" zamanındaki orijinal zaman serisi elde edilebilir. Ayrıca, tarihsel ayrıştırma içsel bir değişkenin ortalamadan sapmasının ne kadarının belirli bir şoktan kaynaklandığının belirlenmesine de olanak sağlar.

Ancak, VAR modellerindeki parametre değerleri ile ilgili güçlü varsayımlar ya da kalibrasyonlar yapılması gerekliliğinden dolayı şokların etkilerinin ayrıştırılmasında Bayesçi VAR (BVAR) modeli de tercih edilmektedir. BVAR modelleri, standart VAR modellerinden model parametrelerinin sabit değerler yerine önceden belirlenen olasılık dağılımına sahip rastsal değişkenler olarak ele alınması bakımından farklılık gösterir. Makroekonomik veri setlerinin parametre sayılarına göre kısıtlı olması nedeniyle, BVAR modelleri parametrelerle ilgili katı varsayımlar yapma zorunluluğunu ortadan kaldırmanın önemli bir yöntemi haline gelmiştir. Ayrıca, BVAR modelleri çalıştırılırken, teori ya da beklentiler ile uyumlu olacak şekilde, işaret kısıtlamaları (sign restriction) belirlenerek modele yansıtılmaktadır. BVAR modelleri, son dönemde arz ve talep şoklarının ayrıştırılmasında yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası, Eylül 2021 dönemindeki raporunda, işaret kısıtlamaları altında çalıştırılan BVAR modelinin sonuçlarını yayınlamıştır. Bu rapora göre, 2020 yılının ikinci çeyreğinde enflasyonist arz şoklarının Euro Bölgesi enflasyonu üzerindeki etkileri dezenflasyonist talep şoklarının etkilerine göre daha güçlüdür. Ayrıca bu raporda arz kısıtlarına daha fazla maruz kalan sektörlerde salgının etkilerinin daha güçlü bir şekilde hissedildiği de gösterilmiştir. Aynı şekilde gelişmekte olan ülkelerde de son dönemlerde şokların ayrıştırılmasına yönelik yapılan çalışmaların sayısı artmaktadır. Örneğin, Meksika için sektörel arz ve talep şoklarının ekonomik aktivite üzerindeki etkileri işaret kısıtları olan BVAR modelleri kullanılarak gösterilmiştir (Chavarin ve diğerleri, 2021). Bu çalışmaya göre, salgının başlarında talep şokunun birçok sektörde daha güçlü etkiler oluşturduğu bulunmuşken, salgının ilerleyen dönemlerinde talep şoklarının pozitif etkilerine rağmen tedarik kısıtlarının, başta imalat sektörü olmak üzere, birçok sektörü olumsuz etkilemeye başladığı gösterilmiştir.

<sup>1</sup> Dayanıklı tüketim malları gibi bazı sektörlerde salgının talep artışına yol açtığı gözlenmekle birlikte toplam talep açısından bakıldığında meydana gelen toplam talep şokunun negatif olduğu değerlendirilmektedir.

Bunların yanında şokların tarihsel ayrıştırmasında Dinamik Stokastik Genel Denge (DSGD) modelleri de kullanılmaktadır. Bu modeller, VAR modellerinin aksine, değişkenleri ilişkilendirmekte genel denge teorisine ve mikroekonomik ilkelere dayanır. Örneğin, Euro Bölgesi tüketici fiyat enflasyonunu, 2000 yılının birinci çeyreğinden 2021 yılının birinci çeyreğine kadar olan dönemde, farklı şokların nasıl etkilediği model bazlı alınan tahminlerle gösterilmiştir (Cardani ve diğerleri, 2021). Geçici karantina tedbirlerinin enflasyon üzerinde çok küçük etkilerinin olduğu bulunmuştur. Talep ve uluslararası ticaret şokları dezenflasyonist etki oluştururken salgının ilerleyen dönemlerinde, özellikle 2020 yılının ikinci çeyreğinden itibaren, arz yönlü şokların güçlü enflasyonist etkiler oluşturduğu gösterilmiştir. Bunun yanında, New York Fed DSGD modelinin tahminleri, bu modele salgınla ilgili dinamiklerin ilave edilmesiyle oluşan yeni modelin geçici talep ve arz şoklarının bu dinamikleri etkilediği tahminleriyle karşılaştırılarak raporlanmıştır (Chen ve diğerleri, 2021). Salgın dinamiklerinin eklendiği model diğer modele göre daha yüksek bir enflasyon tahmini vermektedir. Eylül 2021 dönemi tahminlerinde maliyet şoklarının daha yüksek enflasyon projeksiyonlarına sebep olduğu ifade edilmiştir.

Türkiye ekonomisinde de ithalat fiyatlarındaki artışlar ve tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz kısıtları da enflasyondaki yükselişte rol oynamaktadır. Bu bağlamda yukarıda özetlenen farklı model yaklaşımları ile yurt içi ve yurt dışı arz, talep ve maliyet göstergeleriyle analizler yapılmaktadır. Elde edilen sonuçlar, son bir yıllık dönemde enflasyondaki yükselişte birden fazla şokun bir arada etkili olduğunu, bununla birlikte, emtia fiyatlarındaki artış ve salgın sonrası dönemde ortaya çıkan arz-talep uyumsuzluğu kaynaklı arz kısıtlarının enflasyon gelişmelerinde önemli bir rol oynadığına işaret etmektedir.

### **Kaynakça**

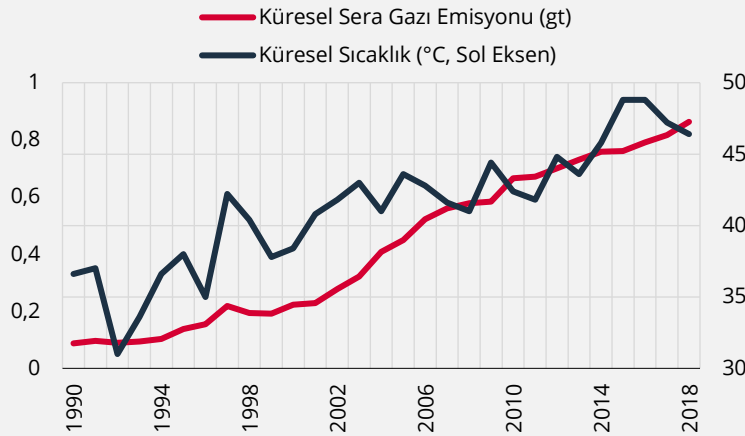
- Cardani, R, Croitorov O., Giovannini M., Pfeiffer P., Ratto M., Vogel L. 2021, The Euro Area's Pandemic Recession: A DSGE-Based Interpretation. JRC Working Papers in Economics and Finance 2021/10.
- Chavarin R., Gomez R., Salgado A. 2021. An Analysis of Sectoral Supply and Demand shocks in Mexico during COVID-19. Working Paper.
- Chen W., Del Negro M, Goyal S., Johnson A. 2021. The New York Fed DSGE Model Forecast – September 2021. Liberty Street Economics.
- ECB. 2021. Review of Macroeconomic Modelling in the Eurosystem: Current Practices and Scope for Improvement, Box 5.
- Sims, C. 1980. Macroeconomics and Reality. *Econometrica* 48 (1): 1-48.

## Kutu 1.2

### Küresel İklim Değişikliği Sürecinde Para Politikası ve Merkez Bankacılığı

Teknolojinin gelişimi ve hızlı sanayileşme sonucu karbondioksit ve metan gazı gibi sera gazlarının genelinde görülen emisyon (salım) artışı küresel ısınma sorununa yol açmış ve bu durum küresel iklim değişikliklerini beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede, küresel sera gazı emisyonunun yıllar itibarıyla artış gösterdiği ve küresel sıcaklığın da buna paralel arttığı görülmektedir (Grafik 1). Küresel iklim değişikliği iktisadi faaliyet, enflasyon ve işgücü verimliliğine ilişkin etkileri aracılığıyla ekonominin genelini ve oluşturduğu finansal riskler aracılığıyla da finansal sistemi etkilemektedir. Bu faktörlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı etkileyen unsurlar olması küresel iklim değişikliklerine ilişkin gelişmelerin merkez bankaları tarafından da takip edilmesini gerektirmiştir. Nitekim küresel iklim değişiklikleri gelişmiş ülke merkez bankaları ve uluslararası finansal kuruluşlar tarafından son dönemde yapılan çalışmalarda sıklıkla incelenmektedir. TCMB de, son karar duyurusunda iklim ve diğer çevre kaynaklı riskleri sınırlandırmak amacıyla, para politikasının ana hedeflerinde bir değişikliğe yol açmadan sürdürülebilir finans uygulamalarını uzun vadeli bir politika olarak destekleme kararı aldığını ifade etmiştir.

**Grafik 1: Küresel Sera Gazı Emisyonu ve Küresel Sıcaklık\***



Kaynak: <https://www.climatewatchdata.org/>, <https://www.ncdc.noaa.gov/>

\* Küresel sera gazı emisyonu serisi gigaton karbondioksit eşdeğeri (GtCO<sub>2</sub>e) olarak ifade edilmektedir. Küresel sıcaklık serisi yıllık ortalama yüzey sıcaklığının 20. yüzyıl ortalama sıcaklığından farkını göstermektedir.

Küresel iklim değişikliğine ilişkin gelişmelerin para politikası stratejisine dâhil edilmesi gerektiği fikri ilk olarak 2015 yılında İngiltere Merkez Bankası tarafından dile getirilmiştir. Bu kapsamda, küresel iklim değişikliği "ufkun trajedisi" (tragedy of the horizon) olarak tanımlanarak merkez bankalarının iklim değişikliği nedeniyle finansal sistemde oluşabilecek sorunları gidermek ve piyasaların etkin çalışmasını temin edebilmek için bugünden harekete geçmeleri gerektiğinin altı çizilmiştir (Carney, 2015).

Mevcut durumda, küresel iklim değişikliklerinin finansal istikrarı temel olarak fiziksel riskler, geçiş riskleri ve yükümlülük riskleri olmak üzere üç ana kanaldan etkilendiği düşünülmektedir.<sup>1</sup> Fiziksel riskler, iklim değişikliğinin yarattığı doğa olaylarının sebep olduğu fiziksel hasarların giderilmesi sırasında artan temerrüt riskinin finansal sektör bilançolarına olan olumsuz etkilerini ifade etmektedir. Nitekim son dönemde yapılan bir çalışmada, fiziksel riskler sebebiyle kredi riskinin Euro Bölgesi'nde faaliyet gösteren bankalar için yüzde 10 civarından 2050 yılında yüzde 30'lara kadar çıkabileceği gösterilmiştir (Alogoskoufis ve diğ., 2021).

<sup>1</sup> Küresel iklim değişikliğinin finansal sistem üzerinde yarattığı fiziksel riskler ve geçiş riskleri Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2021 sayısında bulunan Kutu II.1.1'de kapsamlı olarak ele alınmıştır (TCMB, 2021).

Geçiş riskleri küresel iklim değişikliğine ilişkin geliştirilen politika (Paris Anlaşması) ya da teknoloji değişikliklerine uyum sırasında kaynakların yeniden tahsisi ve bazı sektörlerin iş yapamaz hale gelmesi veya ciddi maliyetlerle karşılaşmaları gibi olasılıkların finansal istikrar açısından yarattığı riskleri ifade etmektedir. Fiziksel risklerle kıyaslandığında geçiş risklerinin daha sınırlı düzeyde kalabileceği düşünülmektedir (de Guindos, 2021). Bu çerçevede, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yapılan bir çalışmada benzer bir bulguyla karbon-nötr ekonomiye geçişin firmalara kısa dönemde yarattığı maliyetin uzun dönemde fazlasıyla telafi edilebileceği öngörülmektedir (IMF, 2020).

Son olarak, yükümlülük riski ise fiziksel risk ya da geçiş riskine maruz kalmış kişi ya da işletmelerin kayıplarına ilişkin telafi talep etmelerinden kaynaklanan riski ifade etmektedir. Küresel iklim değişikliğinin yol açtığı bu risklerin yönetilmesi finansal istikrarın gözetilmesi hedefi doğrultusunda merkez bankaları ve düzenleyici kurumların görev alanına girmektedir. Ancak, bu risklerin büyüklüğü ve fiyatlandırılmalarına ilişkin zorluklar finansal istikrarı ve bu yöndeki politikaları da etkileyebilmektedir. Buna ek olarak, finansal sistem üzerinde oluşan bu risklerin açık piyasa işlemleri (API) yoluyla merkez bankalarının bilançolarına yansıma olasılığı bulunmaktadır. Zira API'ye konu olan tahvil ve bonoların iklim riski taşıyor olmaları merkez bankası bilançolarının da bu riske maruz kalmalarına sebep olabilmektedir (Schnabel, 2021).

Küresel iklim değişiklikleri finansal sistem üzerinde risk oluştururken, bu risklerin yönetilmesinde gereksinim duyulan finansmanın karşılanması açısından da yeni bir potansiyel oluşturmaktadır. Bu kapsamda geliştirilen çevreci finansal araçlar "yeşil tahvil" olarak adlandırılmaktadır. Literatürdeki ve politika çevrelerindeki tartışmalarda, merkez bankası bilançolarında yeşil tahvillerin yer almasının yukarıda tartışılan risklerin hafifletmesini sağlayabileceği ifade edilmektedir.

Küresel iklim değişikliklerinin fiyat istikrarı üzerindeki etkileri ise iklim değişikliği kaynaklı negatif şokların iktisadi faaliyeti etkileyerek fiyatlarda artışa neden olmalarından dolayı gerçekleşmektedir (de Galhau, 2021). Ayrıca, küresel iklim değişikliğinin yarattığı geçiş etkileri de karbon vergisi gibi maliyet artışları yoluyla enflasyonist baskıya ve iktisadi faaliyette yavaşlamaya neden olabilecektir. Buna ek olarak, küresel iklim değişikliğinin sebep olduğu hava olayları tarım sektörünü olumsuz etkileyerek gıda fiyatlarında artışa neden olmaktadır. Bunun yanı sıra, küresel iklim değişikliğinin uzun vadede işgücü verimliliğini düşürme olasılığı da dile getirilmektedir (Somanathan ve diğ., 2015).

Küresel iklim değişikliğinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki etkilerinin para politikasının oluşturulması sürecinde dikkate alınması gerektiğine yönelik olarak 2017 yılında Fransa Merkez Bankasının öncülüğünde Network for Greening the Financial System (NGFS) adlı bir konsey oluşturulmuştur. NGFS, çalışmalarını 5 ana tema üzerinde yoğunlaştırmıştır. Bunlar; (i) mikro ihtiyati/denetim, (ii) makro finansal etkilerin değerlendirilmesi, (iii) yeşil finansı büyütme, (iv) veri boşluklarının kapatılması ve (v) araştırma olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda; (i) yeşil tahviller ve diğer finansal araçların finansal risk anlamında ne ölçüde ayrıştığının incelenmesi, (ii) iklim ve çevreyle ilgili finansal risklerin mikro düzeyde ölçülmesi için mevcut yöntemlerin gözden geçirilmesi ve değerlendirilmesi, (iii) iklim ve çevreyle ilgili risklerin mikro ihtiyati denetime dâhil edilmesi için denetim uygulamalarının geliştirilmesi ve güncellenmesi, (iv) merkez bankaları ve denetim otoriteleri için iklim senaryolarının geliştirilmesi, (v) iklim riski analizinin makroekonomik ve finansal istikrar gözetimine dâhil edilmesi hususunda merkez bankalarına ve denetim otoritelerine kılavuzluk yapılması, (vi) iklimle ilgili risklerin makro finansal etkilerinin ölçülmesi, (vii) merkez bankalarının yatırımlarda sürdürülebilir ve sorumlu ilkelerin benimsenmesini teşvik etmesi, (viii) yeşil finansın piyasa şeffaflığının anlaşılması ve teşvik edilmesi, (ix) iklim değişikliğinin para politikasının uygulamasında yol açtığı zorluklar hakkında ortak bir merkez bankaları görüşünün sağlanması ve (x) merkez bankaları tarafından iklimle ilgili finansal açıklamaların yapılmasının sağlanması gibi alt başlıklar NGFS'nin çalışma konuları olarak öne çıkmaktadır.

Buna ek olarak, NGFS'nin kurulmasına öncülük eden Fransa Merkez Bankası küresel iklim değişikliklerinin fiyat istikrarına ilişkin olumsuz etkilerinin göz önüne alınarak merkez bankası yetkilerinin küresel iklim değişikliğini gözetecek şekilde değiştirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Ayrıca, küresel iklim değişikliklerinin yol açtığı finansal risklerin merkez bankalarının bilançolarına da yansıtacağı ve dolayısıyla para politikasının etkileneceğini değerlendirerek, merkez bankalarının bilançolarında yeşil tahvillere yer vermeleri gerektiğini ifade etmektedir.

Merkez bankası bilançolarında yeşil tahvillerin yer alması ve dolayısıyla "para politikasının yeşilleşmesi" olarak adlandırılan bu durum, 2016 yılından bu yana Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından Kurumsal Sektör Satın Alma Programı çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Buna ek olarak, Kamu Sektörü Alım Programı aracılığıyla da yeşil tahvil alımı yapılmaktadır. Son olarak, ECB, 8 Temmuz 2021 tarihinde iklim değişikliği hususlarını para politikası stratejisine dâhil etmek için eylem planı sunmuştur. Bu doğrultuda, ECB, iklim değişikliğine ilişkin makroekonomik modelleme, istatistik ve para politikası konularında analitik kapasitesini genişleteceğini; bilgilendirme, risk değerlendirmesi, teminat çerçevesi ve kurumsal sektör varlık alımları alanlarında para politikası operasyonlarına iklim değişikliği hususlarını dâhil edeceğini ve Avrupa Birliği (AB) politikalarına paralel olarak eylem planını uygulayacağını ifade etmiştir.

Para politikasının yeşilleşmesi ve küresel iklim değişikliğine ilişkin hususların para politikası stratejisi içerisinde yer almasına ilişkin bir başka girişim İngiltere'de gerçekleşmiştir. 2021 yılı Mart ayında İngiltere Hazine Bakanlığı tarafından yapılan açıklamada İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulunun görev tanımının "*hükümetin güçlü, sürdürülebilir ve dengeli büyüme stratejisiyle uyumlu ve aynı zamanda çevresel sürdürülebilirlik ve sıfır karbon salımıyla tutarlı olacak şekilde*" değiştirildiği belirtilmiştir. Buna paralel olarak, İngiltere Merkez Bankası da 2021 yılı Mayıs ayında yaptığı duyuruyla 2050 itibarıyla karbon salımını sıfıra indirmek hedefini desteklemek amacıyla yeşil tahvil alımına geçeceğini açıklamıştır.

Küresel iklim değişikliklerinin para politikası uygulamalarında göz önünde bulundurulmasına ilişkin bir diğer adım ise Japonya Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir. Küresel iklim değişikliğine ilişkin olarak uluslararası platformlarda aktif olarak yer alan Japonya Merkez Bankası, 16 Temmuz 2021 tarihinde iklim değişikliği stratejisini açıklayarak bir dizi önlemleri uygulamaya koymuştur. Bu çerçevede, iklim değişikliğiyle mücadeleye yönelik çabalarını kamuoyuyla paylaşan finans kuruluşlarının bu kapsamda yaptıkları yatırım veya açtıkları krediler karşılığında Japonya Merkez Bankasından fon alabilmelerine olanak tanınmıştır. Buna ek olarak, finansal istikrarın korunması ve finansal aracılığın sorunsuz işleyişinin sağlanması amacıyla, finansal kurumların iklimle ilgili risklerini belirleme ve yönetme konusunda destekleneceği açıklanmıştır. Ayrıca, iklim değişikliğinin iktisadi faaliyet, fiyatlar ve finansal sistem üzerindeki etkilerinin daha iyi analiz edilmesi amacıyla iklimle ilgili verilerin toplanması ve analitik araçların iyileştirilmesi için gerekenin yapılacağı da belirtilmiştir.

Amerikan Merkez Bankası (Fed) da küresel iklim değişikliğinin finansal kurumlar ve finansal sistem üzerindeki etkilerini incelemek üzere 2021 yılında 2 farklı komite kurmuştur. Bunlardan ilki olan, Denetim İklim Komitesi küresel iklim değişikliğinin etkilerini mikro ihtiyati açıdan, diğer komite olan Finansal İstikrar İklim Komitesi ise söz konusu etkileri makro ihtiyati açıdan incelemek üzere hayata geçirilmiştir.

Son olarak, yakın dönemde farklı merkez bankaları küresel iklim ve yeşil finans konularını yakın takibe almıştır. Ayrıca, küresel iklim değişikliklerinin yol açtığı finansal risklerin gözetilmesi ve iklim değişikliklerine ilişkin unsurların para politikası tasarımı da yer almasına ilişkin uluslararası kuruluşlar öncülüğünde gerçekleşen girişimler de bulunmaktadır. Bu noktada, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) da yeşil finans konusuna gerek hazırlamış olduğu teknik rapor ve araştırma yayınlarıyla gerekse NGFS ve Sürdürülebilir Sigorta Forumu (SIF) gibi çeşitli uluslararası oluşumlarla yapmış olduğu işbirlikleri aracılığıyla önemli katkı sağlamaktadır. BIS, buna ek olarak, merkez bankaları tarafından kullanılmak üzere 2019 ve 2021 yıllarında ABD doları ve euro cinsinden yeşil tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Ayrıca, kendi bünyesinde yer alan inovasyon merkezinde yeşil finansa ilişkin konuların yapay zekâ ve blok zinciri gibi yeni teknolojiler kapsamında incelenmesi için öncülük etmektedir.

Özetle, küresel iklim değişikliğiyle birlikte ortaya çıkan sorunları çözmeye yönelik olarak pek çok uluslararası oluşum bulunmaktadır. Küresel iklim değişikliği kaynaklı gelişmelerin merkez bankacılığına yansımalarına ilişkin araştırma yayınları ve girişimlerin de arttığı görülmektedir.

### Kaynakça

Alogoskoufis, S., S. Carbone, W. Coussens, S. Fahr, M. Giuzio, F. Kuik, L. Parisi, D. Salakhova, M. Spaggiari. 2021. "Climate-related risks to financial stability." Financial Stability Review, Mayıs 2021.

Carney, M. 2015. "Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability." 29 Eylül 2015 tarihli konuşma (<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>).

De Galhau, F.V. 2021. "The role of central banks in the greening of the economy." 11 Şubat 2021 tarihli konuşma (<https://www.banque-france.fr/en/intervention/role-central-banks-greening-economy>).

De Guindos, L. 2021. "Shining a Light on Climate Risks: The ECB's Economy-wide Climate Stress Test." ECB Blog, 18 Mart 2021.

<https://www.climatewatchdata.org/>

<https://www.ncdc.noaa.gov/>

IMF. 2020. "Mitigating Climate Change—Growth- and Distribution-Friendly Strategies." World Economic Outlook, Ekim 2020.

Schnabel, I. 2021. "Climate Change and Monetary Policy." Finance & Development, Eylül 2021.

Somanathan, E., R. Somanathan, A. Sudarshan, M. Tewari. 2015. "The Impact of Temperature on Productivity and Labor Supply: Evidence from Indian Manufacturing.", Journal of Political Economy, 129(6): 1797-1827.

TCMB. 2021. "İklim Değişikliği Kaynaklı Finansal Riskler ve Çevreci Finans." Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2021.

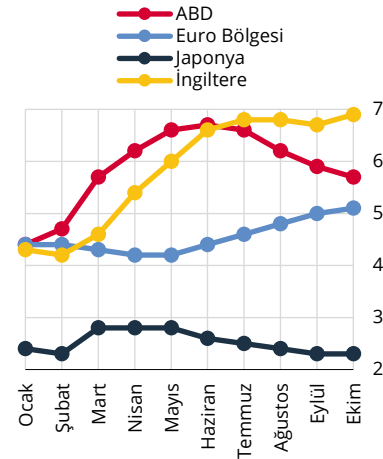
## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler

**Yılın üçüncü çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi bir miktar güç kaybetmekle birlikte devam etmiştir.** Aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında ortaya çıkan yeni varyantlar küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutarken, başta işgücü piyasalarında olmak üzere normalleşme sürecini yavaşlatmaktadır (Mercek Altı 2.1). Varyantlara ilişkin risklerin canlı kalması bazı ülkelerde büyüme görünümünü olumsuz etkilemiş ve büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Dört büyük ekonomiye bakıldığında ABD'nin beklenenden daha yavaş ancak tarihsel ortalamalardan daha hızlı büyüyeceği öngörülmüşken, İngiltere ekonomisinin güçlü büyüme görünümünü koruduğu, salgın döneminden en fazla etkilenen Euro Bölgesi ekonomisinde ise tahminlerin yukarı yönlü güncellenmeye devam edildiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.1). Küresel PMI verileri ulaştıkları tepe noktasına kıyasla gerilemiş olmakla birlikte gerek imalat gerekse hizmet sektörleri için 50 eşik seviyesinin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bu çerçevede küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın bir miktar güç kaybederek ve ülkeler arası farklılık göstererek sürdüğü ancak salgına ilişkin risklerin de güncelliğini koruduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, son dönemde bazı ülkelerde tüketici güven endeksi göstergelerinde düşüş görülmektedir.

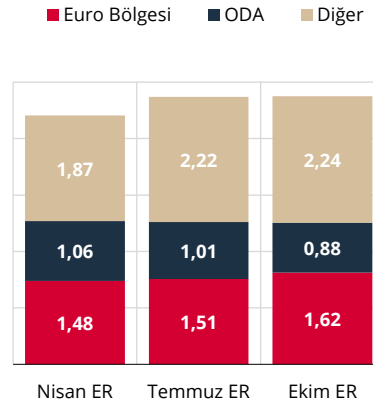
**Son dönemde Euro Bölgesi büyüme görünümündeki iyileşme dış talebin olumlu görünümüne önemli oranda katkı vermiş ve diğer bazı ticaret ortaklarındaki aşağı yönlü güncellemelerin telafi edilmesinde rol oynamıştır.** Aşılamanın da etkisiyle Euro Bölgesi büyüme görünümündeki iyileşme devam etmiştir. En önemli ticaret ortaklarımız arasında yer alan bu bölgeye ilişkin durum, küresel iktisadi faaliyetteki kısmi yavaşlamaya karşın dış talep görünümünün olumlu seyirini korumasını sağlamıştır (Grafik 2.1.2). Böylelikle, dış talep görünümü Temmuz Rapor dönemine göre belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 2.1.3). Dolayısıyla, Türkiye için Temmuz Rapor döneminde olumlu olan dış talep görünümü Ekim Rapor döneminde de korunmaktadır.

**Grafik 2.1.1: 2021 Büyüme Tahminleri (%)**



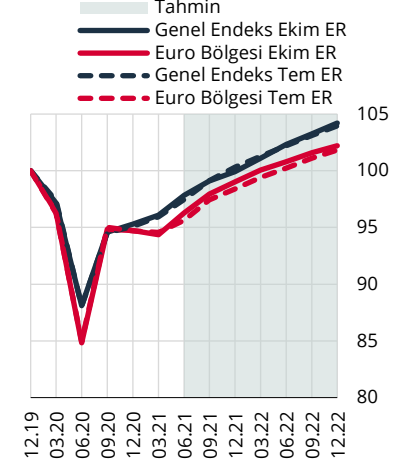
Kaynak: Consensus Economics.

**Grafik 2.1.2: İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksine Katkılar (% Puan)**



Kaynak: Consensus Economics, IHS Markit, TCMB.

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



Kaynak: Consensus Economics, IHS Markit, 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.

**Türkiye'nin ana ticaret ortaklarında ekonomik toparlanma güçlü bir şekilde devam etmektedir.**

Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ülkelere Almanya ve ABD başta olmak üzere bazı ülkeler için büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenirken, İtalya ve Rusya gibi önemli ticaret ortaklarımızda güçlü yukarı yönlü güncellemeler görülmektedir (Tablo 2.1.1). Güncel büyüme tahminleri çerçevesinde, söz konusu ülkelerin önemli bir kısmı 2019 yılı milli gelir düzeyini 2021 yılı itibarıyla yakalarken, ağırlıklı olarak ihracat yapılan ülkelerin tamamının 2022 yılı itibarıyla bu seviyeyi yakalayacakları veya aşacakları görülmektedir (Grafik 2.1.4). Dolayısıyla, tahminler 2022 yılı için de dış talepteki toparlanmanın devam edeceğini öngörmektedir.



**Tablo 2.1.1: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortaklarının 2021 Büyüme Tahminleri\* (%)**

	2020	Nisan Ayındaki 2021 Tahmini	Temmuz Ayındaki 2021 Tahmini	Ekim Ayındaki 2021 Tahmini
Euro Bölgesi	-6,5	4,2	4,6	5,1
Almanya	-4,6	3,3	3,4	2,8
ABD	-3,5	6,2	6,6	5,7
İngiltere	-9,8	5,4	6,8	6,9
İtalya	-8,9	3,9	4,9	5,9
Fransa	-8,0	5,3	5,6	6,1
İspanya	-10,8	5,5	5,9	5,6
Hollanda	-3,7	2,6	3,0	4,1
İsrail	-2,4	5,1	5,1	5,8
Rusya	-3,0	2,9	3,5	4,2
Romanya	-3,9	5,0	6,9	7,4
Polonya	-2,7	4,1	4,8	5,2
Belçika	-6,3	3,8	4,5	5,4
Çin	2,3	8,7	8,6	8,2

Kaynak: Consensus Economics.

\* Tablodaki ülkeler Türkiye'nin 2021 yılı ihracatındaki paylarına göre sıralanmıştır.

**Enerji fiyat artışları Ağustos-Ekim döneminde devam ederken enerji dışı emtia fiyatlarının yataya yakın bir seyir izlediği görülmektedir.** Ham petrol fiyatları Ağustos ayındaki gerilemenin ardından Eylül ve Ekim aylarında artmaya devam etmiştir (Tablo 2.1.2). Doğal gaz fiyatlarındaki artışla birlikte enerji fiyatları son dönemde hızlanmıştır. Diğer taraftan tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmelerin ürün bazında farklılaştığı görülmüştür. Soya ve mısır fiyatları Temmuz Rapor dönemine göre gerilerken buğday ve pamuk fiyatları ise artmıştır (Kutu 2.1).

**Tablo 2.1.2 Emtia Fiyat Değişimleri\* (%)**

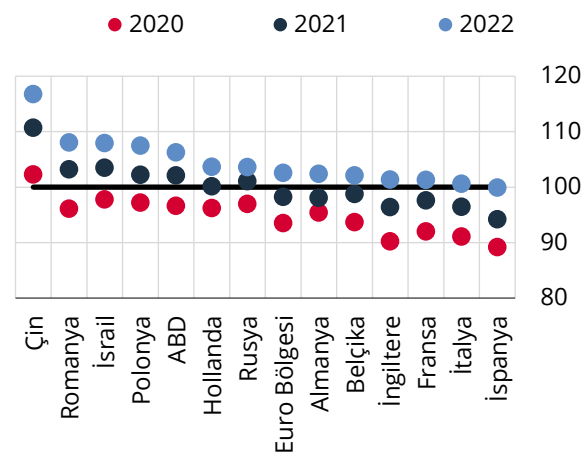
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Yılbaşından İtibaren**	Yıllık Değişim	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre***
<b>Emtia Ana Endeksi*</b>	7,8	8,5	3,1	1,4	6,4	2,4	0,4	-2,0	3,5	8,2	46,8	64,4	10,5
<b>Enerji</b>	9,5	13,2	5,1	-0,6	6,0	7,6	2,1	-4,7	7,0	12,6	73,2	102,6	16,5
<b>Tarımsal Emtia</b>	11,7	3,2	-0,8	4,7	8,5	-6,5	-2,7	3,6	-2,6	2,3	21,9	31,3	3,8
<b>Endüstriyel Metal</b>	0,9	4,6	3,6	3,4	7,7	-2,2	0,6	0,9	3,1	4,4	30,0	47,6	5,0
<b>Değerli Metal</b>	0,5	-2,3	-4,9	2,0	5,6	-1,1	-1,9	-1,7	-0,7	-0,3	-5,1	-6,6	-1,8
<b>Enerji Hariç</b>	6,0	3,4	0,7	3,8	6,9	-3,6	-1,8	1,6	-1,0	2,3	19,2	27,7	2,3
<b>Brent Petrol</b>	9,7	12,9	5,5	-0,6	4,6	7,5	1,2	-5,1	6,2	11,7	66,4	101,4	13,2
<b>Doğal Gaz</b>	2,6	10,2	-10,1	2,3	10,4	10,5	16,4	5,8	26,4	8,5	114,3	95,0	50,3
<b>Alüminyum</b>	-1,1	3,8	5,6	5,3	5,6	0,6	2,2	3,6	9,5	4,9	47,5	64,6	8,6
<b>Bakır</b>	2,2	6,4	6,3	3,1	10,0	-5,3	-0,9	-1,3	-0,6	4,2	25,8	45,4	0,1
<b>Demir</b>	11,6	-4,7	5,0	3,1	19,2	2,2	2,0	-23,5	-23,6	-3,1	-19,1	0,8	-42,4
<b>Buğday</b>	9,0	-0,7	-2,4	4,6	6,4	-5,7	-0,4	9,3	-3,0	5,3	23,4	22,4	6,9
<b>Soya</b>	13,4	0,7	2,4	3,4	7,4	-6,9	-2,5	-3,8	-6,8	-3,8	1,6	16,5	-12,5
<b>Pirinç</b>	4,5	0,0	1,1	0,6	2,8	-3,8	1,0	1,8	1,2	1,0	10,5	9,8	-2,9
<b>Mısır</b>	18,0	6,8	0,6	11,0	13,4	-3,3	-9,4	-9,4	-6,2	2,7	22,0	33,4	-0,6
<b>Pamuk</b>	8,6	7,2	-2,0	-1,6	1,6	0,7	3,9	5,6	2,2	13,4	46,0	57,7	21,0
<b>Şeker</b>	8,5	6,6	-6,9	2,3	6,4	0,1	3,0	9,3	-0,5	1,8	33,8	37,4	9,8
<b>Navlun</b>	33,8	2,7	-3,9	-2,2	16,8	21,8	26,3	7,9	7,2	-1,3	164,2	288,5	5,7

Kaynak: Bloomberg.

\* Emtia ana endeksleri Goldman Sachs endekslerinden, alt kalemler ise Chicago Borsası verilerinden derlenmiştir.

\*\* 1-26 Ekim 2021 ortalaması ile Aralık 2020 ortalaması arasındaki yüzde değişimleri göstermektedir.

\*\*\* 26 Ekim-30 Temmuz tarihleri arasındaki yüzde değişimleri göstermektedir.

**Grafik 2.1.4: Reel GSYİH Tahminleri (Yıllık, 2019=100)**

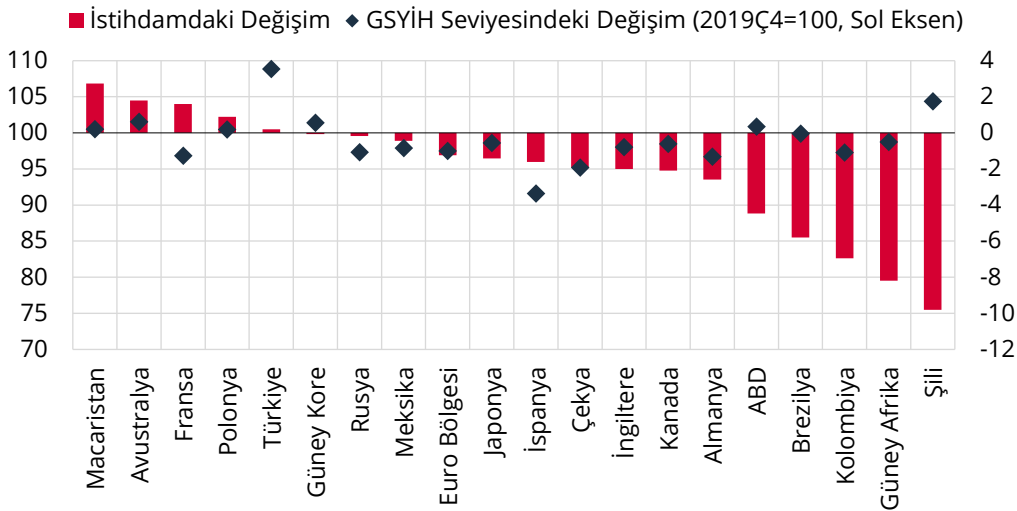
**Küresel enflasyon yukarı yönlü seyrini korumuştur.** Manşet ve çekirdek enflasyon, arz-talep uyumsuzluğunun da etkisiyle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde artış kaydetmiştir (Grafik 2.1.5). Fed kurul üyelerinin medyan enflasyon öngörüsü 2021 yılı için artış gösterirken, 2022 ve 2023 yılları için önemli bir değişim göstermemiştir. Fed, Eylül toplantısında takip eden aylarda tahvil alımlarını azaltmaya başlayabileceği sinyali vermiştir. Fed kurul üyelerinin medyan politika faizi beklentileri de artış kaydetmiştir. Fed tarafından yapılan açıklamalar, enflasyon artışının geçici olduğu yönündeki görüşün korunduğu ancak enflasyondaki düşüşün zamanlamasının tam olarak tahmin edilemediği yönündedir. Eylül ayında yapılan iletişim, faiz artırımı konusunda tahvil alımlarına kıyasla daha ihtiyatlı davranılacağına işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda da gerek güncel enflasyon gerekse yıl sonu enflasyon beklentisi hedefin üzerinde ve/veya tolerans aralığının dışındadır. Bununla birlikte beklentiler, enflasyonun 2022 yıl sonunda tolerans aralığına döneceği yönündedir (Grafik 2.1.6).

## Mercek Altı 2.1

### Küresel Büyüme ve İstihdam Görünümü

**Küresel iktisadi faaliyette yaşanan toparlanma eğilimi, yılın ikinci çeyreği itibarıyla hızlanarak devam etmiş ve birçok ülkede GSYİH salgın öncesi düzeyinin üzerine çıkmıştır. Buna karşın, Türkiye ve birkaç ülke haricinde, istihdam halen salgın öncesi düzeyinin altında seyretmektedir** (Grafik 1). İstihdam düzeyinde salgın nedeniyle ortaya çıkan iş kayıplarının telafisi açısından gelişmiş ülkeler arasında Euro Bölgesi daha olumlu bir görünüm sergilerken, ABD'de süregelen istihdam kaybı oldukça yüksek olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler ise istihdamdaki geri kazanımlar konusunda daha olumsuz bir performansa sahiptir.

**Grafik 1: Seçilmiş Ülkelerde İstihdam ve GSYİH Değişimi (2019Ç4-202Ç2, %)**

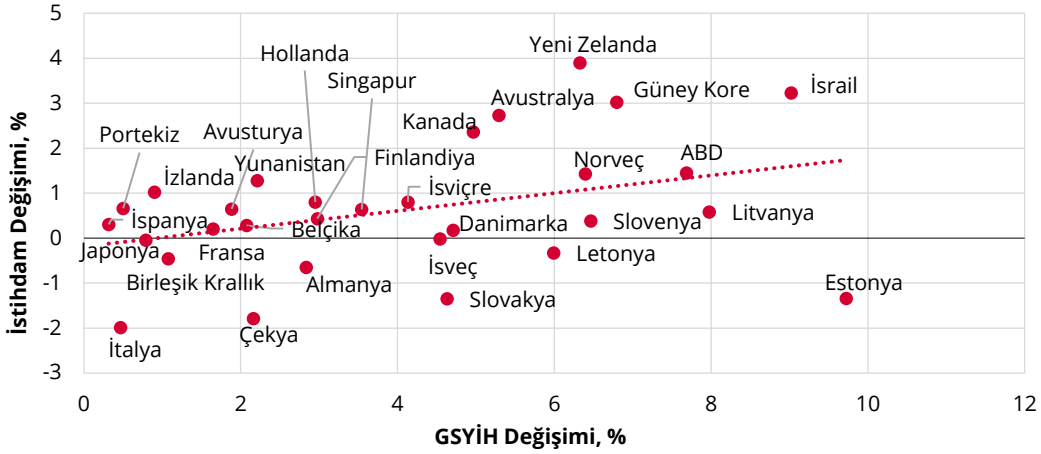


Kaynak: Bloomberg, OECD.

**Küresel üretim düzeyinde süregelen iyileşmenin yılın geri kalanında ve önümüzdeki yılda da devam etmesi beklenmektedir.** IMF Dünya Ekonomik Görünümü Ekim ayı raporuna göre küresel ekonominin 2021 ve 2022 yıllarında reel olarak sırasıyla yüzde 5,9 ve yüzde 4,9 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Özellikle Türkiye'nin en önemli ihracat ortaklarından Euro Bölgesi'ndeki büyüme tahminleri belirgin bir şekilde yukarı yönlü güncellenmiştir. Ancak üretimdeki iyileşmenin istihdama yansımalarının daha yavaş gerçekleşeceği öngörülmektedir.

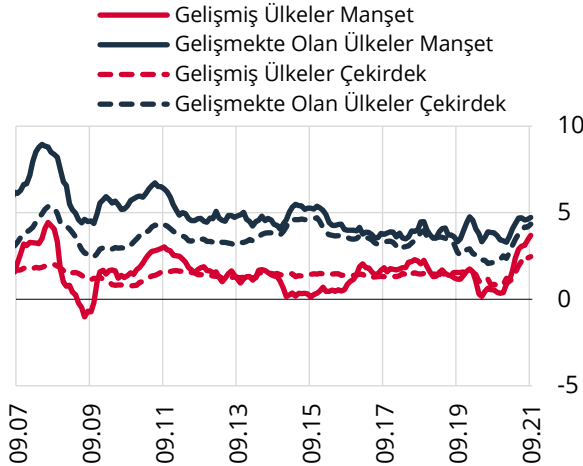
Grafik 2'ye göre 2022 yılı sonu itibarıyla istihdam kayıplarının bazı ülkelerde devam etmesi beklenmektedir. Salgına karşı yürürlüğe konulan işsizlik sigortası önlemleri ile bazı sektörlerde işgücünün yerini giderek artan ölçüde otomasyonun alması istihdam imkânlarını sınırlamaktadır. Ayrıca salgın nedeniyle eğitimin kesintiye uğramış olması, salgına yakalanma riskinin yüksek olduğu iş kollarında çalışmaktan kaçınılması ve çocuk bakımı ile ilgili kısıtlar, başta gençler ve kadınlar olmak üzere iktisaden aktif nüfusun bir bölümünün işgücünden ayrılmasına neden olmakta ve salgın öncesi istihdam düzeyinin yeniden yakalanmasını geciktirmektedir (IMF Dünya Ekonomik Görünümü, Ekim 2021).

**Grafik 2: GSYİH ve İstihdam** (2019-2022, Orta ve Yüksek Gelirli Ülkeler, %)



Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü, Ekim 2021.

**Grafik 2.1.5: Küresel Enflasyon\*\*** (Yıllık, %)



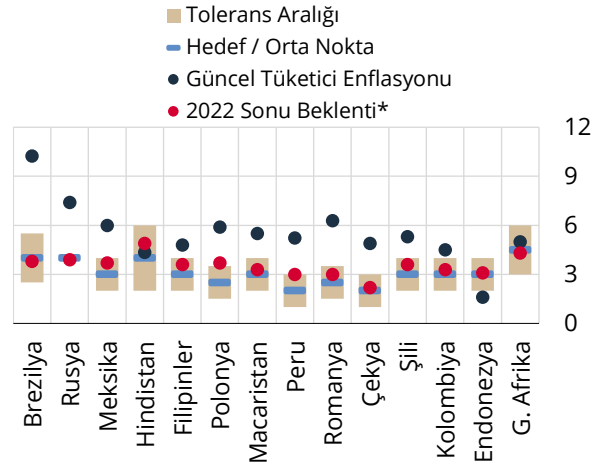
Kaynak: Bloomberg.

\* Bloomberg Anketi medyan beklentisi kullanılmıştır.

\*\* **Manşet Enflasyon:** Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G.Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka, İsrail. Gelişmekte Olan Ülkeler: Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G.Afrika, Arjantin, Tayland, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Vietnam, Şili, Peru, Mısır, Fas.

**Çekirdek Enflasyon:** Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G.Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, İsrail. Gelişmekte Olan Ülkeler: Çin, Brezilya, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G.Afrika, Tayland, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Şili, Peru.

**Grafik 2.1.6 Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu** (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)

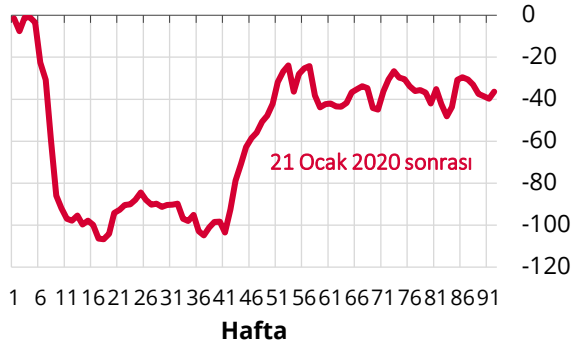


Kaynak: Bloomberg.

**Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları dalgalı bir seyir izlemektedir.** 2020 yılı son bölümündeki hızlı toparlanma ve girişler sonrası 2021 yılı başlarından itibaren portföy akımlarının dalgalı bir eğilim gösterdiği ve stok olarak değerlendirildiğinde salgın öncesi düzeyin altında kaldığı görülmektedir. (Grafik 2.1.7). Son dönemde, Çin hariç tutulduğunda gerek borçlanma gerekse hisse senedi fonlarından çıkış

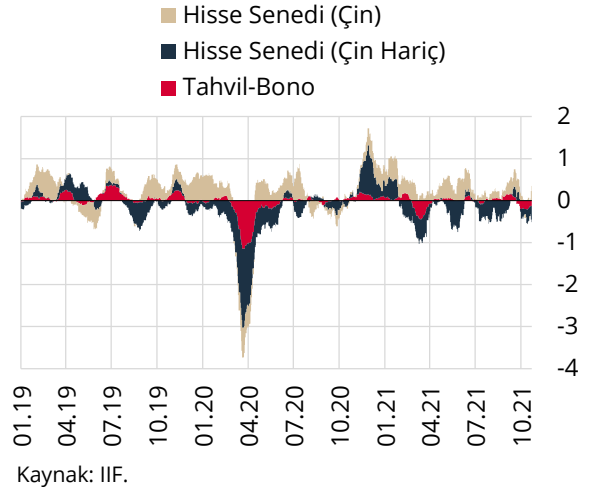
olmuştur (Grafik 2.1.8). Salgının seyrine ve gelişmiş ülke merkez bankaları para politikalarına ilişkin beklentiler bundan sonraki dönemde de küresel risk iştahı ve portföy hareketleri üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

**Grafik 2.1.7: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Portföy Akımları** (Birikimli, Haftalık, Milyar ABD Doları)



Kaynak: IIF.

**Grafik 2.1.8: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Portföy Akımları** (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Hareketli Ortalama)

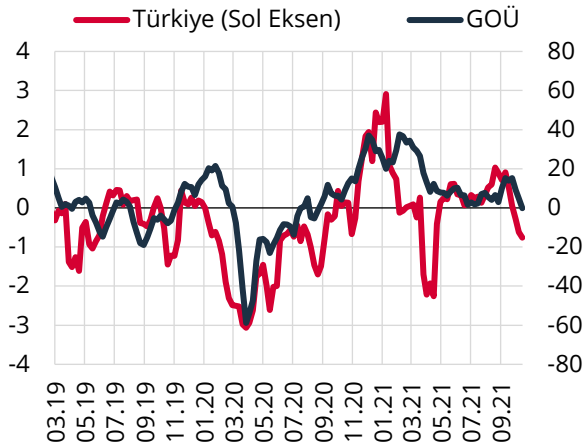


Kaynak: IIF.

## 2.2 Finansal Koşullar

**Küresel enflasyon görünümü ve enerji fiyatlarındaki yükselişlerin de etkisiyle mevcut Rapor döneminde küresel risk iştahı dalgalı seyretmiştir.** Ağustos ve Eylül aylarında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri, ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarında olmak üzere, canlı seyrederken Eylül ayının ortalarından itibaren sermaye akımlarında belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu süreçte Türkiye'ye yönelen sermaye akımları da zayıflarken Türkiye ve GOÜ risk primleri de artmıştır (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2). Mevcut Rapor döneminde DİBS piyasasına 0,1 milyar ABD doları ve hisse senedi piyasasına 0,6 milyar ABD doları düzeyinde net yabancı girişleri gözlenmiştir. Bu dönemde swap kanalıyla portföy çıkışı diğer portföy girişlerinin üzerinde gerçekleşerek toplam portföy hareketinin çıkış yönünde olmasına neden olmuştur.

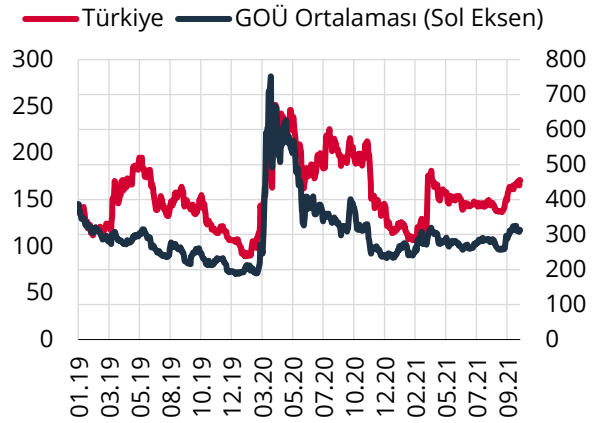
**Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri\*** (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, TCMB.

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

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

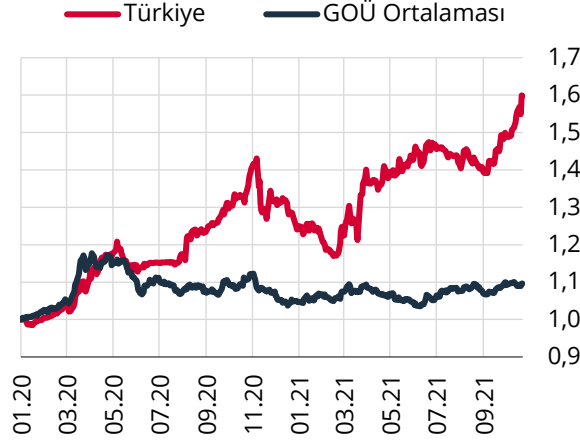


Kaynak: Bloomberg.

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

**GOÜ para birimleri Eylül ayı ortalarına dek ABD dolarına karşı yatay bir seyir izlerken sonrasında dolar endeksindeki güçlenmenin etkisiyle GOÜ para birimlerinde ve Türk lirasında değer kaybı gözlemlenmiştir** (Grafik 2.2.3). Öte yandan, TCMB'nin döviz rezervlerindeki artış eğilimi mevcut Rapor döneminde devam etmiştir (Grafik 2.2.4).

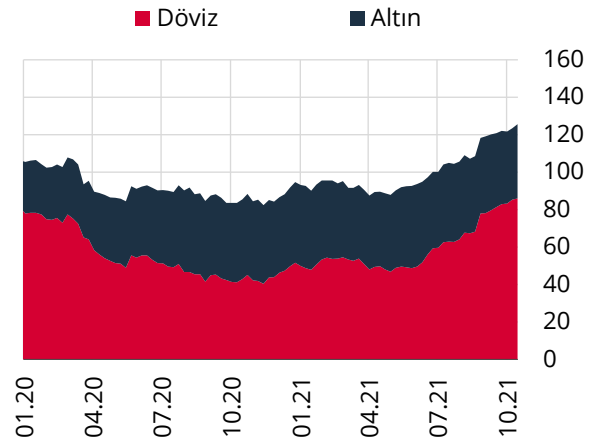
**Grafik 2.2.3: ABD Dolarının TL ve Gelişmekte Olan Ülke\* Para Birimleri Karşısında Değeri** (31.12.2019 = 1)



Kaynak: Bloomberg.

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

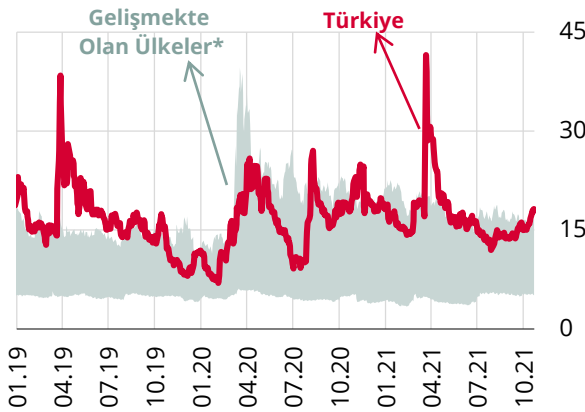
**Grafik 2.2.4: TCMB Uluslararası Rezerv Gelişimi** (Haftalık, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

**Gelişmekte olan ülkelerde ülke risk primi ve ima edilen döviz kuru oynaklıkları son dönemde yükselmiştir.** Türk lirasında da ima edilen oynaklıklar bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.2.5 ve Grafik 2.2.6).

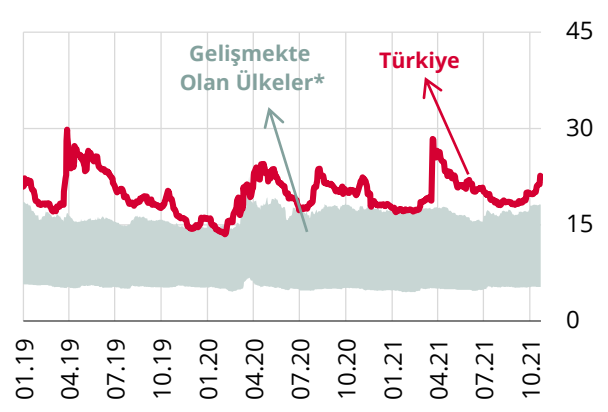
**Grafik 2.2.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı** (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

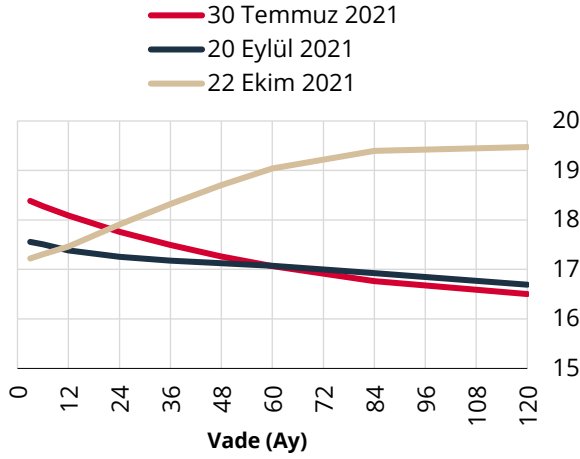


Kaynak: Bloomberg.

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

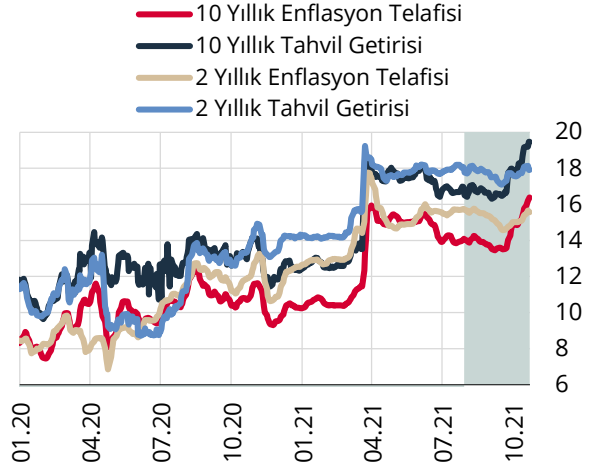
**Risk iştahındaki düşüş ve GOÜ DİBS piyasalarında gözlenen sınırlı portföy çıkışları ile uzun vadeli getiriler artarken uzun vadeli enflasyon telafileri de yükselmiştir.** Mevcut Rapor döneminde kısa vadeli getiriler gerilerken orta ve uzun vadeli getirilerde artış gözlenmiştir (Grafik 2.2.7). Mayıs ayından itibaren sınırlı bir gerileme eğilimi sergileyen 2 ve 10 yıl vadeli tahvil getirilerinin Eylül ayında hızla artmasına karşın reel getirilerde belirgin bir değişim olmaması sonucunda enflasyon telafileri artmıştır (Grafik 2.2.8).

**Grafik 2.2.7: DİBS Getiri Eğrisi (%)**



Kaynak: Bloomberg.

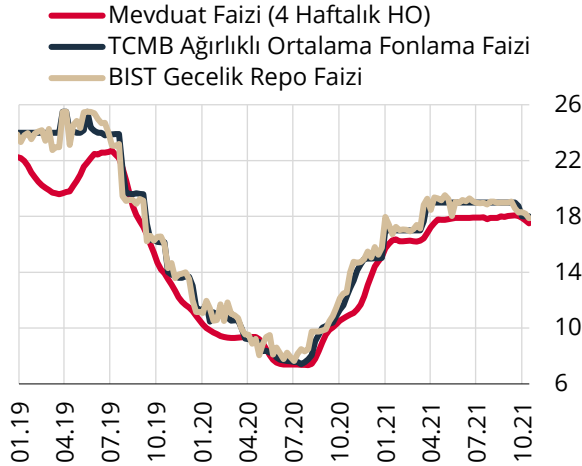
**Grafik 2.2.8: Uzun Vadeli DİBS Getirileri ve Enflasyon Telafileri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

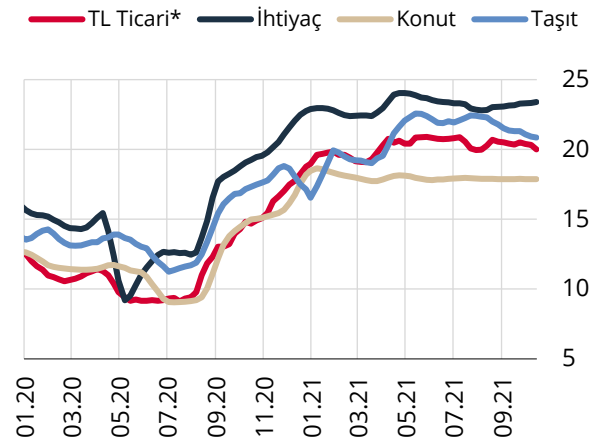
**Bir önceki Rapor dönemine kıyasla bankaların fonlama maliyetleri azalmıştır.** Faiz indirimi neticesinde bankaların yurt içi fonlama maliyetleri azalmış, mevduat faiz oranları gerilemiştir (Grafik 2.2.9). Konut kredisi faiz oranı yataya yakın seyrederken, ihtiyaç kredisi faiz oranı artmış, ticari kredi faiz oranında bir miktar düşüş görülmüştür (Grafik 2.2.10).

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

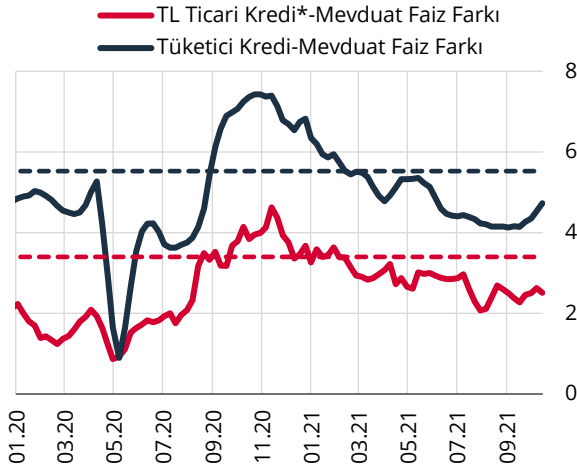


Kaynak: TCMB.

\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

**Kredi-mevduat faiz farkı geçmiş dönem ortalamalarına yakın seyretmekle birlikte bir önceki döneme kıyasla sınırlı bir oranda artmıştır.** Geçtiğimiz üç aylık dönemde mevduat faizlerinde önemli bir değişim olmazken ticari ve tüketici kredisi faiz oranları artmış, böylece ticari ve tüketici kredileri ile mevduat faiz farkı yükselmiştir (Grafik 2.2.11). Söz konusu dönemde, toplam tüketici kredilerinin çoğunluğunu oluşturan ihtiyaç kredisi mevduat faiz farkı da artarken, konut kredisi mevduat faiz farkı, bir miktar artmakla birlikte, sıfır seviyesi civarındadır (Grafik 2.2.12).

**Grafik 2.2.11: Kredi-Mevduat Faiz Farkı\*\***  
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Ortalama, %)

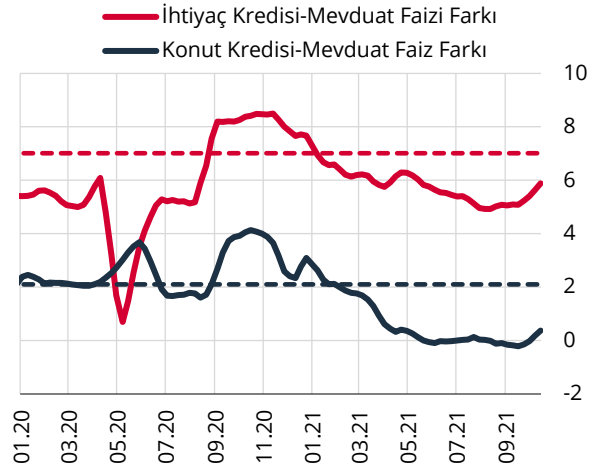


Kaynak: TCMB.

\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

\*\* Kesikli çizgiler ilgili serinin 2012-2019 ortalamasını göstermektedir.

**Grafik 2.2.12: Kredi-Mevduat Faiz Farkı\*** (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Ortalama, %)

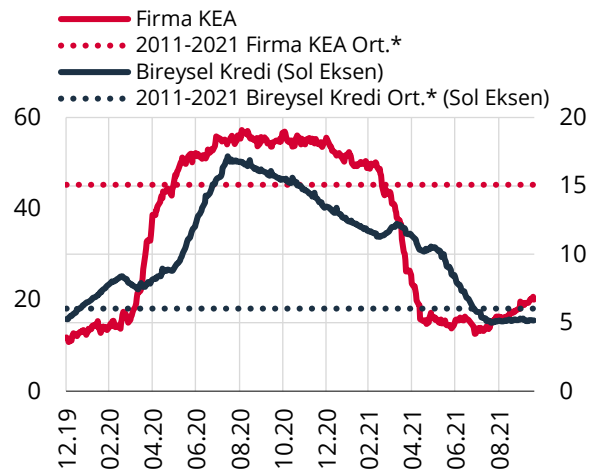


Kaynak: TCMB.

\* Kesikli çizgiler ilgili serinin 2012-2019 ortalamasını göstermektedir.

**Firma kredileri büyümesi geçmiş dönem ortalamasının belirgin olarak altında seyrederken, bireysel kredi büyümesi geçmiş dönem ortalamasına yakın seyretmektedir.** İkinci çeyrekte kapanmaların da etkisi ile bir miktar hız kesen kredi büyümesi, Temmuz ayındaki bayram tatili döneminde ılımlı artışlar sergilemiş, takip eden dönemde ise firma kredileri kaynaklı olarak bir miktar artmıştır (Grafik 2.2.13 ve Grafik 2.2.14). Üçüncü çeyrekte ticari kredi büyüme hızı kapanma öncesi eğilimine dönerken, yıl başına kıyasla kur etkisinden arındırılmış ticari kredi büyümesi yüzde 7,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.15). Tüketici kredisi kompozisyonuna bakıldığında taşıt kredilerinin Haziran ayı boyunca kuvvetli arttığı; ancak 1 Temmuz'da yürürlüğe giren makroihtiyati düzenlemelerin etkisiyle takip eden dönemde gerilediği görülmektedir (Grafik 2.2.14 ve Grafik 2.2.16). İhtiyaç kredileri de Temmuz ayındaki bayram tatili ardından hızla yükselmiştir. Bununla birlikte, tüketici kredisi artışını sınırlamaya yönelik olarak BDDK tarafından 1 Temmuz tarihinde alınan kararla ihtiyaç kredisi risk ağırlıkları artırılmış; 16 Eylül'de alınan kararla da 50 bin Türk lirası üzerindeki tüketici kredileri için genel vade sınırı 36 aydan 24 aya indirilmiştir. Bu tedbirler sonrasında ihtiyaç kredisi artış hızının yavaşladığı görülmektedir (Grafik 2.2.14 ve Grafik 2.2.16).

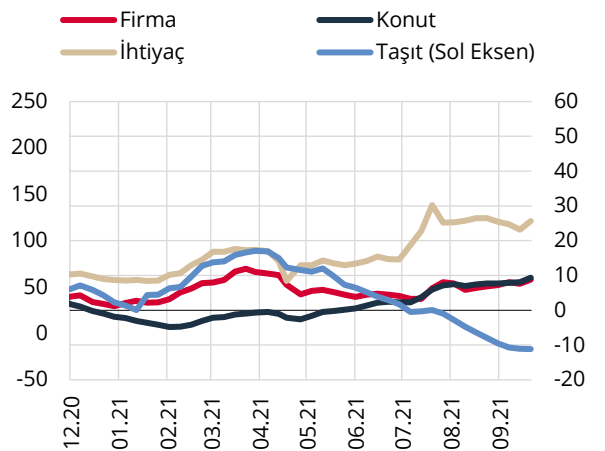
**Grafik 2.2.13: Kredi Büyümesi (Yıllık, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**



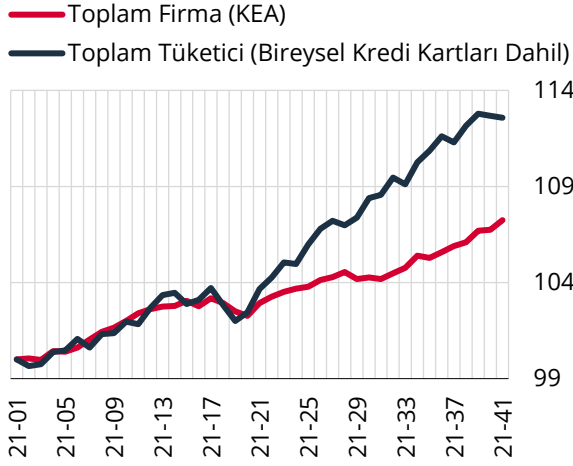
Kaynak: TCMB.

\* 7 Ocak 2011 - 15 Ekim 2021 tarihleri arasındaki yıllık değişimlerin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

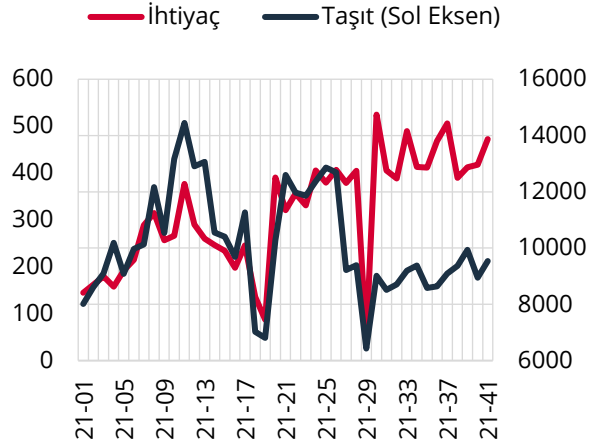
**Grafik 2.2.14: Kredi Türüne Göre Büyüme Oranları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Büyüme, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**



Kaynak: TCMB.

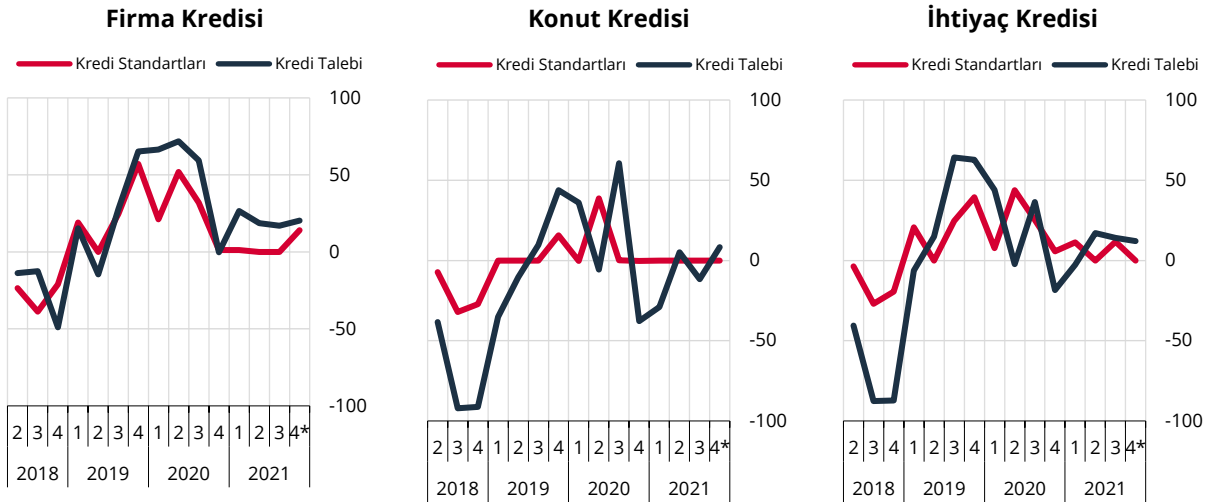
**Grafik 2.2.15: Kredi Eğilimi** (21-01=100, Nominal Haftalık)

Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.16: Tüketici Kredileri\*** (Milyon TL, Akım, Nominal Haftalık)

Kaynak: TCMB.

**Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre 2021 yılı üçüncü çeyreğinde firma ve ihtiyaç kredisi talebi artarken, konut kredisi talebi azalmıştır** (Grafik 2.2.17). Üçüncü çeyrekte kredi standartları, firma kredilerinde uzun vade ve YP cinsi kredilerde aynı kalırken kısa vadeli TP cinsi kredilerde sınırlı miktarda gevşetici yönde olmuştur. Bireysel kredilerde ise standartlar konut kredilerinde aynı kalırken ihtiyaç ve taşıt kredilerinde gevşetici yönde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler sektör ya da firmalara ilişkin görünüm, sektördeki rekabet baskısı ile bankaların likidite koşulları firma kredisi standartlarını gevşetici etkide bulunmuştur. Son çeyrekte bankalar hem firma hem de bireysel kredi talebinde artış beklerken, firma kredi standartlarının gevşetici yönde olacağını ve bireysel kredi standartlarının aynı kalacağını öngörmektedir. Anket 6-17 Eylül 2021 tarihlerinde uygulandığından, cevaplarda 16 Eylül 2021'de ihtiyaç kredileri vade yapısına yönelik yapılan düzenlemelerin etkisinin sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir. Bu kapsamda alınan tedbirler ihtiyaç kredisi standartlarını sıkılaştırıcı ve kredi talebini sınırlandırıcı yönde olabilecektir.

**Grafik 2.2.17: Kredi Standartları ve Kredi Talebi**

Kaynak: TCMB.

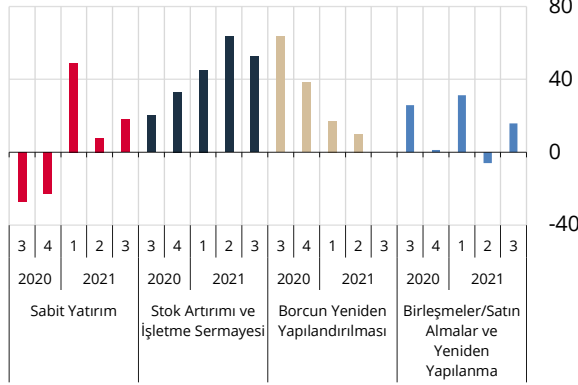
\* Bankaların beklentisini göstermektedir.

Not: Kredi Standartları ve Kredi Talebi 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.



**Üçüncü çeyrekte kredi talebinde stok artırımı ve işletme sermayesi amacı öne çıkarken, sabit yatırımlar ile birleşme ve satın almalar kredi talebini artış yönünde etkilemektedir** (Grafik 2.2.18). 2021 yılının üçüncü çeyreğinde uzun vadeli ve yabancı para cinsi kredi talebini etkileyebilecek nitelikteki sabit yatırım ve gayrisafi sabit sermaye oluşumuna yönelik kredi talebi artarken, anket katılımcıları 2021 yılının son çeyreğinde yabancı para ve uzun vadeli kredi standartlarının aynı kalacağını öngörmektedir (Grafik 2.2.19).

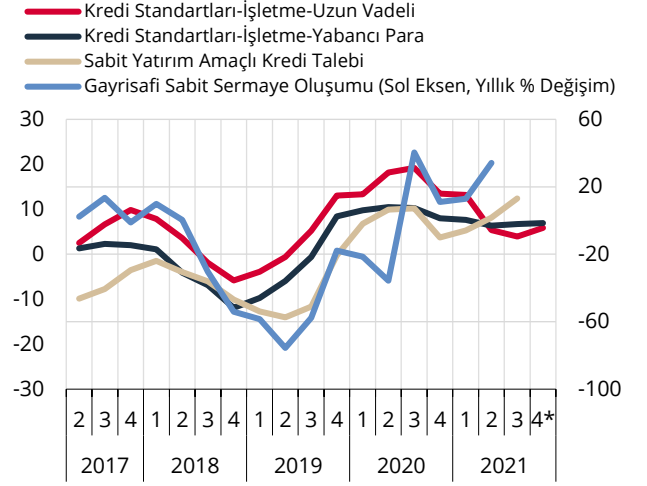
**Grafik 2.2.18: Firmaların Kredi Talebini En Fazla Etkileyen Alt Faktörler (%)**



Kaynak: TCMB BKEA.

Not: Faktörlere ilişkin net yüzde değişimler, söz konusu faktörün kredi standartlarını gevşetici yönde etkilediğini raporlayan bankaların yüzde oranı ile sıkılaştırıcı yönde etkilediğini raporlayan bankaların yüzde oranının farkı alınarak hesaplanmıştır.

**Grafik 2.2.19: Sabit Yatırımın Kredi Talebine Etkisi ve Sabit Sermaye Oluşumu**

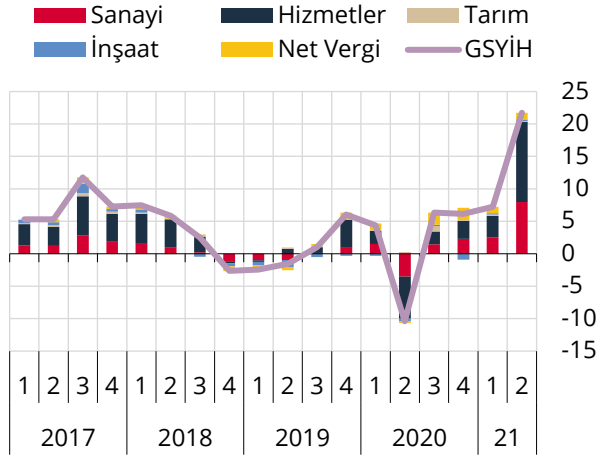


Kaynak: TCMB BKEA, TÜİK.

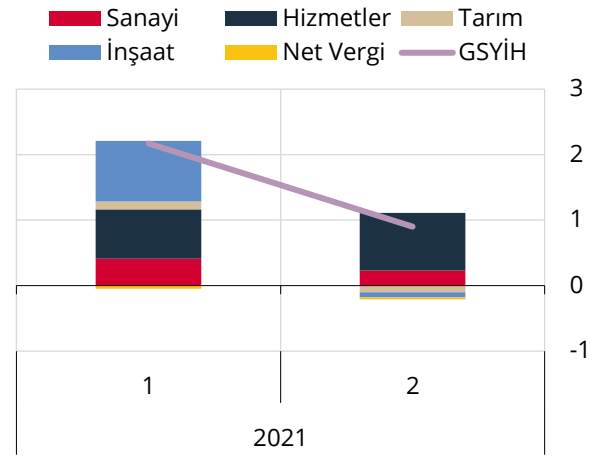
\* Bankaların beklentisini göstermektedir.

## 2.3 İktisadi Faaliyet

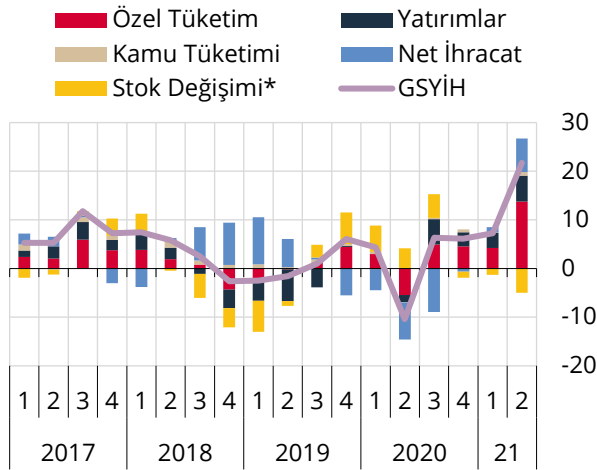
**İktisadi faaliyet, 2021 yılının ikinci çeyreğinde salgın kısıtlamaları ve finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte bir miktar ivme kaybetse de uzun dönem eğiliminin üzerinde kalmaya devam etmiştir.** Bu dönemde, milli gelir yıllık bazda yüzde 21,7, çeyreklik bazda büyüme oranı yüzde 0,9 artmıştır (Grafik 2.3.1). Üretim yönünden değerlendirildiğinde, sanayi ve hizmet sektörleri yıllık ve dönemlik büyümenin temel belirleyicisi olurken, inşaat ve tarım sektörleri dönemlik büyümeyi sınırlamıştır (Grafik 2.3.2). Hizmetler katma değeri, salgın kaynaklı kısıtlamalara rağmen Haziran ayında başlayan normalleşme adımları ve sanayideki güçlü seyrin bağlantılı kalemlere yansımalarıyla birlikte dönemlik büyümeye en yüksek katkıyı yapan bileşen olmuştur. Harcama yönünden ise dönemlik artışa hem nihai yurt içi talep hem de net ihracat katkı vermiştir. Bu dönemde özel tüketim harcamaları dayanıksız tüketim malları öncülüğünde artarken, kamu tüketim harcamaları ve yatırımlar ise ılımlı bir artış göstererek çeyreklik büyümeye nispeten daha sınırlı bir katkı vermiştir. Net ihracatın büyümeye verdiği katkıda ise hem güçlü seyreden ihracat hem de altın ithalatındaki yavaşlamanın etkisiyle gerileyen ithalat rol oynamıştır (Grafik 2.3.3 ve Grafik 2.3.4, Mercek Altı 2.2).

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

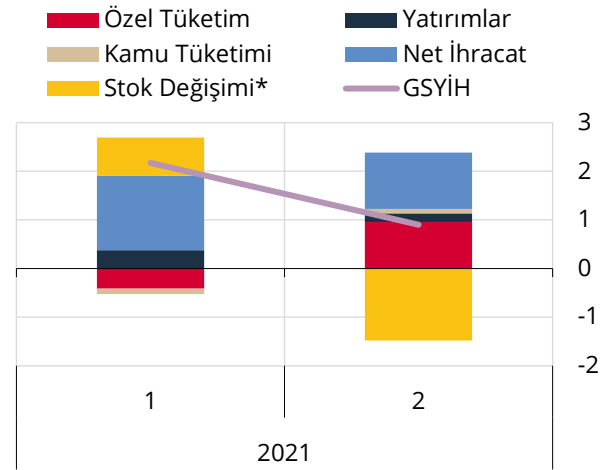
**Grafik 2.3.2: GSYİH Çeyreklik Büyümesine Üretim Yönünden Katkılar (% Puan)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.3.3: GSYİH Yıllık Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok değişimi ve zincirlenmiş endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

**Grafik 2.3.4: GSYİH Çeyreklik Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok değişimi ve zincirlenmiş endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

## Mercek Altı 2.2

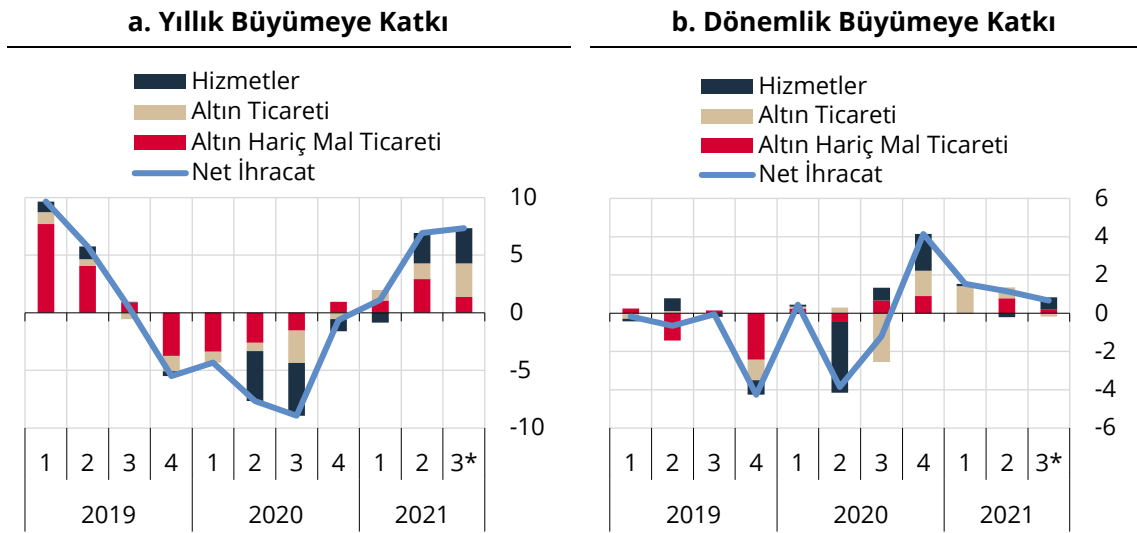
### Net İhracatın Büyüme Katkısının Bileşenleri

**2021 yılının ilk yarısında net ihracat yıllık ve dönemlik olarak büyüme belirgin bir katkı vermiştir.**

Net ihracatın yıllık büyüme katkısı, geçen yılın aynı döneminde salgın nedeniyle dış ticaret dengesindeki hızlı bozulma ve turizm gelirlerindeki sert düşüğe bağlı olarak oluşan baz etkisiyle ikinci çeyrekte 6,9 puana ulaşmıştır (Grafik 1a). İkinci çeyrekte dönemlik büyüme verdiği 1,2 puanlık katkı ise hem altın hariç mal ticareti hem de altın ticaretindeki dengelenmenin etkisi gözlenmiştir (Grafik 1b).

**Net ihracatın üçüncü çeyrekte yıllık ve dönemlik büyüme pozitif katkı vermeyi sürdürmesi beklenmektedir.** Dönemlik katkının büyük ölçüde salgın kısıtlamalarının kaldırılması sonrasında seyahat gelirlerinin toparlanmasıyla hizmetler dengesinden geleceği öngörülmektedir. Altın hariç net mal ihracatının ise bir önceki çeyreğe kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte dönemlik büyümeyi yukarı yönlü etkilemesi beklenmektedir. Yıllık büyüme katkısının temel belirleyicilerinin geçen senenin üçüncü çeyreğinde tarihsel olarak en yüksek değerlere ulaşan altın ithalatının bu sene tarihsel ortalamalarının da altına inmesi (yaklaşık 3 puan) ve turizm gelirlerindeki artışa bağlı olarak hizmetler dengesindeki toparlanma (yaklaşık 3 puan) olması beklenmektedir.

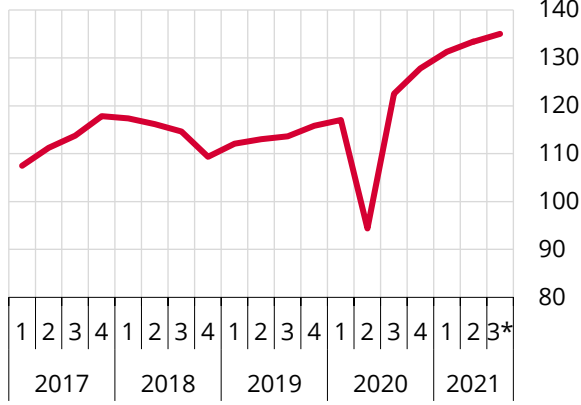
**Grafik 1. Net İhracatın GSYİH Büyümesine Katkısı (% Puan)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

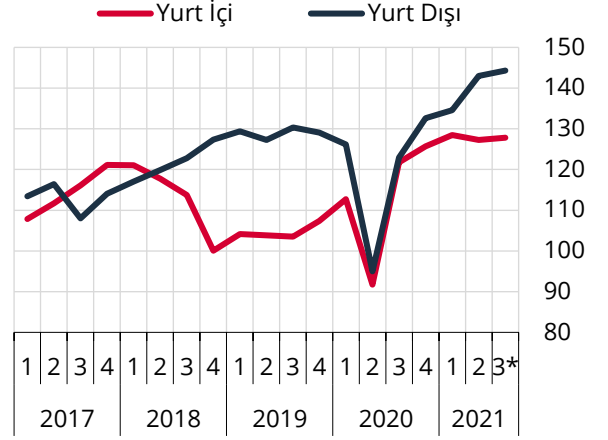
\* Tahmin.

**Öncü göstergeler, iktisadi faaliyetin dış talebin de etkisiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir.** Sanayi üretimi, Temmuz-Ağustos döneminde köprü günü etkileri nedeniyle oynak bir seyir izlemiştir (Mercek Altı 2.3). Üretim aylık bazda Temmuz'da arazi etkiler kaynaklı olarak yüzde 3,4 daraldıktan sonra, Ağustos ayında yüzde 5,4 artarak Temmuz ayındaki düşüşü telafi etmiştir. Böylelikle, üçüncü çeyrekte Sanayi Üretim Endeksi ikinci çeyreğe göre yüzde 1,2 oranında artış kaydetmiş ve yükseliş eğilimini korumuştur (Grafik 2.3.5). Ciro endeksleri üçüncü çeyrekte yurt dışı talebin sanayi üretimini desteklemeye devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.6). Ara malı ve sermaye malı sektörlerinde dış talep tüketim mallarına göre daha güçlü seyretmektedir (Grafik 2.3.7). Öte yandan, bazı sektörlerde yaşanan tedarik sorunları bu dönemde üretim üzerinde kısıtlayıcı olmaya devam etmektedir.

**Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim Endeksi** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TÜİK.

\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

**Grafik 2.3.6: Sektörel Ciro Endeksleri** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Reel\*\*, 2015=100)

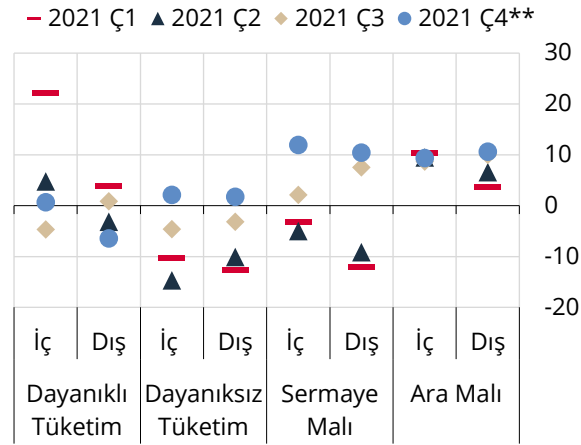
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

\*\* Yurt içi ciro endeksi yurt içi ÜFE, yurt dışı ciro endeksi ise yurt dışı ÜFE ile reelleştirilmiştir.

**Grafik 2.3.7: Sektörel Siparişler\***

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Normal Üstü - Normal Altı)



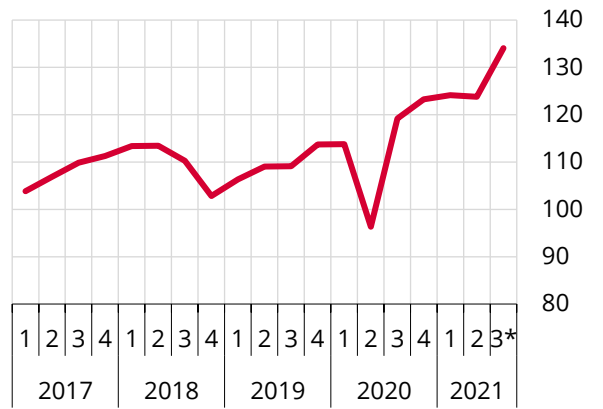
Kaynak: TÜİK.

\* İYA'da yer alan şu anda kayıtlı siparişlere ilişkin soruyu temsil etmektedir. Seriler 2011-2019 yılları ortalamasından farkı göstermektedir.

\*\* Ekim ayı verisidir.

**Grafik 2.3.8: Perakende Satış Hacim Endeksi**

(Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB.

\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

**Aşılamanın toplumun geneline yayılması, salgından olumsuz etkilenen hizmetler ile turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır.**

Perakende satış hacim endeksi, açılmanın da etkisiyle kuvvetli bir artış kaydetmiştir

(Grafik 2.3.8). Haziran ayından bu yana aşılamadaki güçlü ivme ile birlikte kısıtlamaların hafifletilmesi, turizm faaliyetindeki ve ilgili hizmet kalemlerindeki toparlanma eğiliminin belirginleşmesinde rol oynamıştır.

Nitekim kartla yapılan harcama verilerine göre, kısıtlamalardan daha çok etkilenen hizmet sektörleri ile

perakende ticarete konu olan kalemlerde artışlar daha yüksek orandadır (Grafik 2.3.9, Kutu 2.2). Mal

tarafında ise dayanıklı tüketim malları talebinde yavaşlama, dayanıksız tüketim malları talebinde

toparlanma gözlenmektedir (Grafik 2.3.10). Yılın geri kalanında küresel faaliyetteki seyrin dış talep kanalıyla iktisadi faaliyeti desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir.

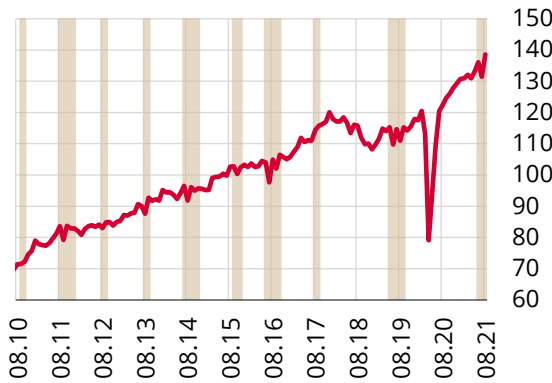
## Mercek Altı 2.3

### Sanayi Üretiminde Köprü Günü Etkileri

**Hafta içine denk gelen resmi tatillerin hafta sonuyla birleştirilmesiyle oluşan ilave çalışma günü kayıplarının iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri köprü günü etkisi olarak adlandırılmaktadır.** Köprü günlerinin, mevsim ve takvim etkilerinden arındırma için kullanılan standart yöntemler tarafından takvim etkisi olarak değerlendirilmemesi, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış serilerin köprü günü olan ay ve onu takip eden ilk ayda oynak bir seyir izlemesine neden olmaktadır. Bu nedenle, iktisadi faaliyete dair ana eğilim değerlendirilirken köprü günü etkilerine bağlı oluşan teknik dalgalanmaların da dışlanması gerekmektedir.

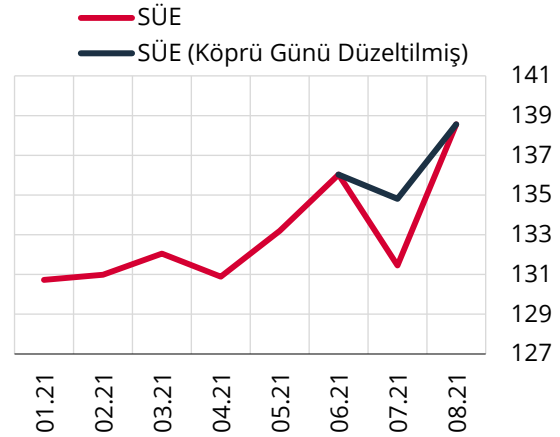
**Temmuz-Ağustos döneminde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi aylık olarak dalgalı bir seyir izlemiştir.** Söz konusu oynaklığın büyük ölçüde Perşembe gününe denk gelen 15 Temmuz resmi tatilinin hafta sonuyla fiilen birleştirilmesi ve Kurban Bayramı tatilinin 9 güne uzatılması sonucu oluşan köprü günü etkilerinden kaynaklandığı tahmin edilmektedir. Zira, sanayi üretiminin geçmiş verilerine bakıldığında, dini bayramlara bağlı olarak köprü gününün var olduğu dönemlerde de sanayi üretimi oynak bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik 1)

**Grafik 1: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100) ve Köprü Günü Dönemleri\***



\* Taralı alanlar Ramazan ve Kurban bayramlarıyla ilişkili köprü günü dönemlerini göstermektedir.

**Grafik 2: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)**

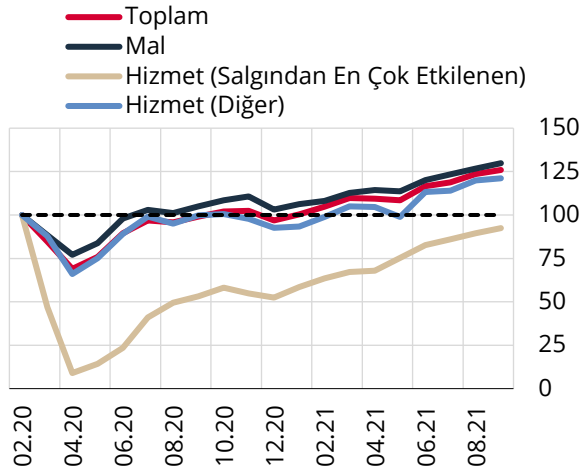


Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Köprü günlerinin sanayi üretimi üzerindeki etkisini sayısallaştırmak için yapılan ekonometrik analizler<sup>1</sup> bir köprü gününün sanayi üretimini 0,6-0,8 puan aralığında azalttığına işaret etmektedir.** Bu katsayıların tarihsel olarak ortalama bir değer olduğu, gerçekte olan etkinin tahmin edilen değerden daha az veya daha fazla gerçekleşebileceği not edilmelidir. Tahmin edilen katsayılar çerçevesinde, köprü günlerinin Temmuz ve Ağustos ayı sanayi üretimi aylık değişimlerinde 2,0-2,5 puanlık bir oynaklığa neden olduğu hesaplanmaktadır. Söz konusu etkiler dışlandığında, hesaplanan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi'nin daha az oynak olduğu ve ana eğiliminin açıklanan manşet değerden daha ılımlı olduğu görülmektedir (Grafik 2). Köprü günü etkisi düzeltilmiş serideki kısmi dalgalanmada ise diğer ulaşım araçları gibi tarihsel olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörlerdeki dalgalanma etkili olmuştur.

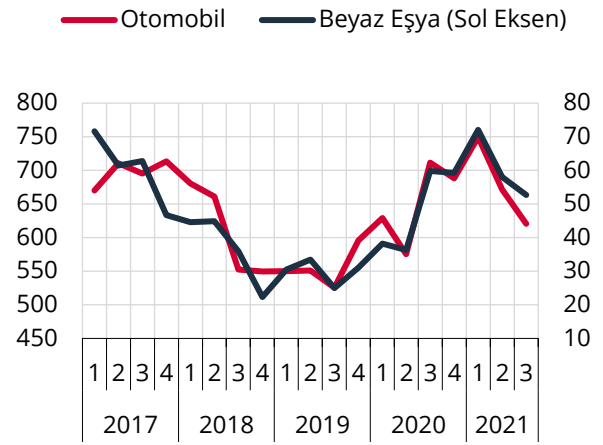
<sup>1</sup> Yöntem için bkz. Yüncüler, Ç. (2015), Türkiye'de Sanayi Üretimi Üzerinde Köprü Günü Etkisinin Tahmini (İngilizce), TCMB Ekonomi Notları Serisi, No:15/15.

**Grafik 2.3.9: Kartla Yapılan Harcamalar**  
(Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Reel, Şubat 2020=100)



Kaynak: TCMB.

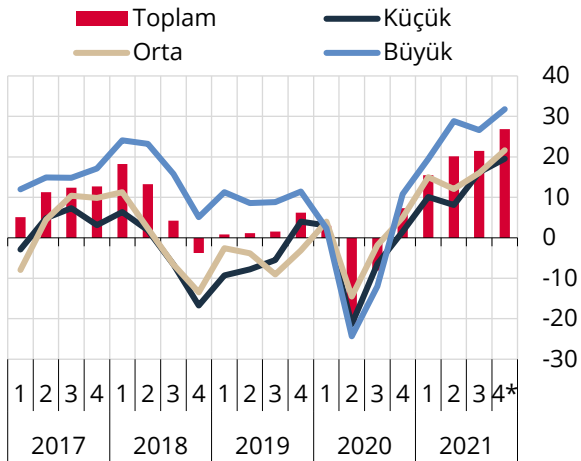
**Grafik 2.3.10: Dayanıklı Mal Yurt İçi Satışları**  
(Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Bin Adet)



Kaynak: ODD, TCMB, TURKBESD.

**İmalat sanayi firmalarının gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım eğilimleri güçlenmeye devam etmektedir.** Ekim ayı itibarıyla tüm ölçek gruplarında artış eğilimi sürerken, büyük ölçekli firmaların yatırım eğilimi daha yüksek seviyelerde seyretmektedir (Grafik 2.3.11). Bu dönemde, yatırım eğilimi mal grupları bazında da genele yayılan bir artış göstermekle birlikte, ara malı ve yatırım malları üreten sektörlerdeki yatırım eğilimi artışı daha istikrarlı bir seyir izlemektedir (Grafik 2.3.12).

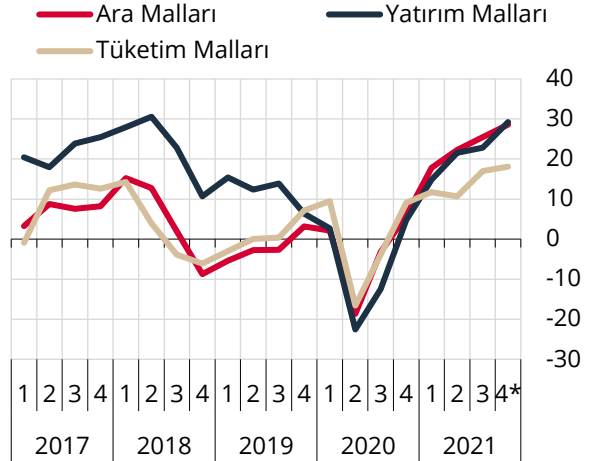
**Grafik 2.3.11: Firma Ölçeğine Göre Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak, %)



Kaynak: TCMB.

\* Ekim ayı verisidir.

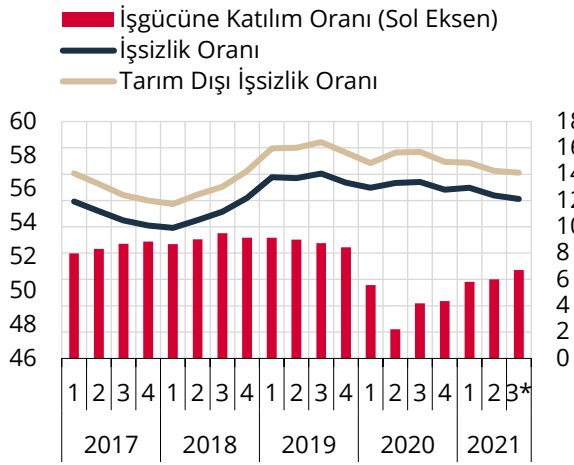
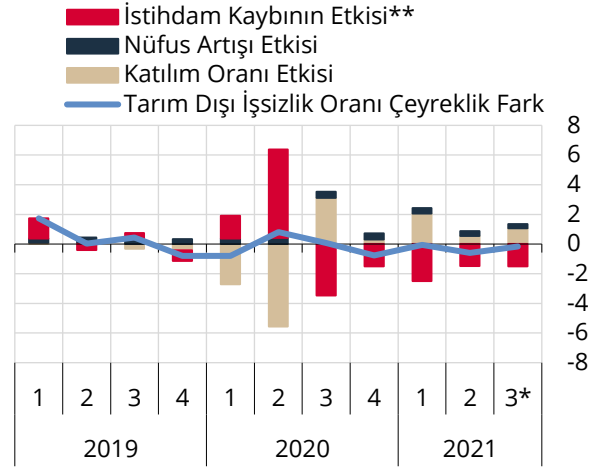
**Grafik 2.3.12: Sektörlere Göre Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak, %)



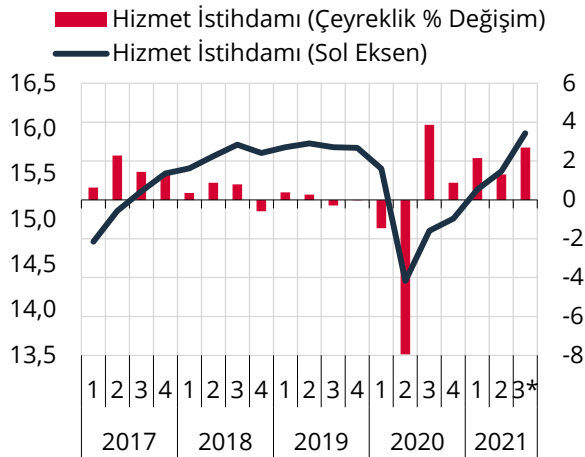
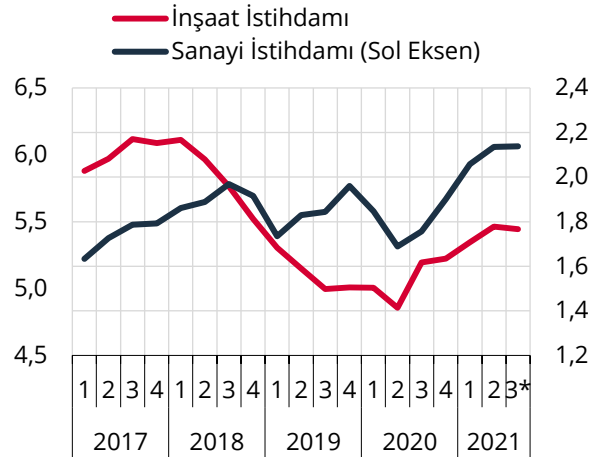
Kaynak: TCMB.

\* Ekim ayı verisidir.

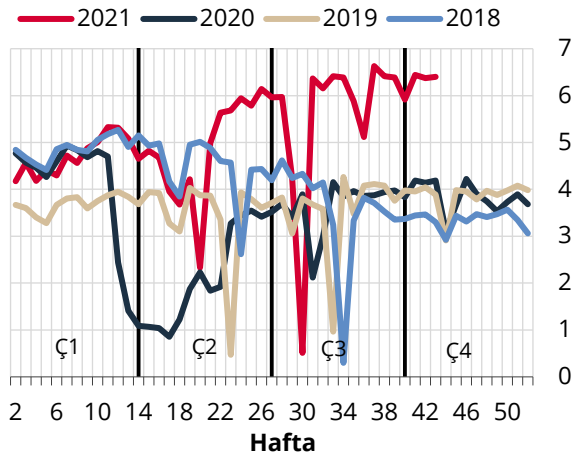
**Açılmanın iktisadi faaliyet üzerindeki etkisi işgücü piyasasına da yansımaktadır.** Temmuz ve Ağustos aylarının ortalaması dikkate alındığında, bir önceki çeyreğe kıyasla toplam işsizlik oranı 0,3 puan azalarak yüzde 12,1, tarım dışı işsizlik oranı ise 0,2 puan düşüyle yüzde 14,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.13). Benzer şekilde, geniş tanımlı işsizlik göstergeleri de bu dönemde gerilemektedir. Üçüncü çeyrekte işsizlik oranındaki düşüş istihdam artışıyla sağlanırken, katılım oranındaki artış işsizlik oranındaki düşüşü sınırlamıştır (Grafik 2.3.14).

**Grafik 2.3.13: İşsizlik Oranları ve İşgücüne Katılım Oranı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**Grafik 2.3.14: Tarım Dışı İşsizlik Oranı Değişimine Katkıları** (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)

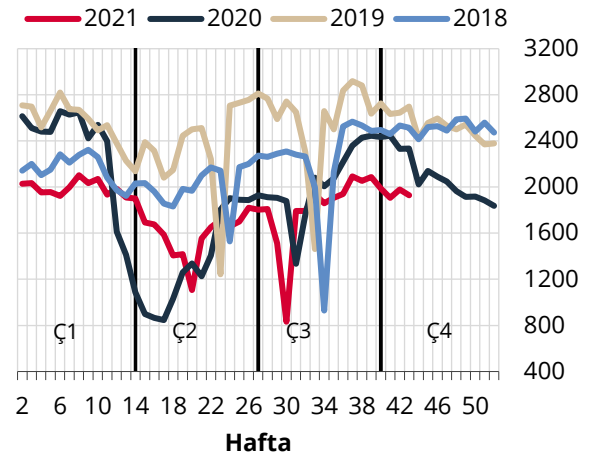
**Üçüncü çeyrekte istihdam, açılmanın ve turizmdeki olumlu seyrin etkisiyle hizmetler sektörünün öncülüğünde artış kaydetmiştir.** Tarım dışı istihdam, Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte ikinci çeyreğe göre yüzde 1,8 artmıştır. Hizmet istihdamındaki artış oranı güçlü (yüzde 3,8) olurken, sanayi ve inşaat istihdamındaki yataya yakın seyir tarım dışı istihdam artışını sınırlamıştır (Grafik 2.3.15 ve Grafik 2.3.16). Bu doğrultuda, istihdam gelişmeleri iktisadi faaliyette sektörler arasında gözlenmekte olan dengelenme ile uyumlu hareket etmektedir. Buna ilaveten, hizmet istihdamındaki toparlanmayla birlikte tarım dışı istihdam ve tüm sektörel bileşenleri salgın öncesi seviyelerini aşmıştır.

**Grafik 2.3.15: Hizmet İstihdamı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)**Grafik 2.3.16: Sanayi ve İnşaat İstihdamı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)

**Yüksek frekanslı verilere göre işgücü piyasasındaki olumlu seyir ivme kaybederek sürmektedir** (Grafik 2.3.17 ve Grafik 2.3.18). Önümüzdeki dönemde başta hizmetler sektörü olmak üzere istihdamdaki artış eğiliminin sürmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, işgücüne katılım oranlarındaki artış, istihdam artışlarının işsizlik oranlarına yansımaları sınırlandırabilecektir.

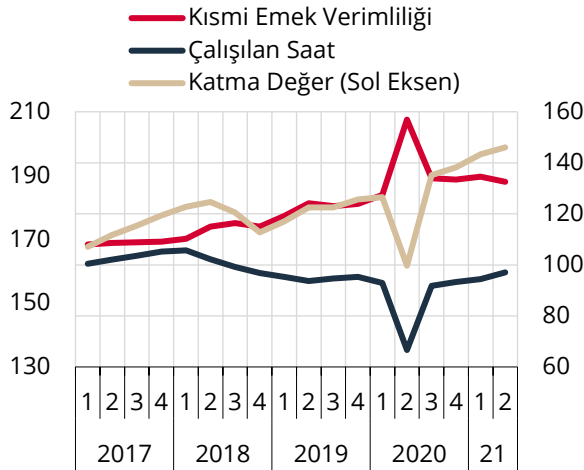
**Grafik 2.3.17: Kariyer.net - Yeni İş İlanı**  
(Haftalık, Bin Adet)

Kaynak: Kariyer.net.

**Grafik 2.3.18: Kariyer.net - Toplam İş Başvurusu**  
(Haftalık, Bin Adet)

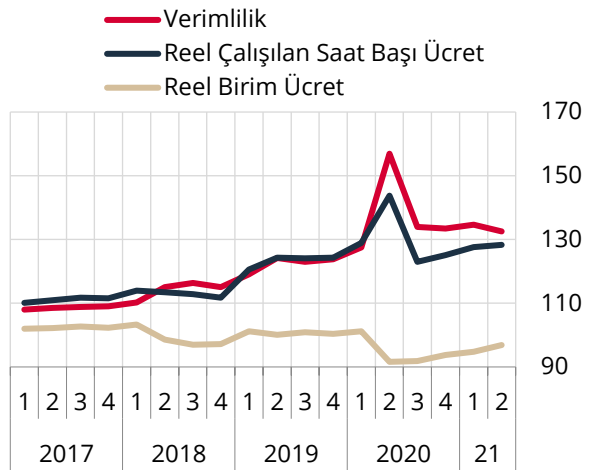
Kaynak: Kariyer.net.

**Faaliyetteki güçlü seyir ile birlikte reel ücretlerdeki artış sürmektedir.** Toparlanma ile birlikte istihdamın salgın öncesi seviyelerini aşmasına karşın, çalışılan saatteki düşüş çalışılan saat başına reel ücretlerin artmasında belirleyici olmuştur (Grafik 2.3.19). Öte yandan, gerek saatlik gerekse kişi başı olarak reel ücretler sanayi sektöründe diğer sektörlere kıyasla daha güçlü seyretilmektedir. Bu dönemde reel işgücü maliyetindeki görece daha sınırlı artışa rağmen kısmi emek verimliliğinin azalmasıyla reel birim ücretler bir önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 2.3.20).

**Grafik 2.3.19: Tarım Dışı Çalışılan Saat Baş**  
**Kısmi Emek Verimliliği\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Verimlilik (Katma Değer/Çalışılan Saat).

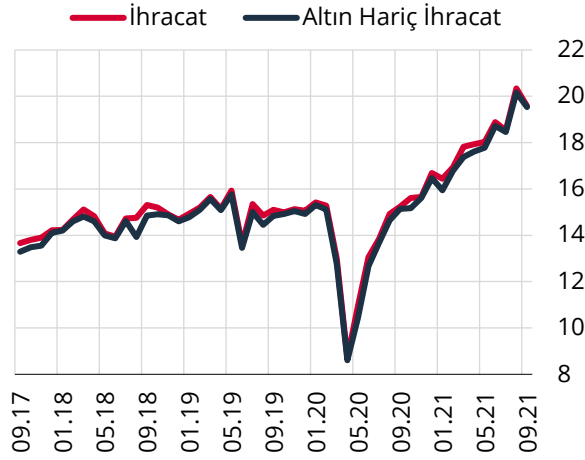
**Grafik 2.3.20: Tarım Dışı Çalışılan Saat Baş**  
**Verimlilik, Reel Ücretler ve Reel Birim Ücretler\*** (Mevsimsellikten Arın., 2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

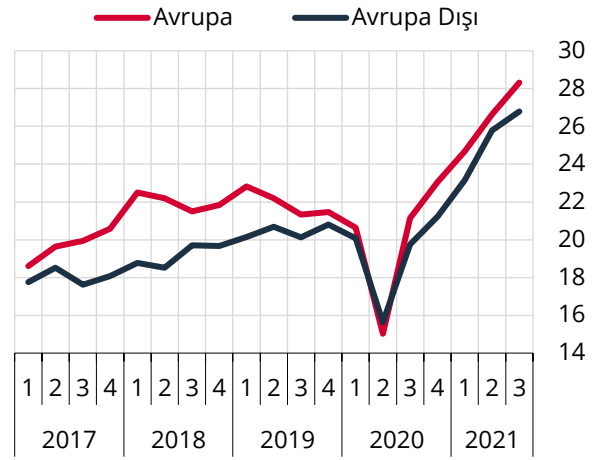
\* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Saat Baş Ücret/Verimlilik.

**İhracat, küresel talepteki hızlı toparlanma ve ihracat fiyatlarındaki artışa bağlı olarak üçüncü çeyrekte güçlü seyrini sürdürmüştür.** İhracat, sanayi üretimine benzer şekilde üçüncü çeyrekte Kurban Bayramı tatili ve taşıt üretimindeki fabrika tatilleri nedeniyle aylık bazda oynak bir seyir izlese de, altın hariç olarak bir önceki çeyreğe göre yüzde 7,0 artmıştır (Grafik 2.3.21). Üçüncü çeyrekte ihracattaki artış bölgeler geneline yayılırken, Avrupa ülkelerine yapılan ihracattaki artış daha yüksek oranda gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.22). Sektörel olarak değerlendirildiğinde ise yılın ilk yarısında tedarik sorunlarıyla gerileyen otomotiv ihracatı üçüncü çeyrekte toparlanmış; diğer ana sektörlerden demir-çelik ile tekstil-giyim ihracatı artış kaydetmiş, kimyasal ürünler ve elektrik-elektronik ürünleri ihracatı ise kısmi oranda azalmıştır.



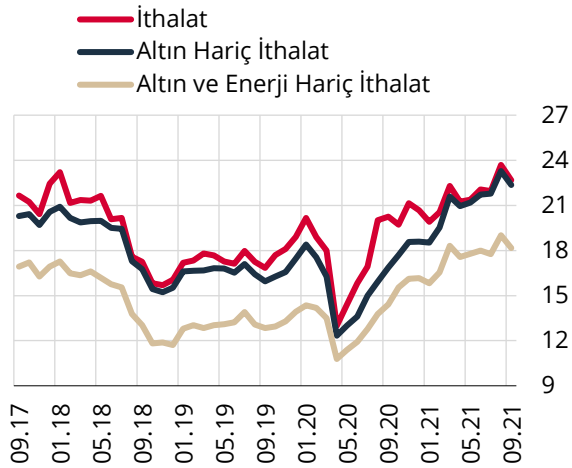
**Grafik 2.3.21: İhracat** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

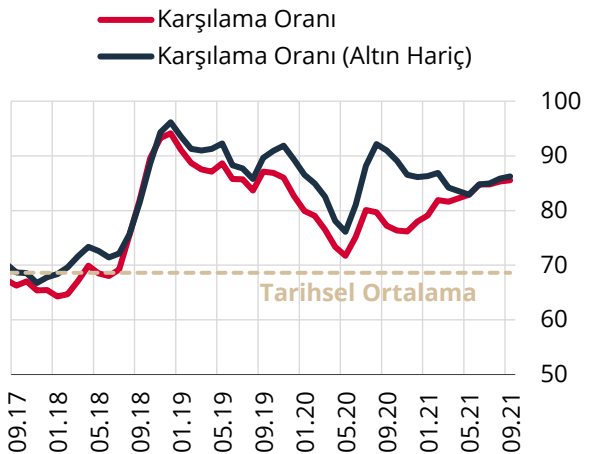
**Grafik 2.3.22: Bölgelere Göre İhracat** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arın., Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek artış ve iktisadi faaliyetin güçlü seyrine rağmen ithalat üçüncü çeyrekte daha ılımlı bir artış eğilimi izlemiştir.** Üçüncü çeyrekte altın hariç ithalat bir önceki çeyreğe göre yüzde 5,3 ile ihracata kıyasla daha sınırlı oranda artmıştır (Grafik 2.3.23). Böylelikle ihracatın ithalatı karşılama oranı iyileşmiştir (Grafik 2.3.24). Mal grupları bazında, ara malı ithalatındaki artış uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş kaynaklı devam ederken, tüketim malları ithalatında azalış sürmüştür, yatırım malları ithalatı ise yatay seyretmiştir. Diğer taraftan, altın ithalatı üçüncü çeyrekte 0,9 milyar dolar ile tarihsel ortalamaların belirgin olarak altında kalmayı sürdürmüştür ve cari işlemler dengesine olumlu katkı sağlamıştır.

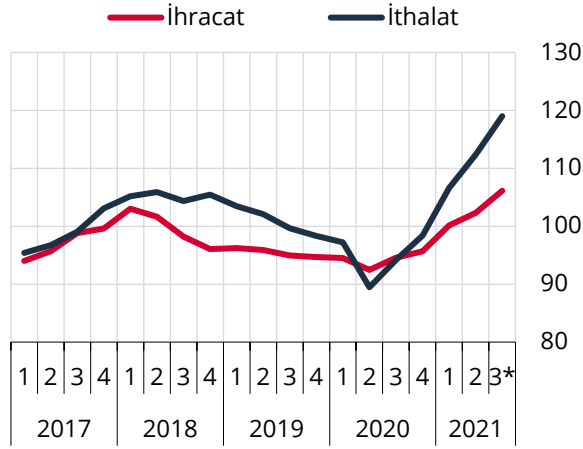
**Grafik 2.3.23: İthalat\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.3.24: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama, %)

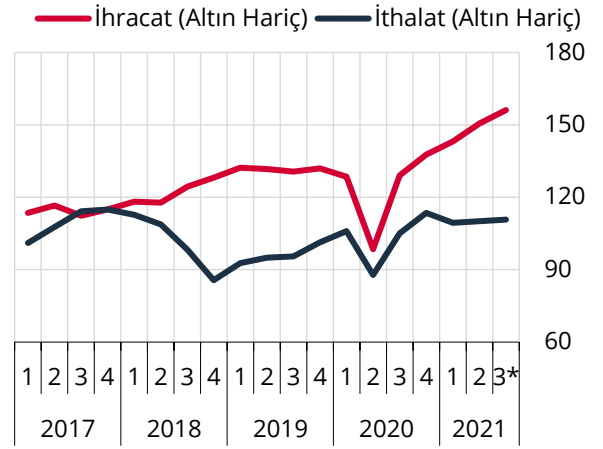
Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Dış ticaretteki reel dengeleme devam etmektedir.** Üçüncü çeyrekte ithalat fiyatlarındaki güçlü artış eğilimi sürerken, ihracat fiyatlarındaki artış görece daha zayıf gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.25). İthalat fiyatlarındaki artışta uluslararası emtia fiyatlarının yükselişe geçmesine bağlı olarak ara malı fiyatlarındaki seyrin temel belirleyici olduğu görülmektedir. Fiyat etkileri dışlandığında, küresel talepteki toparlanmaya bağlı olarak ihracat miktarında artış eğiliminin ivmesini koruduğu, ithalat miktarının ise yataya yakın seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.3.26). Bu dönemde altın hariç ara malı ithalat miktarı ise sanayideki güçlü seyre bağlı olarak ılımlı bir artış kaydetmektedir. Dış ticarette miktar bazında belirginleşen dengelemenin önümüzdeki dönemde de sürmesi beklenmektedir.

**Grafik 2.3.25: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)**

Kaynak: TÜİK.

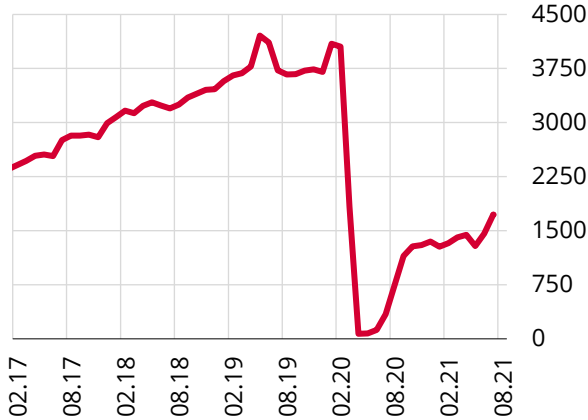
\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

**Grafik 2.3.26: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)**

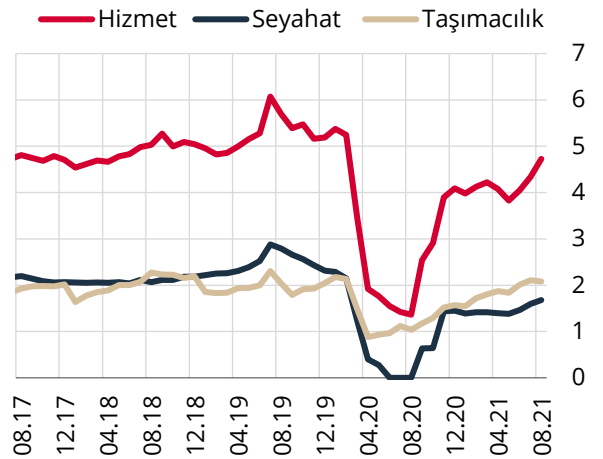
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

**Hizmet gelirlerindeki toparlanma, aşılamanın yaygınlaşması ve kısıtlamaların kaldırılmasıyla birlikte ivme kazanmıştır.** Seyahat kısıtlamalarının kalkmaya başlamasıyla, yabancı ziyaretçi sayısı Haziran ayından itibaren yüksek oranlı artışlar kaydetmiştir (Grafik 2.3.27). Buna paralel olarak, seyahat gelirleri hızlı bir şekilde toparlanırken, taşımacılık gelirlerindeki ılımlı artış eğilimi sürmüştür, hizmet gelirlerinin cari işlemler dengesine sağladığı olumlu katkı artmıştır (Grafik 2.3.28).

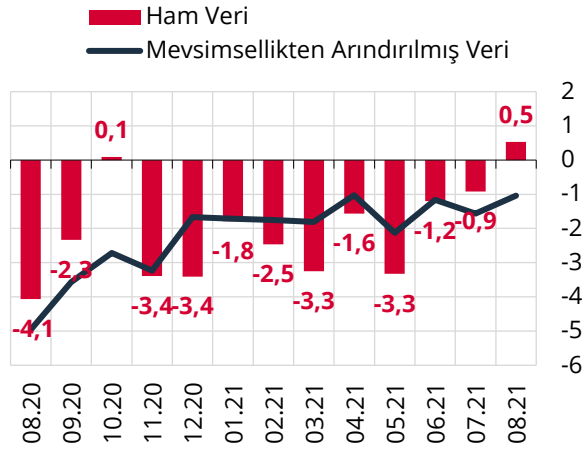
**Grafik 2.3.27: Turist Sayısı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Bin Kişi)**

Kaynak: TCMB.

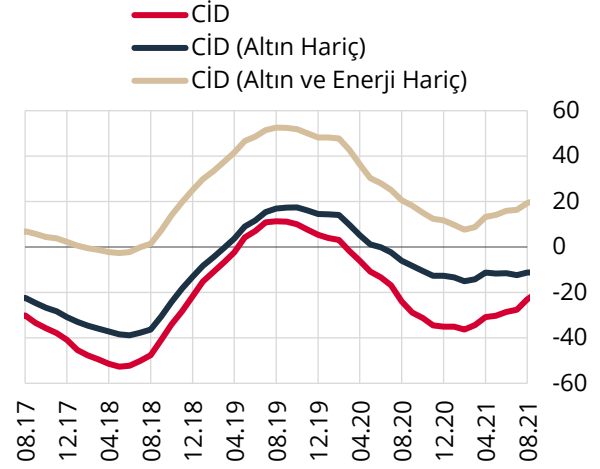
**Grafik 2.3.28: Hizmetler Gelirleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB.

**Uluslararası emtia fiyatlarındaki yükselişe karşın, ihracattaki güçlü artış eğilimi, kredilerdeki yavaşlama, altın ithalatındaki belirgin gerileme ve aşılamaadaki kuvvetli ivmenin turizm faaliyetini canlandırması cari işlemler dengesinde iyileşme sağlamıştır.** Yıllıklandırılmış cari işlemler açığı Ağustos ayı itibarıyla 23 milyar dolara gerilemiştir (Grafik 2.3.29 ve Grafik 2.3.30). Eylül ayına dair öncü veriler, cari işlemler dengesinde yıllık bazda iyileşmenin devam edeceğine, mevsimsellikten arındırılmış olarak ise önceki aydaki seviyeye yakın seyredeceğine işaret etmektedir. Yılın geri kalanında yıllıklandırılmış cari dengedeki iyileşme eğiliminin devam etmesi beklenirken, enerji fiyatlarında son dönemdeki artışlar iyileşmenin hızını bir miktar yavaşlatabilecektir.

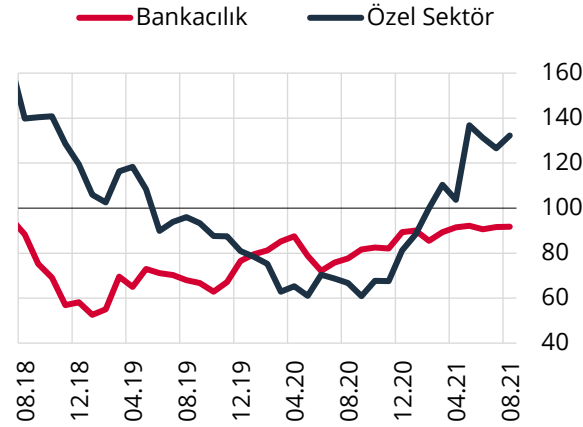
**Grafik 2.3.29: Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB.

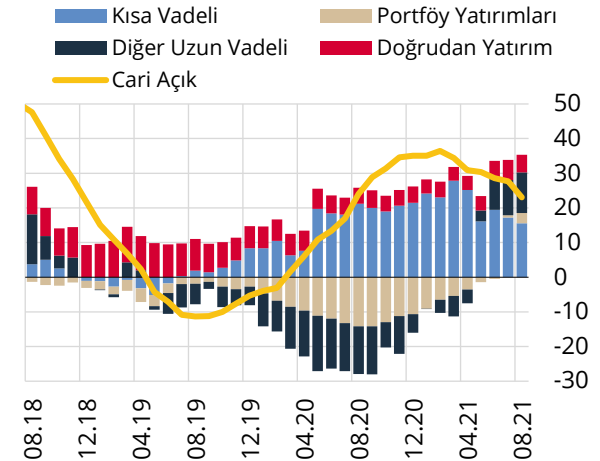
**Grafik 2.3.30: Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB.

**Cari işlemler dengesindeki iyileşme dış finansman ihtiyacını azaltırken, finansman kompozisyonu da iyileşmektedir.** Yılın ikinci çeyreğinde sınırlı gerçekleşen portföy hareketlerinde üçüncü çeyrekte kısmi bir toparlanma gözlenmiştir. Ağustos ayı itibarıyla bankacılık sektörü dış borç çevirme oranı yüzde 100 seviyesinin altında kalmayı sürdürmüştü, özel sektör dış borç çevirme oranı ise yüksek seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.31). Son dönemde cari işlemler dengesi açığının finansmanında kısa vadeli yatırımların payı gerilerken, uzun vadeli yatırımlarda artış gözlenmiştir (Grafik 2.3.32). Dış dengede süregelen iyileşme, son dönemde imzalanan para takası anlaşmaları ve gerçekleştirilen tahvil ihraçları finansman ihtiyacını azaltan ve rezervlerde artış sağlayan unsurlar olmuştur.

**Grafik 2.3.31: Borç Çevirme Oranları (Uzun Vadeli Krediler, 6 Aylık Hareketli Ortalama, %)**

Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.3.32: Cari Açığın Finansmanı (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB.

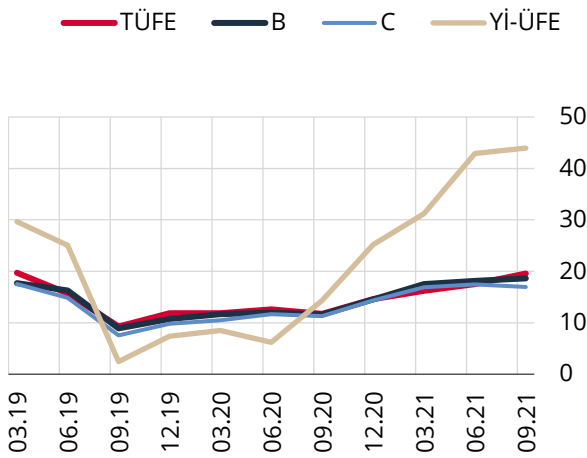
**2021 yılının ilk dokuz ayında iktisadi faaliyetteki olumlu seyre bağlı olarak vergi gelirleri güçlü bir performans kaydederken, kamu harcamalarındaki artış görece sınırlı kalmıştır.** Yılın ilk dokuz aylık dönemde merkezi yönetim bütçe dengesi bir önceki yılın aynı dönemine göre iyileşmiştir. Bu dönemde toplam harcamalar ve faiz dışı harcamalar yıllık bazda sırasıyla yüzde 20,9 ve yüzde 19,3 oranında artarken, toplam gelirler yüzde 35,8 oranında güçlü bir artış kaydetmiştir. Böylelikle, yılın ilk dokuz ayında merkezi yönetim bütçesi 61,1 milyar TL açık verirken, faiz dışı fazla 81,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Milli gelire oran olarak yıllıklandırılmış bütçe açığı ve faiz dışı fazlanın Eylül ayında sırasıyla yüzde 1,5 ve yüzde 1,2 olduğu tahmin edilmektedir. Söz konusu oranlar, bütçenin yüzde 3,5 olarak açıklanan 2021 yılı bütçe açığı hedefine kıyasla daha olumlu bir görünüm arz ettiğine işaret etmektedir.

## 2.4 Enflasyon

**2021 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 19,58 ile Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üst sınırının üzerinde, B enflasyonu ise yüzde 18,63 ile tahmin aralığının içinde gerçekleşmiştir.** Bu farklılaşmada büyük ölçüde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış eğilimi belirleyici olmuştur. Yurt içinde iktisadi faaliyet üçüncü çeyrekte hem açılma hem de dış talebin etkisiyle güçlü bir görünüm sergilemiş; ithalat ve uluslararası gıda fiyatlarındaki artışların yanı sıra taşımacılık maliyetleri, tarımsal kuraklık, tedarik sürecindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar da enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde enflasyon beklentileri artarken, yayılım endeksi fiyat artışlarında genele yayılan bir görünüme işaret etmiştir. Yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının (elektrik, doğal gaz, şebeke suyu, çiğ süt) tüketici enflasyonuna etkisi bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. Vergi ayarlamaları (alkollü içecekler ve tütünde Yİ-ÜFE artışının yansıtılmaması, otomobillerde matrah düzenlemesi) ve eşel mobil uygulamasından gelen destek ise enflasyonist etkiyi dengelemiştir. Bu gelişmelerle tüketici fiyatlarında mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artış yüzde 4,65 olmuştur (Tablo 2.4.1). Üretici fiyatlarındaki artışlarda dış fiyat baskıları, enerji fiyat gelişmeleri ve süregelen arz kısıtları ile taşımacılık maliyetleri belirleyici olmaya devam ederken, tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskıların etkisi sürmüştür (Grafik 2.4.1).

**Tüketici enflasyonunun ikinci çeyrekteki yüzde 17,53 seviyesinden üçüncü çeyrekte yüzde 19,58'e yükselmesinde gıda ve enerji öne çıkan gruplar olmuştur.** Bu dönemde gıda grubunun yıllık enflasyona katkısı 2,03 puan artışla 6,99 puana ulaşırken, enerji grubunun katkısı 0,75 puan yükselişle 2,75 puan olmuştur (Grafik 2.4.2). Üçüncü çeyrekte açılma süreciyle beraber hizmet enflasyonunun katkısı 0,38 puan artışla 4,23 puana ulaşmıştır. Bu dönemde, temel mal grubu ile alkol-tütün ve altın gruplarının katkısı ise tüketici enflasyonunu sınırlayıcı yönde olmuştur.

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

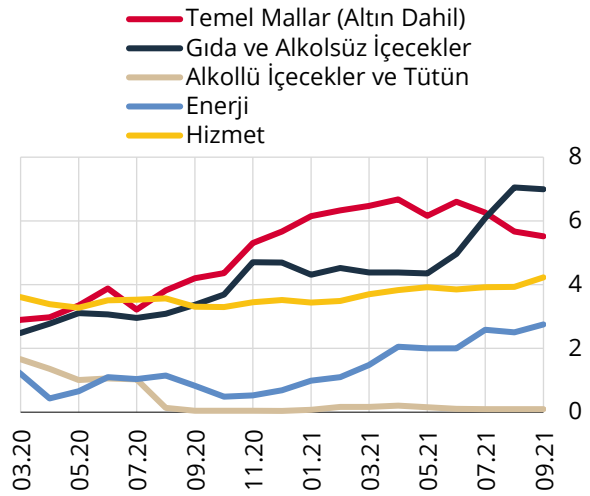


Kaynak: TÜİK.

\* İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ve altın dışı TÜFE.

\*\* Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkol-tütün ve altın dışı TÜFE.

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

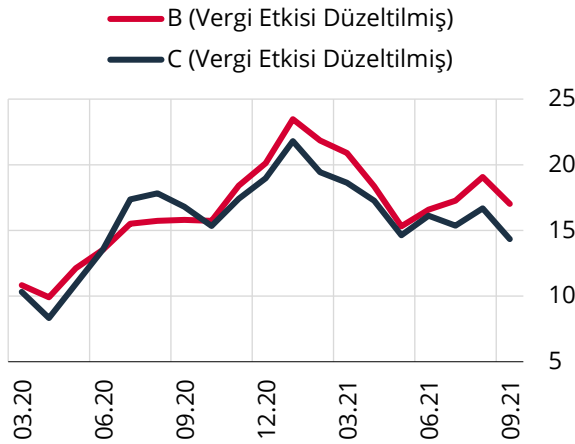


Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Yıllık enflasyon geçtiğimiz çeyreğe kıyasla çekirdek göstergelerden B'de artarken, C'de gerilemiş; benzer şekilde B'nin yakın dönem eğiliminde artış izlenirken C'de bir miktar azalış gözlenmiş, genel olarak göstergelerde yüksek seviyeler korunmuştur** (Grafik 2.4.3). Üçüncü çeyrekte enflasyon eğiliminde kapanma ve açılma dönemlerinin de etkisiyle dalgalı bir seyir izlenmiştir. Enflasyon eğilimi temel mallar grubunda gerilerken, işlenmiş gıda grubunda oldukça belirgin olmak üzere hizmet grubunda da yükselmiştir (Grafik 2.4.4). İşlenmiş gıdadaki bu görünüm B ve C göstergelerinin eğilimlerinin farklılaşmasını beraberinde getirmiştir. Bu dönemde, işlenmiş gıda grubunda çeyreklik fiyat artışı bir önceki çeyreğe kıyasla oldukça güçlenirken (yüzde 6,35), bu gelişmede döviz kuru ile uluslararası gıda ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler ile açılmaya bağlı olarak güçlenen taleple beraber maliyetlerin yansıtılmasının yanı sıra çiğ süt fiyat ayarlamalarının etkili olduğu değerlendirilmektedir. Üçüncü çeyrekte, mevsimsellikten arındırılmış

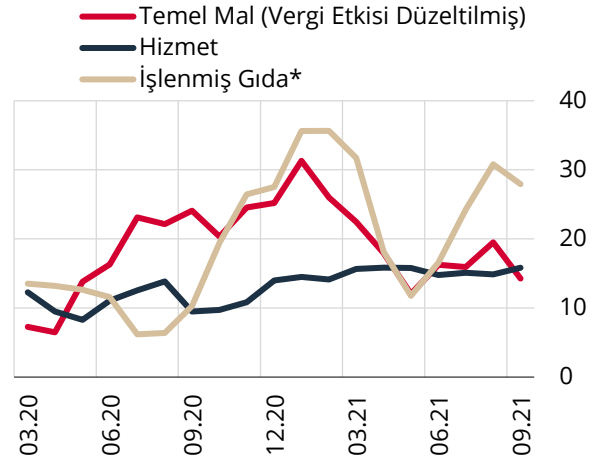
verilerle, temel mallar enflasyonu Türk lirasındaki seyre de bağlı olarak sınırlı bir miktar yavaşlamıştır (Tablo 2.4.1). Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, üçüncü çeyrekte oldukça yavaşlayan dayanıklı tüketim malları enflasyonu üzerinde döviz kuru kaynaklı etkilerin zayıfladığı, tüketici kredileri ve uluslararası fiyatlar kaynaklı etkilerin ise sınırlı bir miktar arttığı değerlendirilmektedir. Otomobil fiyatlarındaki düşüşte ÖTV matrahlarındaki düzenleme etkili olurken, mobilya grubunda Temmuz ve Ağustos aylarında düzenlenen indirim kampanyalarının Eylül ayında geri alınmasıyla fiyatlarda yeniden artış gözlenmiştir. Giyim ve ayakkabı grubu enflasyonunda ikinci çeyrekte gözlenen yavaşlama eğilimi bu dönemde de devam etmiştir. Kur gelişmelerinin etkilerinin gecikmeli olarak izlendiği diğer temel mallar grubunda ise üçüncü çeyrekte fiyat artışları bir miktar zayıflamış, bu dönemde konutun bakım ve onarımı, kişisel bakım ürünleri ve ev ile ilgili temizlik malzemeleri fiyat artışlarıyla öne çıkan alt kalemler olmuştur. Hizmet sektöründe ise üçüncü çeyrekte enflasyonist baskılar bir miktar artmıştır. Bu dönemde lokanta-otel grubunda çeyreklik fiyat artışı güçlü seyretmiş, bu gelişmede yeniden açılma ve turizm kaynaklı etkilerin yanı sıra, gıda enflasyonundaki yüksek seviyeler belirleyici olurken, okul ve üniversitelerin açılmasıyla bağlantılı sektörlerde fiyat artışları görülmüştür. Bu etkiler, ulaşımda servis ücretlerinde gözlenirken, eğitimde üniversite eğitim ücretleri öne çıkan grup olmuş, eğitimde geçici KDV indirimlerinin sona ermiş olması da bu etkiyi güçlendirmiştir. Üçüncü çeyrekte kira enflasyonu da bir miktar hızlanmış, normalleşme etkileri eğlence ve spor hizmetlerinde de gözlenmiştir (Tablo 2.4.1). Özetle, yeniden açılmaya da bağlı olarak üçüncü çeyrekte hizmet enflasyonu eğilimi bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.4.4).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* İşlenmiş gıda grubunda mevsimsel etki bulunmamaktadır.

Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

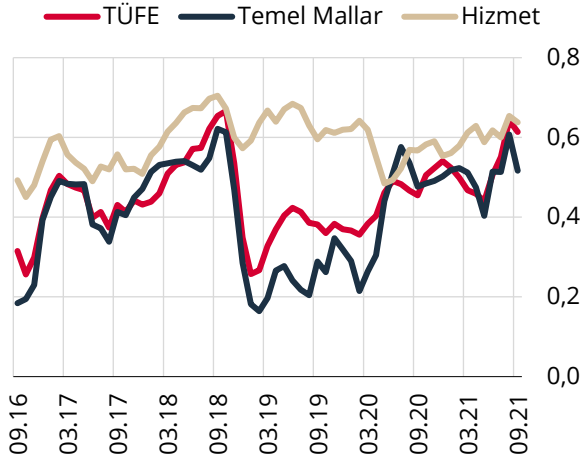
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2020	2021			2020	2021		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
<b>TÜFE</b>	<b>5,01</b>	<b>3,90</b>	<b>4,70</b>	<b>4,65</b>	<b>14,60</b>	<b>16,19</b>	<b>17,53</b>	<b>19,58</b>
<b>1. Mallar</b>	5,75	3,58	5,28	5,40	15,87	17,81	19,29	21,55
<b>Enerji*</b>	<b>4,45</b>	<b>3,60</b>	<b>3,88</b>	<b>9,22</b>	<b>5,64</b>	<b>12,43</b>	<b>17,28</b>	<b>22,77</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>7,84</b>	<b>2,44</b>	<b>7,23</b>	<b>8,66</b>	<b>20,61</b>	<b>17,44</b>	<b>19,99</b>	<b>28,79</b>
İşlenmemiş Gıda	9,92	-1,88	9,70	11,47	26,34	14,98	18,70	32,06
İşlenmiş Gıda*	6,27	7,11	3,91	6,35	15,52	19,87	21,20	25,79
<b>Temel Mallar</b>	<b>5,73</b>	<b>5,32</b>	<b>3,76</b>	<b>3,37</b>	<b>17,24</b>	<b>22,14</b>	<b>21,92</b>	<b>19,38</b>
Giyim ve Ayakkabı	-0,71	4,30	1,89	1,43	-0,57	7,33	6,86	7,11
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	11,08	3,93	4,41	1,48	30,40	33,29	30,86	22,12
Mobilya	9,32	7,21	5,56	3,84	18,08	36,19	35,75	28,68
Otomobil	17,03	1,69	4,83	-1,37	42,32	41,10	36,03	22,88
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler*	6,52	-0,03	5,01	3,87	20,48	20,53	20,17	16,16
Diğer Dayanıklı Mallar*	9,79	4,85	5,31	3,56	22,84	26,11	27,12	25,54
Diğer Temel Mallar*	5,45	4,74	6,15	5,14	13,12	16,80	20,61	23,26
<b>Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,19</b>	<b>3,25</b>	<b>-0,38</b>	<b>13,14</b>	<b>10,95</b>	<b>9,12</b>	<b>2,92</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>3,32</b>	<b>3,71</b>	<b>3,50</b>	<b>3,74</b>	<b>11,66</b>	<b>12,56</b>	<b>13,46</b>	<b>15,06</b>
Kira	2,36	2,59	2,58	2,95	9,07	9,24	9,93	10,85
Lokanta ve Oteller	4,19	5,41	5,56	6,10	12,70	15,39	18,86	23,27
Ulaştırma	2,34	3,51	5,61	2,94	8,65	9,96	10,28	15,21
Haberleşme	1,49	2,06	1,33	1,43	4,87	7,36	7,36	6,68
Diğer Hizmetler	4,00	3,34	3,69	3,60	15,14	14,69	15,45	15,47

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

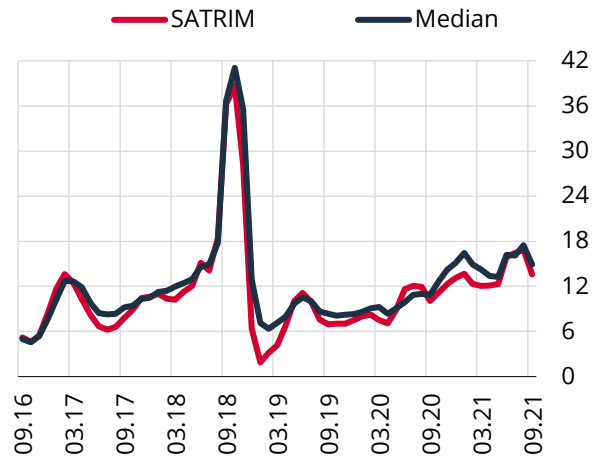
**Yayımlı endeksleri ve alternatif temel enflasyon göstergeleri Eylül ayı itibarıyla bir miktar düşüş sergilemiştir.** Üçüncü çeyrekte yayımlı endeksleri yukarı yönlü fiyat ayarlamalarının alt kalemler geneline yayıldığına işaret etmiştir (Grafik 2.4.5). Ana eğilime ilişkin diğer göstergelerden SATRİM ve medyan enflasyon da, diğer ana eğilim göstergeleriyle uyumlu olarak, Temmuz ve Ağustos aylarında artış kaydettikten sonra Eylül ayında bir miktar gerilemiştir (Grafik 2.4.6).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

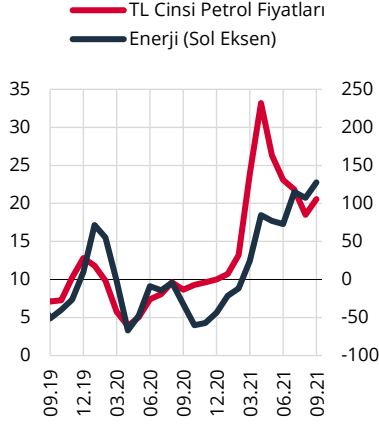
\*\* Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeri.

**Enerji enflasyonundaki artış eğilimi üçüncü çeyrekte hızlanarak devam etmiştir.** Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 9,22 ile oldukça belirgin bir biçimde artmıştır (Tablo 2.4.1). Bu dönemde, uluslararası petrol fiyatları ile Türk lirası dalgalı bir seyir izlemiş, salgın sonrası hızlanan küresel taleple birlikte uluslararası enerji fiyatlarında başta doğal gaz ve kömür gibi emtialar olmak üzere kayda değer bir yükseliş olmuştur. Bu durumun da yansımalarıyla Eylül ayında katı yakıtlarda endeks tarihinin en yüksek aylık artışı gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte enerji fiyatları üzerinde Temmuz ayında yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan elektrik ve doğal gaz fiyatlarının, Eylül ayında ise şebeke suyunda yapılan ayarlamaların etkileri gözlenmiştir (Kutu 2.3). Söz konusu dönemde, uluslararası propan ve butan fiyatlarındaki artışa paralel olarak LPG ve tüp gaz fiyatlarında yükselişler gözlenmiş, eşel mobil sistemi enerji fiyatları üzerindeki baskıları hafifleterek tüketici enflasyonunu sınırlamaya devam etmiştir. Bu gelişmeler neticesinde enerji grubunda yıllık enflasyon 5,49 puan artarak yüzde 22,77 seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.4.7).

**Uluslararası tarımsal emtia ve gıda fiyatlarında süregelen artışlar, birikimli kur etkileri, olumsuz iklim koşulları (tarımsal kuraklık, sel, yangın), belirli ürünlerdeki arz sıkıntıları ve açılmayla birlikte gıda enflasyonu üçüncü çeyrekte kayda değer bir şekilde yükselmiştir.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu bu dönemde 8,80 puan artışla yüzde 28,79'a ulaşmıştır (Grafik 2.4.8). Gıda yıllık enflasyonundaki yükselişte hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda gruplarının etkisi hissedilirken, işlenmemiş gıda fiyatlarının katkısı daha yüksek olmuştur (Tablo 2.4.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler, işlenmemiş gıda fiyatlarında taze meyve ve sebze de çok daha yüksek olmak üzere genele yayılan bir çeyreklik artışa işaret etmiştir. Gıda fiyatlarının bu dönemde sürükleyicisi olan ve Temmuz - Ağustos döneminde yüksek fiyat artışları gösteren taze meyve sebze grubunda, Eylül ayında kısmi bir düzeltme gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.8). Çiğ süt referans fiyatlarındaki artışın süt ile peynir ve diğer süt ürünlerine olan etkileri Ağustos ayında tamamlanırken, artan yem fiyatlarının etkileri yumurta ve beyaz et fiyatlarında hissedilmiştir. Bu dönemde tarımsal kuraklık bakliyat ürünleri üretimi ve verimini düşürerek fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur (Grafik 2.4.9). Temmuz ayında sınırlı bir oranda gerileyen FAO uluslararası gıda fiyatları Ağustos ayından itibaren yeniden yükseliş kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte işlenmiş gıda enflasyonu hızlanmış; uluslararası buğday fiyatlarındaki olumsuz seyir ekmek-tahıl grubu enflasyonu üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur. Uluslararası yağ ve kahve fiyatlarındaki yükselişin etkileri ilgili grup fiyatları üzerinde hissedilmiştir. Bu dönemde uluslararası emtia fiyatlarındaki artışların yurt içi fiyatlara yansımaları sınırlamaya yönelik olarak nohut, mercimek, buğday, arpa, mısır gibi ürünlerde 2021 sonuna kadar gümrük vergileri sifira indirilmiştir. TMO'nun besici ve yetiştiricilerin yem maliyetlerini sınırlamaya yönelik olarak yem regülasyon çalışmaları devam etmiştir.

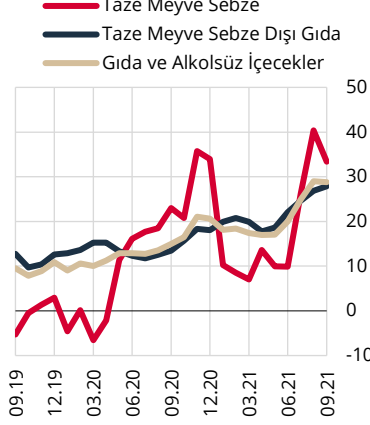
**Temmuz ayında alkollü içecekler ve tütün grubunda geçmiş altı aylık ÜFE artışı maktu ve asgari maktu vergilere yansıtılmamış ve üçüncü çeyrekte bu grupta fiyat artışı yüzde 0,26 ile sınırlı olmuştur.** Diğer taraftan üretici firmaların sigara fiyatlarında Ekim ayında 1 TL fiyat artışına gitmelerinin tüketici enflasyonuna etkisinin 0,30 puan civarında olacağı tahmin edilmektedir.

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



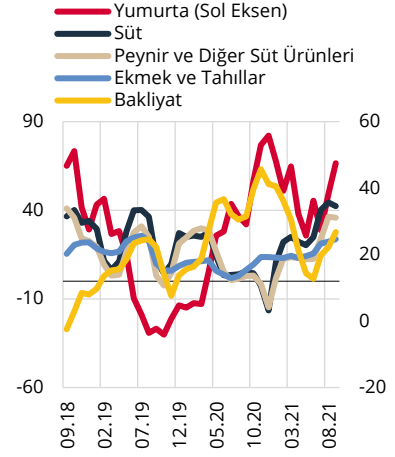
Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.4.8: Gıda Fiyatları** (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.4.9: Seçilmiş Gıda Kalemleri** (Yıllık % Değişim)

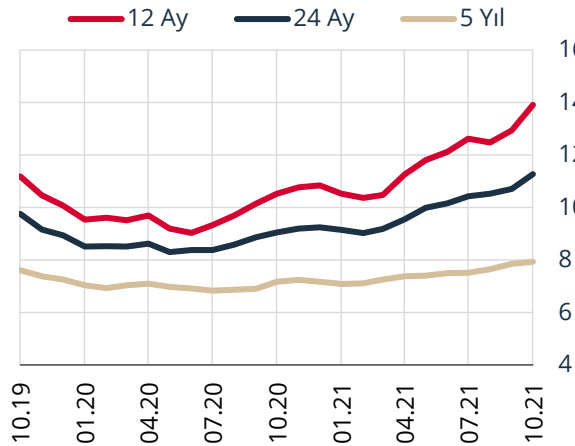


Kaynak: TCMB, TÜİK.

## Enflasyonun Belirleyicileri

**Enflasyon beklentilerindeki yükseliş devam etmiştir.** Piyasa Katılımcıları Anketi Ekim ayı sonuçlarına göre, yıl sonu tüketici enflasyon beklentisi, Temmuz ayına kıyasla 1,99 puan artışla yüzde 17,63 seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde, gelecek on iki aya ilişkin enflasyon beklentisi 1,29 puan artışla yüzde 13,91, gelecek yirmi dört ay beklentisi ise 0,84 puan artışla yüzde 11,27 olmuştur (Grafik 2.4.10). 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi sorusuna verilen yanıtlardan elde edilen dağılım, Ekim ayında önceki Rapor dönemine göre medyan değerini sağa kaydığına işaret etmiştir (Grafik 2.4.11).

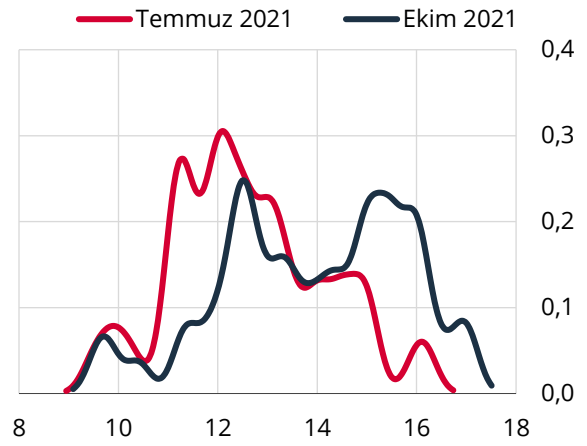
**Grafik 2.4.10: Tüketici Enflasyonu Beklentileri\*** (%)



Kaynak: TCMB.

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

**Grafik 2.4.11: Beklenti Anketi Dağılımı\*** (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)

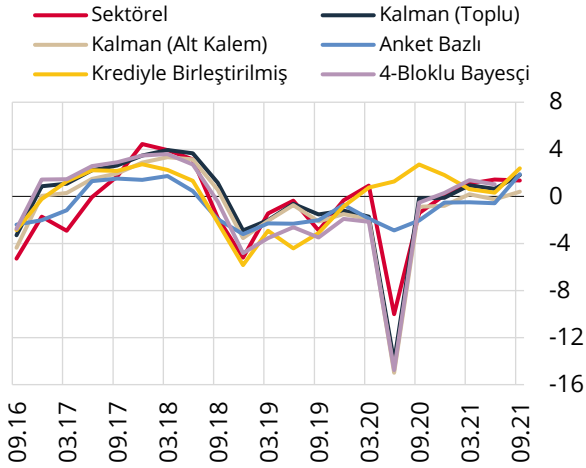
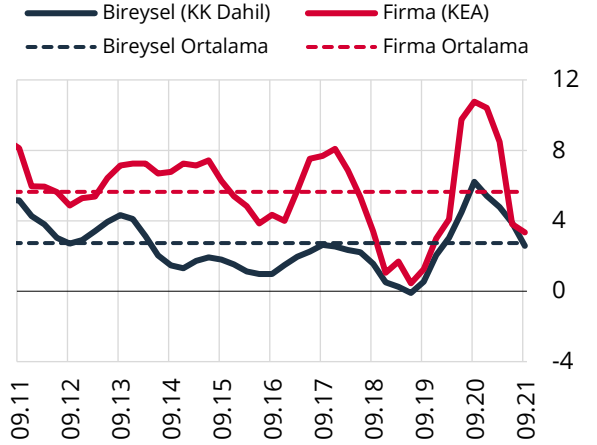


Kaynak: TCMB.

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

**Normalleşme adımlarını takiben talep koşulları güçlenmiştir.** İkinci çeyrekte uygulanan salgın tedbirlerinin ardından, hızlanan aşılama paralel olarak kısıtlamalar kaldırılmış ve ertelenmiş olan harcamaların gerçekleşmesiyle iç talep canlanmıştır. Söz konusu dönemde ihracattaki olumlu seyir sürmüştür (Grafik 2.4.12). Kredi büyümesi yavaşlamaya devam etmiştir (Grafik 2.4.13). Açılmanın da etkisiyle üçüncü çeyrekteki canlanmayı takiben yılın son çeyreğinde talep koşullarının daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.

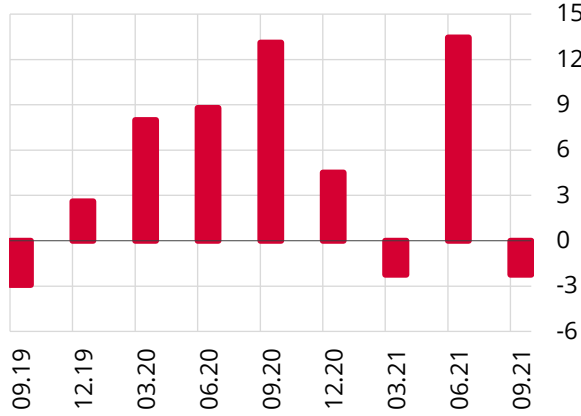


**Grafik 2.4.12: Çıktı Açığı Göstergeleri (%)****Grafik 2.4.13: Net Kredi Kullanımı\* (%)**

\* Net kredi kullanımı, nominal kredi stokundaki yıllık değişimin 4

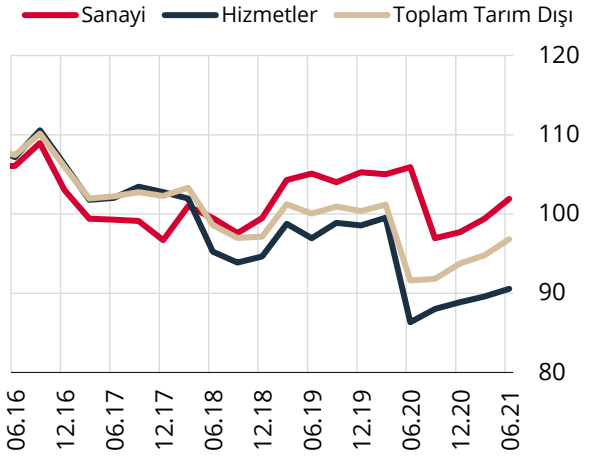
çeyrek önceki yıllık GSYİH'ye oranı olarak hesaplanmıştır. Tarihsel ortalama 2006Ç1-2021Ç2 dönemini kapsamaktadır.

**Yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirası daha istikrarlı bir seyir izlemiştir.** Türk lirasında ikinci çeyrekte gerçekleşen değer kaybının ardından ılımlı seyir gözlenmiştir (Grafik 2.4.14). Emtia fiyatlarında gözlenen artışlar ve tedarik sorunlarının getirdiği ilave maliyetlere karşın döviz kurundaki olumlu görünümün desteğiyle temel mal grubunda yıllık enflasyon gerilemiştir. Üçüncü çeyrekte, enerji ve belirli tarım ürünlerinde uluslararası fiyatlar önemli ölçüde artarken, kurdaki ılımlı seyir katı-sıvı yağlar, akaryakıt gibi kalemler üzerindeki maliyet baskılarını sınırlamıştır.

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

\* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı.

\* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı.

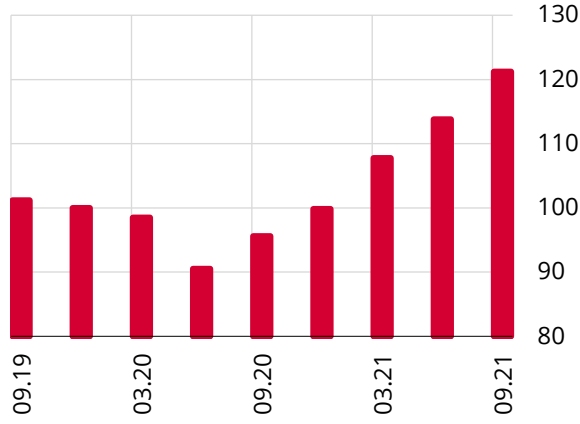
**Grafik 2.4.15: Reel Çalışılan Saat Başına Ücret\* (Katma Değer Üzerinden, 2015=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)**

\* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Çalışılan Saat

Başı Ücret/Verimlilik.

**Reel birim ücretler yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir şekilde yükselmiştir.** Reel birim ücretlerin artışında, kapanma tedbirlerine bağlı olarak kısmi emek verimliliğindeki düşüş daha belirgin etkiye bulunmuştur. Aynı dönemde reel ücretlerde ise ılımlı bir artış gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.20). Sektörel olarak incelendiğinde, reel birim ücret artışının sanayi sektöründe hizmetlere kıyasla daha belirgin olduğu gözlenmektedir (Grafik 2.4.15). İki sektörde de reel ücret artışı sınırlı olsa da, hizmetler sektöründe kısmi emek verimliliği bir miktar artarken, sanayi sektöründe gerilemiş ve bu sektörde reel birim ücret artışının daha yüksek olmasını beraberinde getirmiştir.

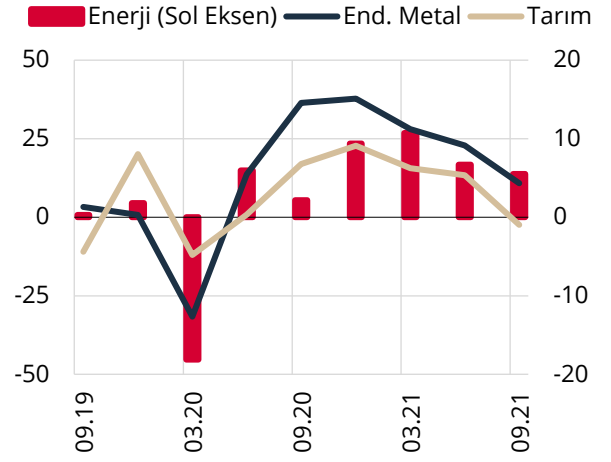
**Grafik 2.4.16: İthalat Birim Değer Endeksi\***  
(2019Ç4=100, ABD Doları)



Kaynak: TÜİK.

\* Üçüncü çeyrek verisi Temmuz ve Ağustos ayları ortalamasıdır.

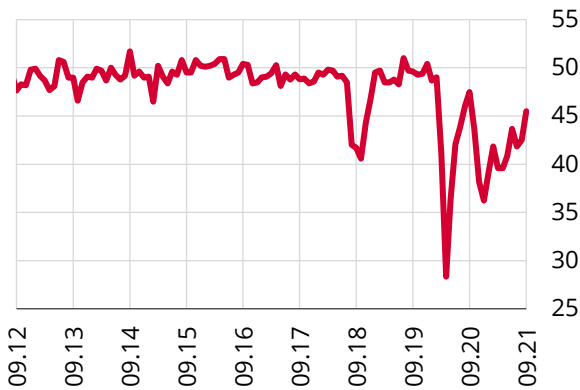
**Grafik 2.4.17: Dünya Bankası Emtia Fiyat Endeksleri** (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: Dünya Bankası.

**Yıllık üretici enflasyonu yüksek seviyelerini korumuştur.** Uluslararası emtia piyasalarında yaşanan fiyat hareketleri yılın üçüncü çeyreğinde de ithalat birim değer endeksini yukarıya çekmeye devam etmiştir. Endeks ikinci çeyreğe göre yüzde 6,5 oranında artarken, salgın öncesi değerinin yüzde 21,2 üzerine çıkmıştır (Grafik 2.4.16). Emtia gelişmeleri incelendiğinde ilk dikkat çeken nokta üçüncü çeyrekte tarım ürünlerindeki artışın durmasıdır. Diğer taraftan, daha detaylı bir inceleme, buğday, arpa gibi temel ürünlerde fiyat artışlarının sürdüğünü ve Ekim ayı ile birlikte genele yayılan artışların yeniden hâkim olduğunu ortaya koymaktadır. Endüstriyel metallerde fiyat artışları yavaşlayarak da olsa devam ederken, enerji alt grubu son dönemde olumsuz ayrılmaktadır. Ham petrolün yanı sıra doğal gaz ve katı yakıt fiyatlarında da olumsuz bir görünüm izlenmektedir (Grafik 2.4.17). Küresel tedarik sıkıntılarında ve navlun maliyetlerinde son dönemde bir miktar iyileşme kaydedilse de arz yönlü sorunlar tarihsel görünümünden daha olumsuz seyretmeye devam etmektedir (Grafik 2.4.18). Türk lirasında üçüncü çeyrekte gözlenen görece ılımlı seyre rağmen, emtia fiyatlarındaki artışlar ve arz yönlü sorunlar, ÜFE yıllık enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmaktadır (Grafik 2.4.1, Mercek Altı 2.4, Kutu 2.4). Üretici fiyatları ana eğilimi son aylarda daha olumlu bir görünüm sergilese de enerji fiyatlarındaki gelişmeler dikkate alındığında üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları sürmektedir (Grafik 2.4.19).

**Grafik 2.4.18: PMI Tedarikçilerin Teslim Süresi\*** (İmalat Sanayi, Mevsimsellikten Arın.)



Kaynak: IHS Markit.

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

**Grafik 2.4.19: Petrol-Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları**



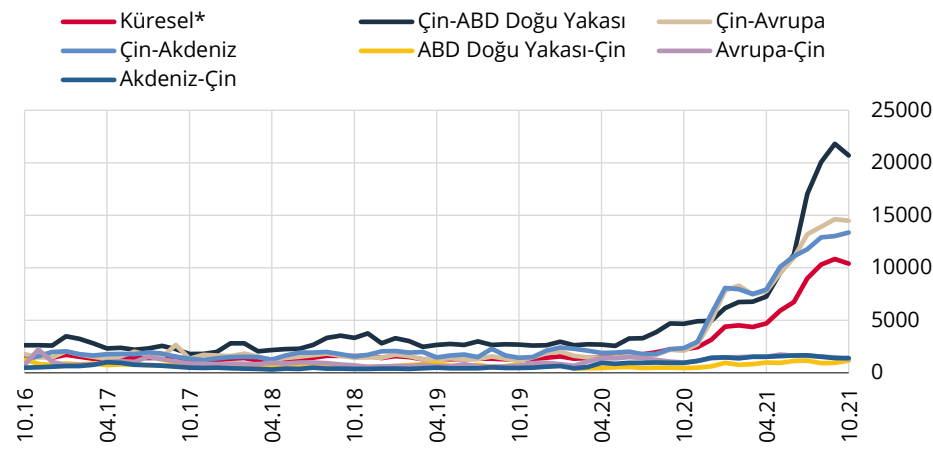
Kaynak: TCMB, TÜİK.

## Mercek Altı 2.4

### Uluslararası Taşımacılık Maliyetlerinin Üretici Enflasyonuna Etkisine Dair Bir Değerlendirme

**Küresel talep ve buna bağlı olarak küresel ticarete görülen toparlanmayla birlikte 2021 yılının ilk yarısında kayda değer oranlarda artış gösteren taşımacılık maliyetleri, yılın üçüncü çeyreğinde de yükseliş eğilimini sürdürmüştür.** 2021 yılında konteyner fiyatlarının özellikle Asya ve Çin'den Avrupa, Akdeniz ve ABD yönüne olan güzergâhlarda kayda değer oranlarda arttığı izlenmektedir (Grafik 1). Taşımacılık maliyetlerindeki artışta küresel talepteki toparlanmanın yanı sıra yük gemisi ve konteyner erişiminde yaşanan zorluklar ile petrol fiyatlarındaki yükseliş de etkili olmuştur. Navlun ücretleri, üretici maliyetleri içinde görece düşük bir paya sahip olsa da, 2021 yılında yaşanan keskin artışlar sonucunda maliyetler üzerinde ek bir baskı oluşturmaktadır. Bu durum, girdi olarak ithal ara malı ya da sermaye malı kullanan üreticilerin veya doğrudan tüketim malı ithal eden ithalatçıların fiyatlama kararlarında etkili olabilmektedir.

**Grafik 1: Freightos Baltık Konteyner Endeksi (Küresel ve Seçilmiş Rotalar, ABD Doları)**



Kaynak: Bloomberg.

\* Küresel Freightos Baltık Konteyner endeksi 12 rotaya ait konteyner (40 ft) endeksinin ağırlıklı ortalamasını göstermektedir. Ekim 2021 için yirminci gün gösterilmektedir.

**Üretici enflasyonunun son dönemdeki yüksek seviyelerinde hem konteyner fiyatları hem de kuru yük taşımacılığı kaynaklı yüksek oranlarda artan taşımacılık maliyetlerinin de etkili olduğu değerlendirilmektedir.** Küresel ölçekte navlun maliyetlerine ilişkin göstergelerden biri olan Baltık Kuru Yük Endeksi ana metal, kömür ve tahıl gibi emtiaların çeşitli rotalara nakliyesinin ortalama fiyatını göstermektedir. Navlun fiyatlarındaki gelişmelerin üretici fiyatlarına etkisini analiz etmek amacıyla Baltık Kuru Yük Endeksi kullanılarak çeşitli vektör otoregresyon modelleri (VAR)<sup>2</sup> tahmin edilmiştir.

Modellerden elde edilen etki-tepki fonksiyonu sonuçları, taşımacılık maliyetlerinde dolar bazındaki yüzde 10'luk bir artışın üretici enflasyonuna bir yıl içinde 0,04-0,11 puan aralığında yukarı yönlü katkı verebileceğine işaret etmektedir. 2021 yılı içerisinde navlunda yaşanan kayda değer artışlar (Baltık Kuru Yük Endeksinde Eylül ayı itibarıyla yıllık artış yüzde 200 civarındadır) göz önünde bulundurulduğunda, taşımacılık maliyetlerinin üretici enflasyon görünümü üzerinde etkili olduğu değerlendirilmektedir.

<sup>2</sup> Bu amaçla oluşturulan baz VAR modeli aylık frekansta olup Baltık Kuru Yük Endeksi, uluslararası gıda (FAO) fiyatları, metal emtia fiyatları (Goldman Sachs) ve Brent petrol fiyatları ile dolar kuru, çıktı açığı ve üretici fiyatları değişkenlerini içermektedir. Modellerde dışsal değişken olarak PMI tedarikçi teslim süresi ve ABD Dolar Endeksi (DXY) kullanılmıştır. Örneklem Mayıs 2005 – Eylül 2021 dönemini içermektedir.

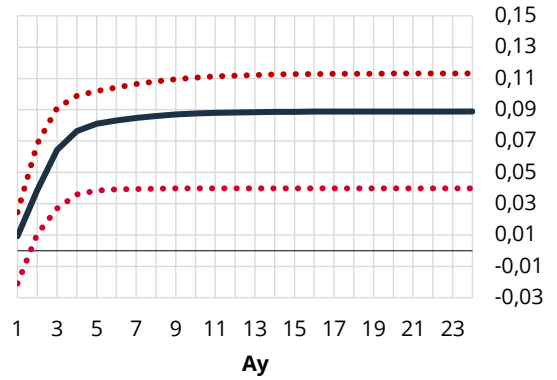
**Grafik 2: Baltık Kuru Yük Endeksi\* (ABD Doları)**



Kaynak: Bloomberg.

\* Endeks (Ocak 1985=1000), ortalama vadesi yaklaşık 2 ay olan Capesize (% 40), Panamax (% 30) ve Supramax (% 30) kuru yük taşımacılık navlun vadeli işlem sözleşmelerinin ağırlıklı ortalamasını göstermektedir. Ekim 2021 için yirminci gün gösterilmektedir.

**Grafik 3: Baltık Kuru Yük Fiyat Endeksinde %10 Artışın Üretici Fiyatlarına Birikimli Etkisi\* (% Puan)**



Kaynak: TCMB.

\* Grafikte baz modele<sup>1</sup> ait birikimli etki (siyah çizgi) sunulmaktadır. Tahmin aralığı farklı VAR model spesifikasyonlarından (farklı içsellik sıralaması, blok dışsallık varsayımları vb.) hesaplanan Baltık kuru yük endeksi geçişkenliğinin minimum ve maksimum değerlerini göstermektedir.

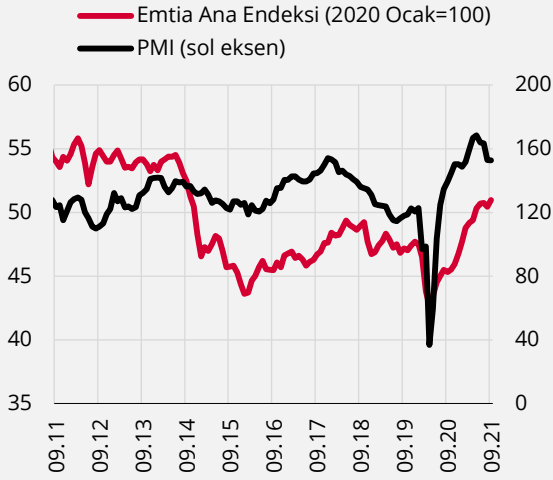
**Temmuz ayında doğal gaz ve elektrik tarifelerinin yükseltilmesi enerji grubu enflasyonunu yukarıya çekerken, eşel mobil sistemi akaryakıt fiyatlarını olumlu etkilemeye devam etmiştir.** Üçüncü çeyrek içinde LPG'de, Ekim ayının ilk günleri itibarıyla da akaryakıt grubunun tamamında ÖTV tutarı sıfırlanmıştır. Bu gelişmeye rağmen, eşel mobil sisteminin manşet enflasyon üzerindeki doğrudan etkisinin Ekim ayı itibarıyla 1,34 puana ulaştığı tahmin edilmektedir. Eylül ayında şebeke suyu fiyatlarında gerçekleşen yüksek artışlar enerji grubunda öne çıkan bir diğer gelişmedir. Ağustos ayında otomobil matrahlarında yapılan düzenleme sektörde fiyatları düşürücü etkide bulunmuş ve temel mallar enflasyonunu aşağıya çekmiştir. Temmuz ayında, geçmiş altı aylık ÜFE artışının alkollü içecekler ve tütün ürünlerinde maktu ve asgari maktu vergilere yansıtılmaması bir diğer destekleyici tedbir olmuştur.

## Kutu 2.1

### Emtia Fiyat Gelişmeleri

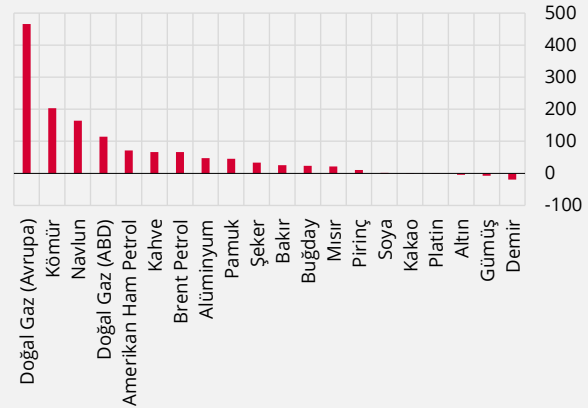
Emtia fiyatları; salgın tedbirlerinin kademeli olarak kaldırılmasıyla talepteki toparlanma (Grafik 1), hızla artan talebe üretimin aynı hızda cevap verememesi nedeniyle oluşan arz yönlü kısıtlar, tedarik zinciri sorunları, artan kuraklık, emtia stoklarına ilişkin belirsizlikler ve ülkelerin arz güvenliği kaynaklı kısıtlama ve ek stok talepleri gibi faktörlerin etkisiyle son dönemde hızla yükselmiştir. Artış emtialara göre değişmekte ve değerli metaller hariç genele yayılan bir eğilim göstermektedir. Enerji başta olmak üzere bazı ürünlerde yüksek artışlar izlenmektedir (Grafik 2).

**Grafik 1: Emtia Ana Endeksi (2020 Ocak=100) ve Küresel İmalat Sanayi PMI**



Kaynak: Bloomberg, IHSMarkit.

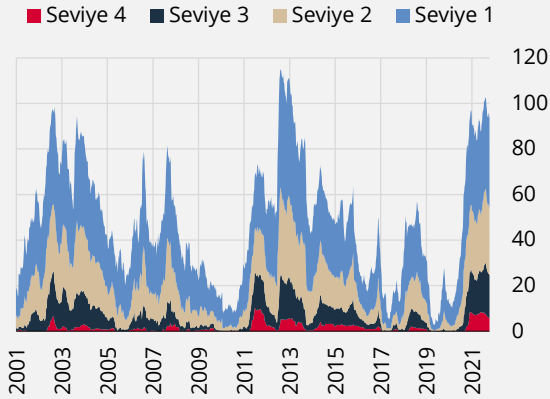
**Grafik 2: Emtia Fiyat Endeksleri\* (Yıl Başımdan İtibaren % Değişim)**



Kaynak: Bloomberg.

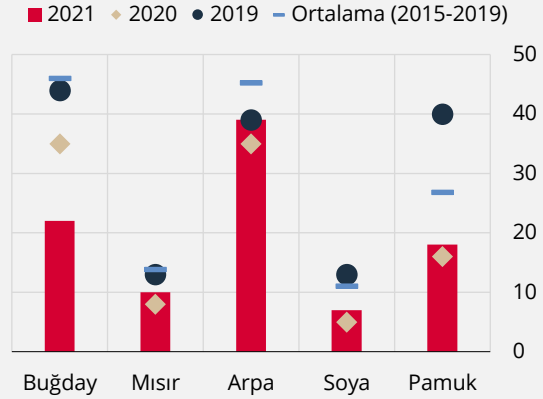
\* 1-26 Ekim 2021 ortalaması ile Aralık 2020 ortalaması arasındaki yüzde değişimleri göstermektedir.

Tarımsal emtia fiyatlarında iklim koşullarının tarımsal emtia üretimine olumsuz etkileri (Grafik 3), 2019 yılında soya ve mısır hasatlarında yaşanan sorunların gecikmeli etkileri, La Niña hava olayının gıda ihrac eden Arjantin ve Brezilya gibi Latin Amerika ülkelerinde hasat konusunda endişelere neden olması, Amerika'da yaşanan arz yönlü sıkıntılar (Grafik 4), Rusya gibi bazı ülkelerin ülke içi tedarik sorunu yaşamamak adına ihracat vergi oranlarını değiştirmesi ve ülkelerin ihtiyati stok yapma davranışı gibi faktörlerden dolayı yüksek artışlar görülmüştür. Ayrıca tedarik zinciri bozulmalarıyla ortaya çıkan boş konteyner eksiklikleri küresel navlun fiyatlarını tarihi yüksek seviyelere çıkarmış ve tarımsal emtia fiyatlarının artmasında etkili olmuştur. Alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yılbaşımdan itibaren kahve, pamuk, şeker, buğday ve mısır fiyatlarında yüksek artışlar görülmektedir (Grafik 2).

**Grafik 3: ABD Kuraklık Endeksi\***

Kaynak: NIDIS.

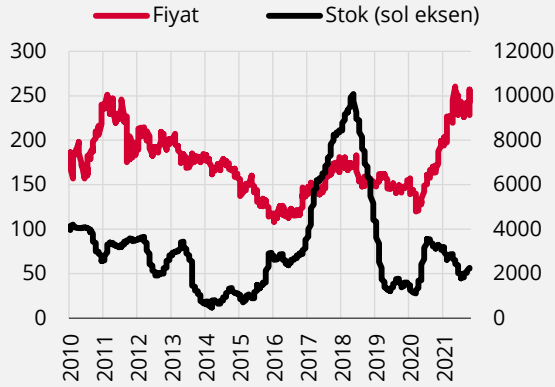
\* Seviye 4 en yüksek kuraklık seviyesini göstermektedir.

**Grafik 4: ABD Stok Kullanım Oranı\* (%)**

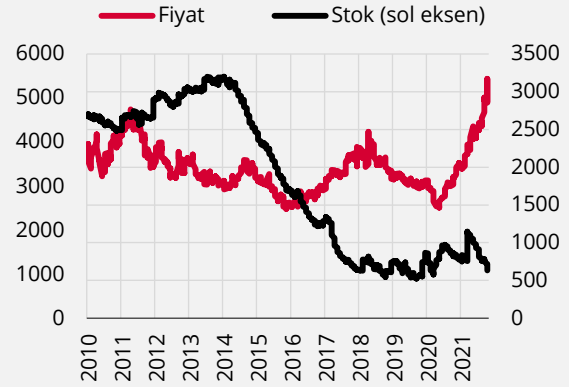
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı, Yazarın Kendi Hesaplamaları.

\* Daha yüksek oran daha iyi arz koşulları anlamına gelmektedir. 2021 değerleri projeksiyondur.

Talep koşullarının iyileşmesinin yanında arz koşullarının ve alüminyum ve bakır stoklarının düşük seviyelere gerilemesinin etkisiyle endüstriyel metal emtia fiyatlarında da yüksek fiyat artışları görülmektedir (Grafik 5 ve Grafik 6). Endüstriyel metal endeksi yıllık olarak yaklaşık yüzde 48 oranında yükselmiştir.

**Grafik 5: Uluslararası Bakır Stokları (Bin Ton) ve Bakır Fiyatı Gelişmeleri (ABD Doları/Ton)**

Kaynak: Londra Metal Borsası (LME), COMEX.

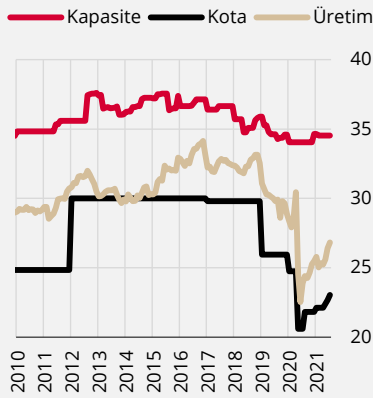
**Grafik 6: Uluslararası Alüminyum Stokları (Bin Ton) ve Alüminyum Fiyatları (ABD Doları/Ton)**

Kaynak: Londra Metal Borsası (LME).

Ekonomilerin yeniden açılması ile birlikte küresel üretim hızlı bir şekilde iyileşme göstermiştir. Ancak enerji arzının talepteki toparlanma karşısında yetersiz kalması, enerji emtialarında zincirleme fiyat artışlarına yol açmıştır. Salgının başlarında tarihsel olarak oldukça düşük seviyelere inen Amerikan ham tipi (WTI) ve Brent petrol fiyatları 2021 yıl genelinde güçlü bir şekilde yükselmiştir. Bu yükselişte talep koşulları etkili olurken son dönemdeki fiyat artışında arz sıkıntılarının daha belirleyici rol oynadığı görülmektedir (Grafik 7 ve Grafik 8). Bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin tedarik sıkıntısı yaşamamak için stoklarını doldurma çabalarının yanında, IDA kasırgasının petrol tesislerini beklentilerin ötesinde etkilemesi, kaya gazı üreticilerinin yaptıkları sondajın yetersiz kalması ve bazı önemli petrol tesislerinde gözlenen bakım sorunları arz yönlü unsurlar olarak ön plana çıkmıştır. Böylece, 2020 yılı Aralık ayında varil başına 50 Amerikan doları civarında seyreden Brent petrolün fiyatı 2021 yılı Ekim ayında 85 doların üzerine çıkmıştır.

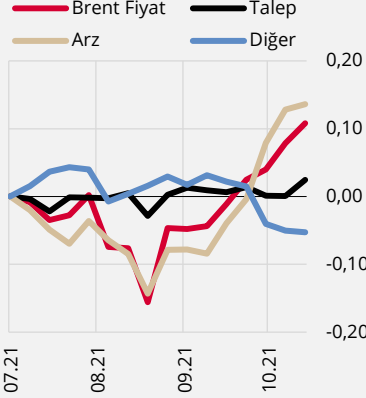
Benzer bir seyir doğal gaz fiyatlarında da izlenmektedir. 2021 yılının başlarında Avrupa'daki doğal gaz stokları Nisan ayında soğuk havanın da etkisiyle hızlı bir şekilde azalmıştır. Stoklar, yılın geri kalanında bir miktar toparlansa da önceki beş yıllık ortalamasının ve 2019-2020 seviyelerinin altında seyretmektedir (Grafik 9). Bu durumun yol açtığı endişeler ile birlikte i) artan talep, ii) doğal gaz ithalatının sınırlı kalması ve iii) kurak geçen yaz aylarından sonra rüzgâr, hidroelektrik gibi alternatif enerji kaynaklarından elde edilen üretimin zayıflaması Avrupa'da doğal gaz fiyatlarının hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Nitekim Avrupa doğal gaz fiyatları için gösterge niteliğinde olan 1 ay vadeli Hollanda merkezli doğal gaz fiyatları 2020 Aralık ayı seviyesine göre 2021 Ekim ayında yaklaşık beş kat (yüzde 466) artış göstermiştir. Avrupa'daki duruma benzer şekilde iklim koşulları, Asya'da artan sivilaştırılmış doğal gaz talebi ve boru hatlarında yaşanan sıkıntılar doğal gaz piyasasında arz-talep uyumsuzluğuna neden olmuş ve küresel bazda fiyatların yükselmesinde etkili olmuştur. Talep koşullarının iyileşmesi ve mevsim normallerinin üzerinde seyreden hava sıcaklığının da etkisi sonucu artan elektrik üretimi ile birlikte doğal gaz fiyatlarının artması kömüre olan talebi de son dönemlerde artırmıştır. Ancak artan talep karşısında kömür arzının yeteri kadar artmamasının da etkisiyle kömür fiyatları da diğer enerji emtia fiyatlarındaki görünüme benzer bir hareket sergilemiştir.

**Grafik 7: OPEC Kapasite, Kota ve Üretim Gelişmeleri (Milyon Varil)**



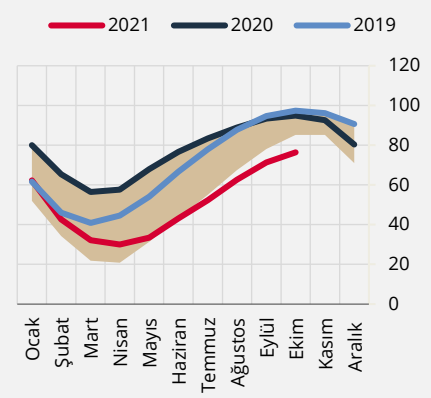
Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 8: Brent Petrol Faktör Ayrıştırması (2 Temmuz 2021=0)**



Kaynak: New York FED.

**Grafik 9: Avrupa Birliği'nde Doğal Gaz Stokları\* (%)**



Kaynak: AGSI+.

\* Taralı alan son beş yıllık ortalamayı göstermektedir.

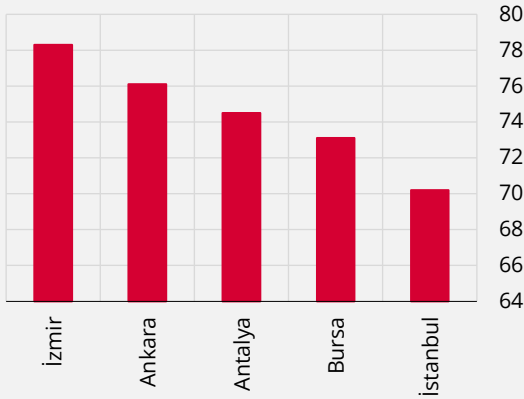
Özetle, emtia fiyatlarında salgının başlarında gerçekleşen kısa süreli düşüşün ardından kayda değer bir yükseliş görülmektedir. Bu artışta, ekonomilerin yeniden açılmasıyla oluşan arz-talep uyumsuzluğu önemli bir rol oynarken, salgın kaynaklı belirsizlikler, tedarik zinciri sorunları, iklim koşulları ve ülkelere özgü politikalar da emtia fiyatları üzerinde önem arz etmektedir.

## Kutu 2.2

### Aşılama, Hareketlilik ve Tüketim Harcamaları İlişkisi: Bölgesel Bir İnceleme

Türkiye’de toplam nüfusa oranla aşılama birinci doz ve ikinci doz için 1 Haziran itibarıyla, sırasıyla, yüzde 19,7 ve 14,9 düzeylerinde iken 14 Ekim itibarıyla bu oranlar yüzde 64,4 ve 55,2’ye ulaşmıştır. Bölgesel olarak bakıldığında da özellikle yüksek nüfusa sahip illerde, toplumun aşılama oranı yüksek seyretmektedir (Grafik 1). Aşılamadaki ilerlemenin, hareketliliği artırarak iktisadi faaliyeti desteklemesi beklenmektedir. Nitekim, Türkiye için bölgesel düzeyde veriler aşılamadaki ivmelenme ile hareketlilikteki artış arasında pozitif ilişkiye işaret etmektedir (Grafik 2).

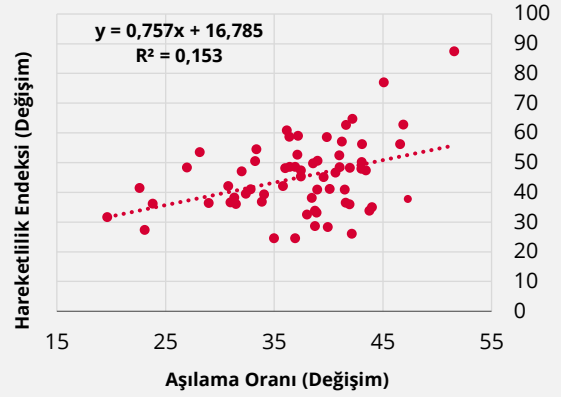
**Grafik 1: Aşılama Oranı\* (%)**



Kaynak: T.C. Sağlık Bakanlığı.

\* 14 Ekim 2021 tarihi itibarıyla en az iki doz aşı olmuş 18 yaş ve üstü nüfusa oranla. En yüksek nüfusa sahip beş il grafikte gösterilmektedir.

**Grafik 2: Aşılama ile Hareketlilik Arasındaki İlişki\***

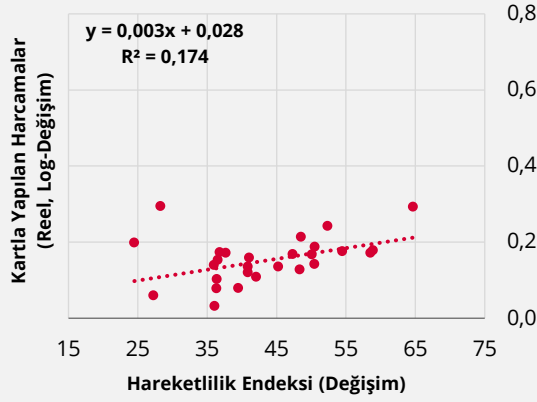
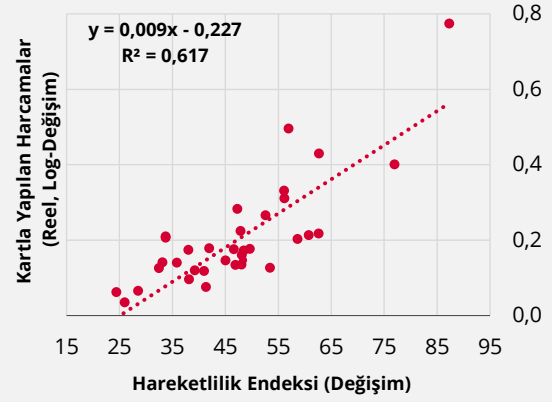


Kaynak: T.C. Sağlık Bakanlığı, Google.

\* 81 il için hareketlilik alt endeksleri ve nüfusa oranla bir doz aşılamada 2021 yılı Haziran-Eylül dönemi ile Ocak-Mayıs dönemleri karşılaştırılmaktadır.

2021 yılının üçüncü çeyreğinde, aşılamadaki olumlu performans ve açılmayla birlikte hareketliliğin artması salgından en çok etkilenen hizmet kalemlerinde daha hızlı bir toparlanmayı beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede, il düzeyinde hareketlilik ve kartla yapılan harcamalar verilerine birlikte bakıldığında, hizmet katma değerinin görece olarak daha yüksek olduğu bölgelerde kartla yapılan harcamaların daha kuvvetli arttığı gözlenmektedir (Grafik 3 ve 4).



**Grafik 3: Hizmet Katma Değeri Göreli Az İllerde Hareketlilik ve Kartla Yapılan Harcamalar\*****Grafik 4: Hizmet Katma Değeri Göreli Fazla İllerde Hareketlilik ve Kartla Yapılan Harcamalar\***

Kaynak: Google, TCMB.

Kaynak: Google, TCMB.

\* 81 il için hizmet katma değerinin gayri safi il hasılasına oranı ortanca değer in altında ve üzerinde olan illerde hareketlilik ve reel kartla yapılan harcamaların 2021 yılı Haziran-Eylül dönemi ile Ocak-Mayıs dönemleri arasındaki değişimleri. Karşılaştırmaya imkân vermesi amacıyla dikey eksen aralıkları aynı tutulmuştur.

Bu kutuda kartla yapılan harcamalar ile hareketlilik arasındaki ilişkinin hizmet sektörünün ekonomideki ağırlığına bağlı olarak ne ölçüde farklılaştığının sayısallaştırılması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye için 2021 yılı Ocak-Eylül döneminde kartla yapılan harcamalardaki değişimin belirleyicileri il düzeyinde aylık frekansta vaka sayısı, aşılama ve hareketlilik verisi kullanılarak (1) nolu model ile tahmin edilmektedir.

$$\Delta KYH_{it} = c + \alpha \Delta Mobilite_{it} + \gamma (DHKD_t * \Delta Mobilite)_{it} + \beta \Delta Aşılama_{it} + \delta \Delta (Vaka)_{it} + \sigma_i + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

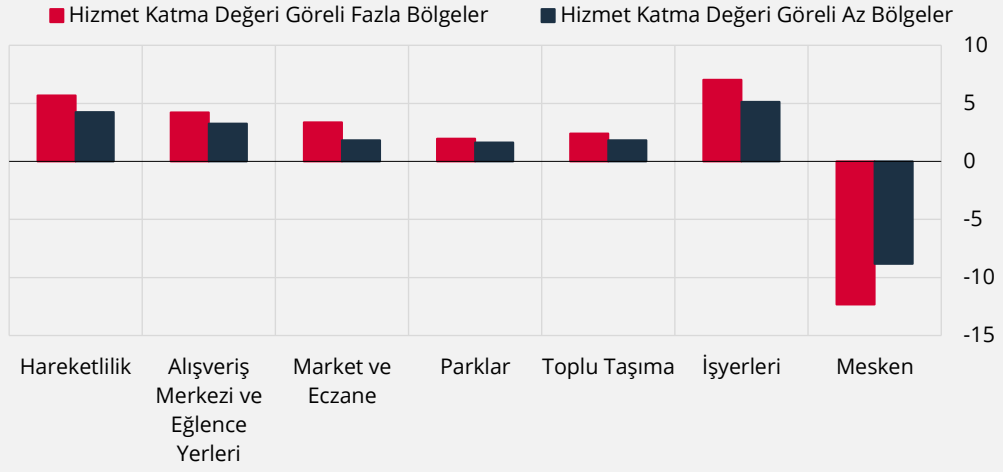
Kartla yapılan harcamaların (*KYH*) bağımlı değişken olduğu bu modelde, Google hareketlilik endeksi (*Mobilite*), illerin nüfuslarına oranla uyguladıkları toplam bir doz aşı (*Aşılama*) ve yüz bin kişi başına vaka sayısı (*Vaka*) açıklayıcı değişkenler olarak yer almaktadır. Panel birimi, *i*, illeri, zaman birimi, *t*, ise ayları ifade etmektedir.  $\sigma_i$  panel-sabit etkileri,  $\tau_t$ , zaman-sabit etkileri temsil ederken,  $\varepsilon_{it}$  rassal hata terimidir. Kartla yapılan harcamalar değişkeni logaritmik hale getirilirken, tüm değişkenlerin birinci farkı ( $\Delta$ ) alınmıştır.  $DHKD_t$ , illerin gayri safi hasılası içinde hizmet (ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmeti faaliyetleri) katma değerinin payı 81 il için ortanca değer in üzerindeyse 1, aksi durumda 0 değerini alan bir kukla değişkendir. Bu çerçevede, iller hizmet sektörü yoğun ve hizmet sektörü az yoğun olarak ikiye ayrılmaktadır.

Tahmin sonuçları, hareketlilik ve kartla yapılan harcamalar arasındaki ilişkinin hizmet sektörü katma değerinin daha önemli paya sahip olduğu bölgelerde istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha güçlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5).<sup>1</sup> Hizmet katma değerinin görece olarak daha az olduğu illerde hareketlilikteki yüzde 10'luk artış reel kartla yapılan harcamaları ortalamada yaklaşık yüzde 4,3 artırırken, hizmet bağlantılı faaliyetlerin bölge ekonomisinde daha büyük yer tuttuğu, genellikle turizm ve ticaret faaliyetlerinin görece yoğun olduğu illerde hareketlilikteki benzer bir artış kartla yapılan harcamaları ortalama yüzde 5,7 artırmaktadır. Hareketlilik göstergesinin alt kalemlerinde de benzer bir görünüm izlenmektedir. Meskenlerdeki hareketlilik artışının kartla yapılan reel harcamaları hizmet sektörünün daha yoğun olduğu illerde daha fazla düşürmesi, hizmet bağlantılı harcamaların daha çok konut dışında yapıldığı göz önüne alındığında, beklentilerle uyumludur.

Bulgular, aşılamadaki ilerleme ile hareketlilikteki artış birlikte değerlendirildiğinde Türkiye'de aşılama elde edilen kazanımların hareketliliği destekleyerek özellikle hizmet bağlantılı sektörlerde faaliyeti olumlu etkilediğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, aşılamanın toplumun geneline yayılarak hızlanması salgından olumsuz etkilenen hizmetler, turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır.

<sup>1</sup> Sanayi katma değerinin payına göre değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki bulunmamaktadır.

### Grafik 5: Hareketlilik Göstergelerindeki Yüzde 10 Artışın Reel Kartla Yapılan Harcamalara Etkisi\* (%)



\* Hizmet katma değerinin görelî yoğun olduğu illerde daha az yoğun olduğu illere kıyasla hareketlilik göstergelerinin kartla yapılan harcamalara etkisi arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır.

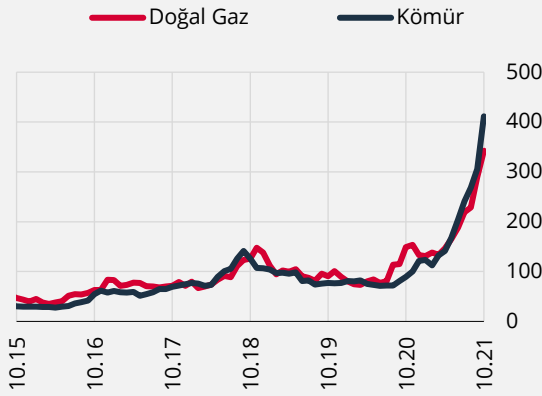
## Kutu 2.3

### Son Dönem Elektrik Piyasası Gelişmeleri

Uluslararası enerji fiyatları 2021 yılında küresel talepteki toparlanmayla birlikte kayda değer bir oranda yükselmiştir. Özellikle enerji ithalatçısı ülkelerde uluslararası petrol, doğal gaz ve kömür fiyatlarındaki yüksek artışlar üretici ve tüketici enflasyonları açısından önem teşkil etmektedir. Bu kutuda, son dönemde gerçekleşen uluslararası emtia fiyatlarındaki ve elektrik üretimi yapısındaki gelişmelerin yurt içi elektrik fiyatlarına yansımaları değerlendirilmektedir.

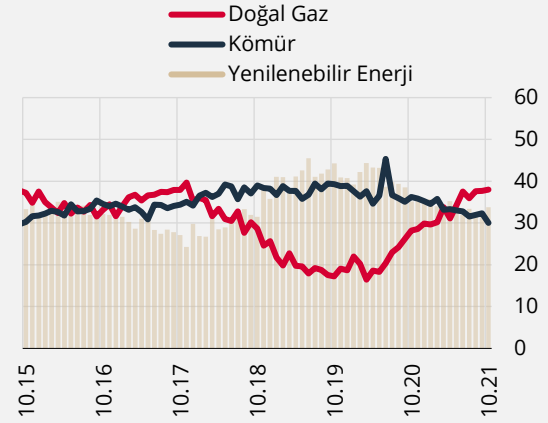
Uluslararası enerji fiyatlarındaki gelişmeler elektrik üretim maliyetlerini doğrudan etkilemektedir. Elektrik üretiminin kaynak bazındaki dağılımında ithalata dayalı sektörlerin payı dikkat çekmekte, bu çerçevede elektrik fiyatlarının uluslararası enerji fiyatları ve döviz kuruna olan duyarlılığı yüksek olmaktadır. 2021 yılı Eylül ayında elektrik üretimindeki payı yaklaşık yüzde 70'e ulaşan doğal gaz ve kömür fiyatları, yıl genelinde kayda değer oranlarda artış kaydetmiştir (Grafik 1).

**Grafik 1: Uluslararası Doğal Gaz ve Kömür Fiyatları (TL, 2018 = 100)**



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik 2: Elektrik Üretiminde Kaynak Bazında Dağılımı (% , Mevsimsellikten Arındırılmış)**



Kaynak: EPIAŞ.

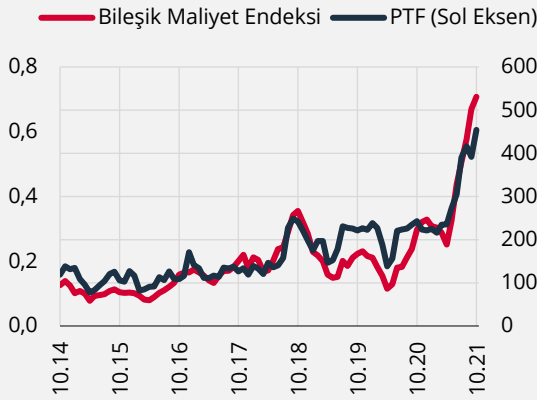
Uluslararası fiyatların seyrine ek olarak üretim yapısındaki değişimler de elektrik üretim maliyetleri üzerinde etkili olabilmektedir. Elektrik üretimi doğal gaz, kömür, hidrolik, rüzgâr vb. farklı kaynaklarla gerçekleştirilmekte ve buna bağlı olarak birim üretim maliyeti üretim kompozisyonuna göre farklılaşabilmektedir (Grafik 2). Hidroelektrik başta olmak üzere toplam elektrik üretiminin önemli bir kısmını oluşturan yenilenebilir enerji kaynaklarının üretimdeki payı maliyet yapısını, dolayısıyla fiyatları etkileyebilmektedir. Kuraklık, hava koşulları gibi unsurlarla yenilenebilir enerjinin payında görülen bir azalış, doğal gaz ve ithal kömür gibi kaynaklara yönelime neden olmaktadır. Nitekim, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde hidrolik kaynaklardan üretilen elektriğin payı geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla gerilerken, doğal gazın payı yükselerek yüzde 40'a yaklaşmıştır (Tablo 1).

**Tablo 1: Elektrik Üretiminde Kaynak Bazında Dağılımı (%)**

	Baraj ve Akarsu	Doğal Gaz	Linyit	İthal Kömür	Rüzgâr	Diğer
<b>3. Çeyrek Ortalamaları (2015-2020)</b>	22,3	32,5	13,5	19,7	7,0	5,0
<b>2021 3. Çeyrek</b>	14,6	39,3	12,9	17,0	10,3	5,9

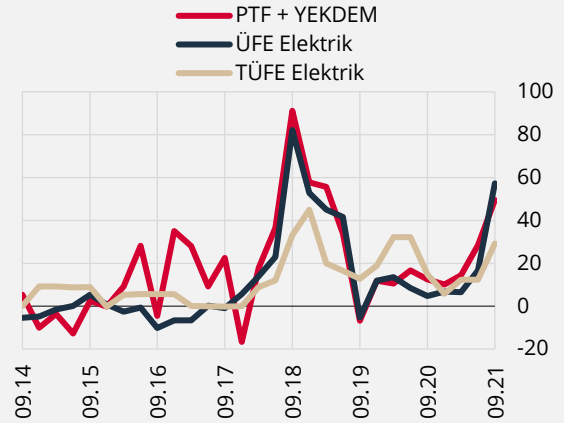
2021 yılında yenilenebilir kaynakların üretim içindeki paylarının önemli ölçüde gerilemiş olması TL cinsi uluslararası enerji emtia fiyatlarındaki artışla beraber değerlendirildiğinde, maliyet yönlü gelişmelerin son dönem elektrik fiyatları üzerinde önemli bir baskı unsuru olduğu görülmektedir. Nitekim, TL cinsi uluslararası doğal gaz ve kömür ile yurt içinde üretilen linyit (Yİ-ÜFE) fiyatlarının, bu kaynakların üretim içindeki payları ile ağırlıklandırılması yoluyla elde edilen bileşik maliyet endeksi piyasada oluşan fiyatlarla yakın seyretmektedir (Grafik 3). Maliyetlerdeki artışa paralel olarak, elektrik fiyatları için referans fiyat özelliği taşıyan Piyasa Takas Fiyatı'nda (PTF)<sup>1</sup> son dönemde yüksek artışlar izlenmektedir. Maliyet yönlü etkilere ek olarak 2021 yılının üçüncü çeyreğinde elektrik tüketiminde mevsimselliğin üzerinde bir artış görülmesi de PTF üzerinde ek bir baskı oluşturmaktadır. Piyasa Takas Fiyatı'ndaki gelişmelerin, Yenilenebilir Enerji Destekleme Mekanizması (YEKDEM)<sup>2</sup> birim maliyetleriyle beraber değerlendirildiğinde elektrik üretici ve tüketici fiyatlarının seyrinde belirleyici bir rol oynadığı görülmektedir (Grafik 4). Özellikle son yıllarda PTF ve YEKDEM maliyetleri toplamından, sanayi elektrik maliyetleri üzerinde etkili olan elektrik üretici fiyatlarına geçişin birebire yakın olduğu gözlenmektedir.

**Grafik 3: Piyasa Takas Fiyatı (PTF, TL/kWh) ve Doğal Gaz-Kömür Bileşik Maliyet Endeksi (2014 = 100)**



Kaynak: Bloomberg, EPIAŞ, TCMB.

**Grafik 4: Piyasa Takas Fiyatı ile ÜFE ve TÜFE Elektrik Fiyatları (Yıllık % Değişim)**



Kaynak: EPIAŞ, TÜİK.

Elektrik fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonu doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Elektrik fiyatlarında yüzde 10 oranında bir artış, tüketici enflasyonu üzerinde 0,27 puanlık doğrudan etki yaratmaktadır. Buna ek olarak, elektrik fiyatlarındaki gelişmeler üretim maliyetleri kanalından da üretici fiyatlarını etkilemekte ve tüketici fiyatlarına dolaylı olarak yansımaktadır. Ertuğ ve Özmen (2020), dolaylı etkilerin boyutunu ölçmek amacıyla vektör öz gecikmeli regresyon (VAR) modelleri tahmin etmiştir. Çalışmanın bulguları, Yİ-ÜFE elektrik fiyatlarında yüzde 10 oranında bir artışın tüketici enflasyonuna dolaylı etkisinin 0,15 (0,12-0,16) puan civarında olduğuna işaret etmektedir.

Sonuç olarak, salgına bağlı gelişmelerin yansımalarıyla oluşan arz ve talep arasındaki uyumsuzluğun etkilediği uluslararası enerji fiyatlarının seyri ve iklim koşulları kaynaklı yurt içi üretim kompozisyonundaki gelişmeler elektrik piyasasında oluşan fiyatlar üzerinde belirleyici olmaktadır.

### Kaynakça

Ertuğ, D. & Özmen, M.U. (2020). "Elektrik ve Doğal Gaz Fiyat Artışlarının Tüketici Fiyatlarına Dolaylı Etkileri", Merkezin Güncesi.

<sup>1</sup> PTF, EPIAŞ bünyesindeki serbest elektrik piyasasında sunulan tekliflerin arz ve talebe göre eşleşmesiyle oluşan saatlik elektrik enerjisi fiyatıdır.

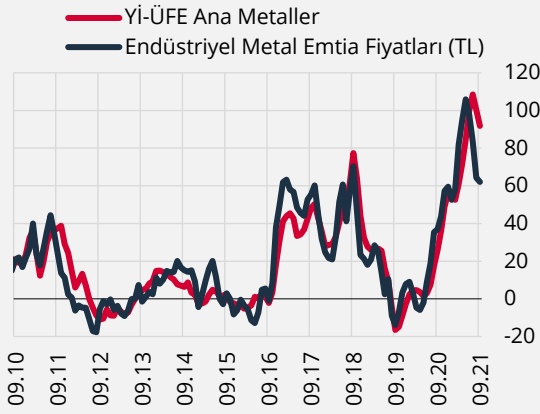
<sup>2</sup> YEKDEM, yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı elektrik enerjisi üretiminin teşvik edilmesi amacıyla uygulanan bir destekleme mekanizmasıdır.

## Kutu 2.4

### Yurt İçi Ana Metal Sanayi Fiyat Dinamikleri: Yakın Dönem Eğilimler

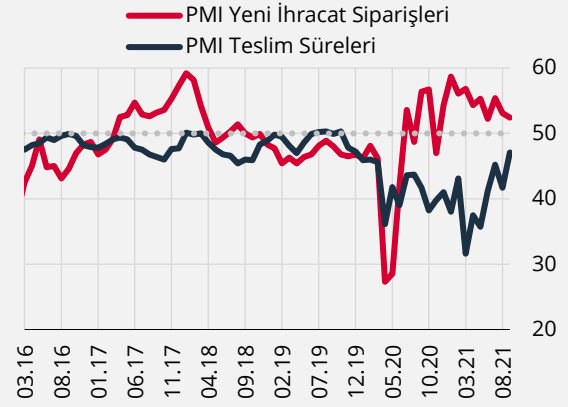
Ana metal sanayi, Türkiye'nin önde gelen ihracatçı sektörlerinden biri olması yanında, otomotiv, makine, elektrikli teçhizat, inşaat, enerji gibi bir çok sektöre girdi sağlaması nedeniyle diğer üretici fiyatları üzerinde etkisi yüksek bir sanayi koludur. 2021 yılı Eylül ayı itibarıyla yurt içi üretici fiyatları alt grupları arasında yüzde 102,01 oranında artan rafine edilmiş petrol ürünlerinden sonra en yüksek ikinci yıllık artış yüzde 91,73 ile ana metal sanayine aittir. Bu kutuda söz konusu yüksek artış ve sektörün diğer imalat sanayi kolları ile olan güçlü bağlantısından hareketle, ana metal sanayine yönelik fiyat dinamikleri daha yakından incelenmektedir. Üretici fiyatlarının arz zincirinin önceki aşamalarında yer almasının yanı sıra, dışa açık bir ekonomi olmamızın da etkisiyle yurt içi ana metal fiyatları uluslararası metal fiyatları ve döviz kuru gelişmelerine hızlı ve sert bir şekilde tepki vermektedir (Grafik 1).

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

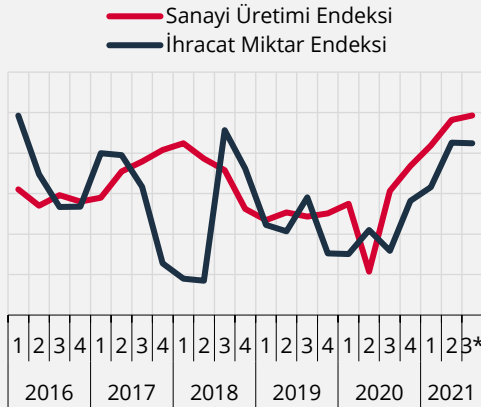
**Grafik 2: PMI Metal Sanayi: Yeni İhracat Siparişleri ve Teslim Süreleri\***



Kaynak: IHS Markit.

\* PMI teslimat süresi göstergesinde düşüş teslimat sürelerinin uzaması anlamına gelmektedir.

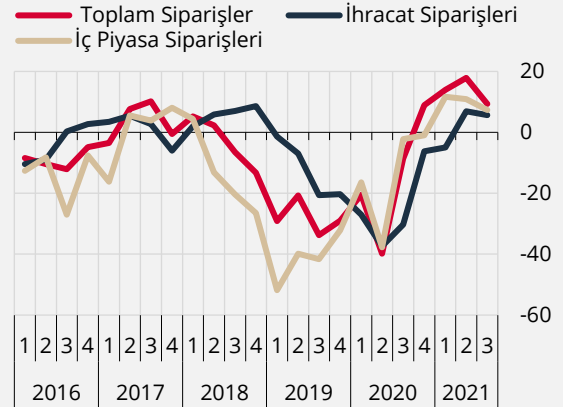
**Grafik 3: Ana Metal Sanayi Üretimi ve İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Üçüncü çeyrek verisi Temmuz ve Ağustos ayları ortalamasıdır.

**Grafik 4: İktisadi Yönelim Anketi Ana Metal Sanayi Sipariş Göstergeleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Kayıtlı Siparişlerin Normale Kıyasla Durumu)**



Kaynak: TCMB.

Ekonometrik model tahminleri, yurt içi ana metal sanayi üretici fiyatları aylık değişimlerinin büyük ölçüde döviz kuru ve emtia fiyatları gibi girdi maliyetlerindeki değişimleri yansıttığına işaret ederek bu görünümü teyit etmektedir (Tablo 1, I ve II). Söz konusu kalemlerdeki değişimler, incelenen dönem için yurt içi fiyatlardaki varyasyonun yüzde 88'ini açıklamaktadır. Denklem tahminlerine göre kur değişimleri fiyatlara kısa sürede yansırken, uluslararası metal fiyatlarındaki gelişmelerin yansımaları zamana yayılmaktadır (Tablo 1). İthal girdi bağımlılığının derecesi, üretilen ürünün teknoloji yoğunluğu ya da imal edilen üründe yaratılan katma değer payı ve ilgili sektörlerin dış dünya ile olan entegrasyonu gibi unsurlara bağlı olarak ülkemizde üretici fiyatlarının dış fiyatlara olan duyarlılığı yüksek seyredebilmektedir. Nitekim tabloda sunulan uzun dönem katsayı tahminleri döviz kuru ve emtia fiyat geçişinin ana metal sanayinde birebire yakın olduğu yönünde sinyal vermektedir.

Diğer taraftan, Grafik 1'de sunulan resim Mayıs ayı sonrasında yıllık bazda TL cinsinden metal dış fiyat baskılarındaki yavaşlamaya karşın, yurt içi ana metal sanayi enflasyonundaki yavaşlamanın daha sınırlı olduğuna işaret etmektedir. Konjonktürel olarak salgın hastalık sonrası dönemde kaydedilen sektörel arz şokları, teslimatlarda uzayan süreler, metal ürünleri bazında farklılaşan görünüm ve bu dönemde sanayi üretimi, toplam siparişler ve ihracatta kaydedilen hızlanma yurt içi üretici fiyat dinamikleri üzerinde öne çıkan başlıca unsurlardır (Grafik 2-4). Bu doğrultuda oluşturulan modeller ana metal sektörüne yönelik PMI teslimat süresi, PMI ihracat siparişleri ve İktisadi Yönelim Anketi (İYA) sipariş göstergelerinin (şu anda kayıtlı iç piyasa, ihracat ve toplam siparişlerin normale kıyasla durumu) etkisini ölçmek üzere genişletilmiştir (Tablo 1, III-VI). Sonuçlar, ana metal sanayinde teslimat süresindeki uzamaya bağlı arz yönlü kısıtların fiyatlar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu yönündedir. Bulgulara göre ihracat siparişleri yüzde 10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur (Tablo 1, IV). İYA sipariş göstergeleri arasında, iç ve dış piyasa ayırımından ziyade, toplam kayıtlı siparişlerin anlamlı bir etkiye sahip olduğu bulgulanmıştır (Tablo 1, V). Model denemelerinde incelenen dönem için en yüksek açıklayıcı güce (VI) numaralı denklemde ulaşılmış; sonuçlar ana metal sektörü yurt içi fiyat dinamiklerinin çok büyük ölçüde dış fiyat ve kur gelişmeleri tarafından belirlendiğini göstermekle birlikte, arz kısıtları ve toplam kayıtlı siparişlerin istatistiksel olarak anlamlı etkisine işaret etmiştir.

### Tablo 1: Model Sonuçları

Bağımlı Değişken: Yı-ÜFE Ana Metal Sanayi Fiyatları <sup>(a)</sup>						
Örneklem: 2016:09 - 2021:09	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Sabit Terim	0,07	0,10	-0,15	-0,14	0,45**	0,20
Yı-ÜFE Ana Metal Sanayi Fiyatları (t-1)	0,29***	0,30***	0,27***	0,27***	0,29***	0,26***
ABD Doları (t)	0,67***	0,68***	0,66***	0,67***	0,66***	0,65***
Uluslararası Metal Fiyatları (t)	0,17***	0,16***	0,14**	0,14**	0,17***	0,14**
Uluslararası Metal Fiyatları (t-1)	0,19***	0,22***	0,21***	0,18***	0,20***	0,19***
Uluslararası Metal Fiyatları (t-2)	0,04					
Uluslararası Metal Fiyatları (t-3)	0,05					
Uluslararası Metal Fiyatları (t-4)	0,10	0,13***	0,12**	0,10*	0,09*	0,08
Uluslararası Metal Fiyatları (t-5)	0,17***	0,16***	0,16***	0,15***	0,12**	0,12**
PMI Ana Metal Teslimat Süresi (t, 50'den Sapma) (b)			- 0,10**	- 0,10***		- 0,09***
PMI Ana Metal İhracat Siparişleri (t, 50'den sapma)				0,05*		
İYA Kayıtlı Toplam Siparişler (t-1)					0,03***	0,03**
Uyarlanmış R <sup>2</sup>	0,88	0,88	0,89	0,89	0,89	0,90
<b>Kur Geçişkenliği (Uzun Dönem)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,97</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,93</b>	<b>0,88</b>
<b>Uluslararası Metal Fiyatları Geçiş. (Uzun Dönem)</b>	<b>1,01</b>	<b>0,97</b>	<b>0,87</b>	<b>0,78</b>	<b>0,80</b>	<b>0,72</b>

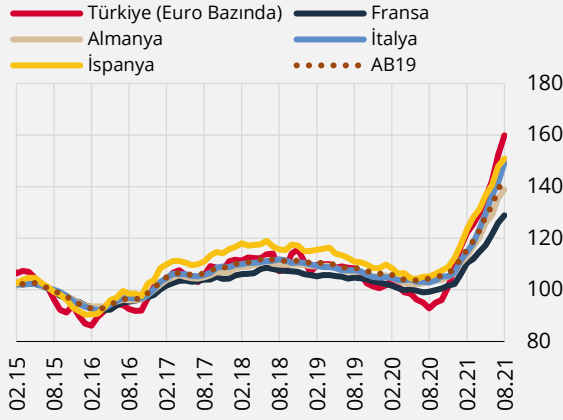
Kaynak: TCMB, TÜİK.

(a) Modelde PMI ve İYA göstergeleri dışındaki değişkenler için ilgili değişkenlerin aylık yüzde değişimi kullanılmıştır. PMI değişkenleri 50 değerinden sapma şeklindedir.

(b) PMI teslimat süresi göstergesinde düşüş teslimat sürelerinin uzaması, arz kısıtlarının belirginleşmesi anlamına gelmektedir.

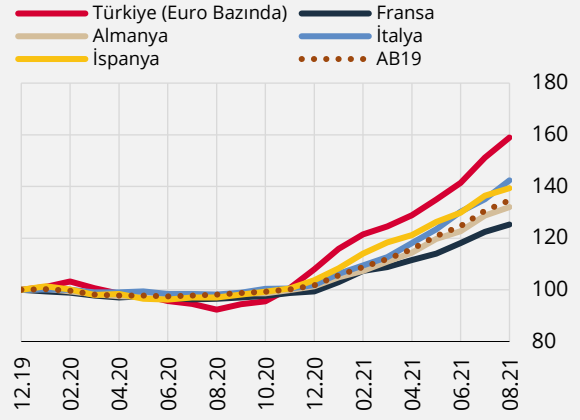
\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

**Grafik 5: Yİ-ÜFE Ana Metal Sanayi Fiyat Endeksi: AB Ülkeleri ve Türkiye Kıyaslaması**  
(Seviye, 2015=100, Euro Bazında)



Kaynak: EuroStat, TCMB.

**Grafik 6: Yİ-ÜFE Ana Metal Sanayi Fiyat Endeksi: AB Ülkeleri ve Türkiye Kıyaslaması**  
(Seviye, 2019 Aralık=100, Euro Bazında)



Kaynak: EuroStat, TCMB.

#### **Yurt içi ana metal sanayi fiyatları diğer ülkelere kıyasla nasıl seyretmektedir?**

Yukarıdaki analiz çerçevesinde Yİ-ÜFE'de ana metal sanayi sektörüne kur geçişkenliğinin birebir olduğu varsayımı altında, ana metal sanayi fiyatları Euro bazında hesaplanarak Avrupa Birliği ülkelerinin ana metal sanayi üretici fiyatları ile kıyaslanmıştır (Grafik 5). Bu basit analize göre döviz kuru etkisi düzeltildiğinde (Euro bazında kıyaslandığında), genel olarak Türkiye ana metal sanayi üretici fiyatları diğer AB ülkelerine benzer bir eğilim izlemektedir. Pandemi dönemine odaklanıldığında ise pandemi başlangıcında fiyatların AB ülkelerine oranla daha hızlı gerilediği, ancak bu eğilimin 2020 yılı sonunda tersine döndüğü ve Türkiye'de ana metal sanayi fiyatlarının Euro bazında AB ortalamasına göre daha fazla arttığı görülmüştür (Grafik 6). Saha gözlemleri yurt içindeki arz kısıtları yanında, üretimde küresel çapta yaşanan aksamalar nedeniyle ana metalde Türkiye'ye yönelen ek bir talep olduğu yönündedir. Bu bağlamda, üretici fiyatları büyük ölçüde kur ve ithalat fiyatları gibi maliyet yönlü unsurların etkisini yansıtsa da, fiyatların dönemsel olarak arz ve talep koşullarından da etkilenebildiği not edilmelidir. Nitekim Yİ-ÜFE ana metal sanayi fiyat dinamiklerine yönelik oluşturulan tahminler, dış fiyat baskılarındaki belirgin hızlanma yanında, son dönemde teslimat sürelerindeki uzamaya bağlı arz sıkıntıları ve toplam siparişlerdeki güçlü seyrin etkilerine işaret etmektedir. Küresel talebin hızla toparlandığı buna benzer dönemlerde, kapasite kısıtları güçlenen talep ile birlikte yurt içinde fiyatların hızlı artışını beraberinde getirebilmektedir. Yurt içi ana metal sanayi fiyatlarındaki bu artışlar ise büyük ölçüde temel mallar grubu kanalıyla tüketici enflasyonunu olumsuz yönde etkilemektedir.

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

***İktisadi faaliyet, 2021 yılının ikinci çeyreğinde salgın kısıtlamaları ve finansal koşullardaki sıkılaşmaya bağlı olarak sınırlı bir miktar ivme kaybetmiştir.*** Bu dönemde toplam talep koşullarının eğiliminin üzerinde kaldığı değerlendirilmektedir. Öncü göstergeler, yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetin güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde toplum geneline yayılan aşılama çalışmaları, hizmetler ve imalat sanayi arasında hizmetler sektörü aleyhine olan ayrışmanın azalmasına ve büyümenin daha dengeli bir kompozisyonda oluşmasına katkıda bulunmuştur. Ayrıca, güçlü seyrini sürdüren dış talep koşulları da ihracat talebini olumlu yönde etkilemeye devam etmiştir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahmini yılın ikinci çeyreği ve üçüncü çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1). Diğer yandan, yurt içi ve küresel boyutta devam eden arz kısıtları iktisadi faaliyeti sınırlamaktadır.

***2021 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 19,58 seviyesinde gerçekleşerek Temmuz Enflasyon Raporu tahmin aralığının üzerinde kalmıştır.*** Çekirdek göstergelerden B endeksinin yıllık enflasyonu ise yüzde 18,63 ile Temmuz Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumlu gerçekleşmiştir. Toplam talep koşulları yanında, ithalat fiyatları, taşımacılık maliyetleri, tarımsal kuraklık ve tedarik sorunları gibi arz yönlü unsurlar tüketici enflasyonundaki artışta rol oynamıştır. Tüketici ve çekirdek enflasyon tahminleriyle gerçekleşmeler arasındaki ayrışmada uluslararası tarımsal emtia fiyatlarındaki artış, birikimli döviz kuru etkileri ve tarımsal kuraklığa bağlı olarak işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülenden daha yüksek bir artış sergilemesi etkili olmuştur.

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

	2021-II	2021-III
Çıktı Açığı (Yüzde)	1,8 (0,8)	2,5 (-0,1)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	17,5 (17,5)	19,6 (17,7)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	18,2 (18,2)	18,6 (18,3)

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

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

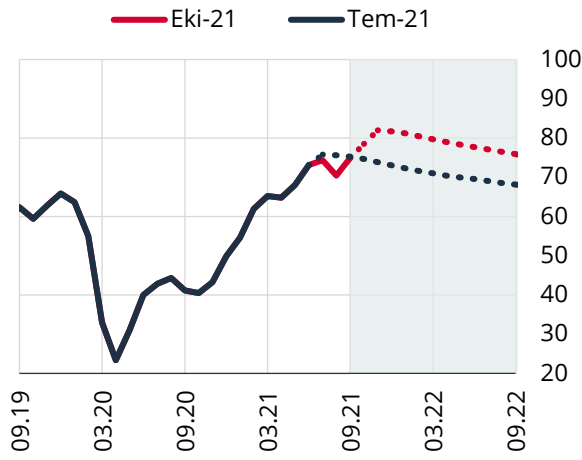
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

***Küresel iktisadi faaliyet üzerinde delta varyantı kaynaklı belirsizliklerin artmasına rağmen, dış talep görünümünde geçtiğimiz Rapor dönemine göre bir güncelleme olmamıştır.*** Delta varyantı kaynaklı olarak birçok ülkede artan vaka sayıları dünya genelinde salgın kısıtlamalarının tekrar gündeme gelmesine neden olmasa da iktisadi faaliyet üzerinde belirsizliği artırmış ve işgücü piyasasındaki toparlanmanın sekteye uğramasına neden olmuştur. Salgında yeni varyantların büyüme beklentileri üzerindeki etkisi ülkeden ülkeye farklılaşmış, iktisadi faaliyete dair göstergelerin tahminlerden olumlu gerçekleştiği ülkelerde büyüme beklentileri yukarı yönlü revize edilmiştir. Büyüme beklentisi aşağı yönlü güncellenen ülkelerin dış talep görünümü üzerindeki olumsuz etkisi, büyüme beklentisi yukarı yönlü güncellenen ülkelerin olumlu katkısıyla telafi edilmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye'nin dış talep görünümünü yansıtan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi'nde bir güncelleme olmamıştır. Küresel enflasyon ise uluslararası emtia fiyatlarındaki yükseliş ve arz kısıtlarına bağlı olarak artış göstermiştir.



**Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenmiştir.** Ham petrol fiyatları, geçtiğimiz dönemde Temmuz Enflasyon Raporu tahminleriyle büyük ölçüde uyumlu olarak gerçekleşmiştir. Ancak, arz-talep uyumsuzluğuna bağlı olarak Eylül ayında başlayıp Ekim ayında da devam eden fiyat artışları ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde Temmuz ayı tahminlerinin üzerinde kalacağına işaret etmektedir (Grafik 3.1.1). Nitekim, vadeli fiyat eğrisi, petrol fiyatlarının artışı bir süre daha sürdürdükten sonra düşmeye başlayacağını ve 2021 yılında ortalama 70,8 ABD doları, 2022 yılında ise ortalama 77,5 ABD doları seviyesinde değer alacağını imâ etmektedir (Tablo 3.1.2). Ham petrol fiyatlarındaki artışın yanı sıra doğal gaz fiyatlarının da son dönemde hızlı bir şekilde artmasına bağlı olarak uluslararası emtia fiyatları enerji fiyatlarının katkısıyla yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalmıştır. Bu doğrultuda, ithalat fiyatlarının genel seviyesine ilişkin varsayımlar da enerji fiyatları kaynaklı olarak Temmuz Enflasyon Raporu varsayımlarına kıyasla yükseltilmiştir (Grafik 3.1.2). Uluslararası piyasalarda oluşan vadeli fiyat eğrisi önümüzdeki dönemde ithalat fiyatlarının bir süre daha yükseldikten sonra düşeceğine işaret etmektedir.

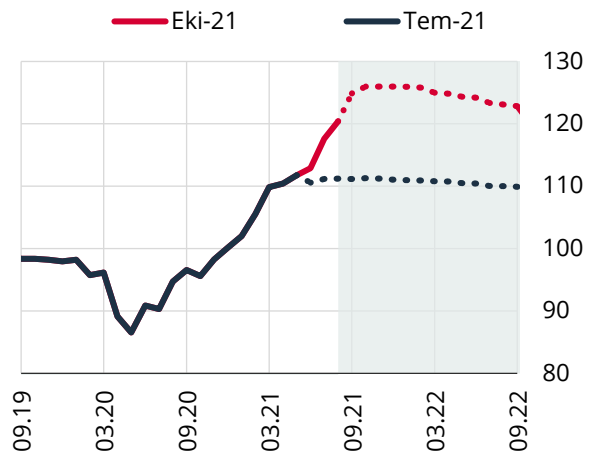
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

**Uluslararası fiyatlarda gözlenen artışlar ve tarımsal kuraklık gelişmeleri dikkate alınarak gıda enflasyonu varsayımı 2021 ve 2022 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte yüzde 20'den yüzde 28,8'e yükselmiştir. Gıda enflasyonundaki yükselişte döviz kurunun birikimli etkileri ile birlikte uluslararası tarımsal emtia fiyatlarının tarımsal kuraklık ve diğer arz kısıtları nedeniyle artışı belirleyici olmuştur. Bu çerçevede, 2021 ve 2022 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı yönlü güncellenerek sırasıyla yüzde 23,4 ve yüzde 13,9 olarak belirlenmiştir (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

	2021	2022
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	4,8 (4,8)	4,5 (4,5)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	70,8 (69,6)	77,5 (69,4)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	23,1 (16,3)	6,0 (0,2)
Gıda Fiyatları (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	23,4 (15,0)	13,9 (10,1)

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

**Maliye politikası ve finansal politikaların, para politikası ile eşgüdüm içerisinde, enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu bir makro çerçevede belirleneceği bir orta vadeli görünüm esas alınmıştır.** Bu dönemde, maliye politikasının enflasyon üzerindeki etkisi sınırlı olmuştur. Ekim ayı itibarıyla tüm akaryakıt fiyatlarındaki ÖTV tutarı sıfırlanmıştır. Ancak uluslararası petrol fiyatları ve döviz kuru kaynaklı hareketleri sınırlamak amacıyla akaryakıt fiyatları üzerindeki vergilerin nihai tüketici fiyatını sabit tutacak şekilde değiştirildiği eşel mobil uygulaması, akaryakıt fiyatlarının dolaylı etkileri de dikkate alındığında, şu ana kadar önemli bir enflasyon baskısını hafifletmiştir.

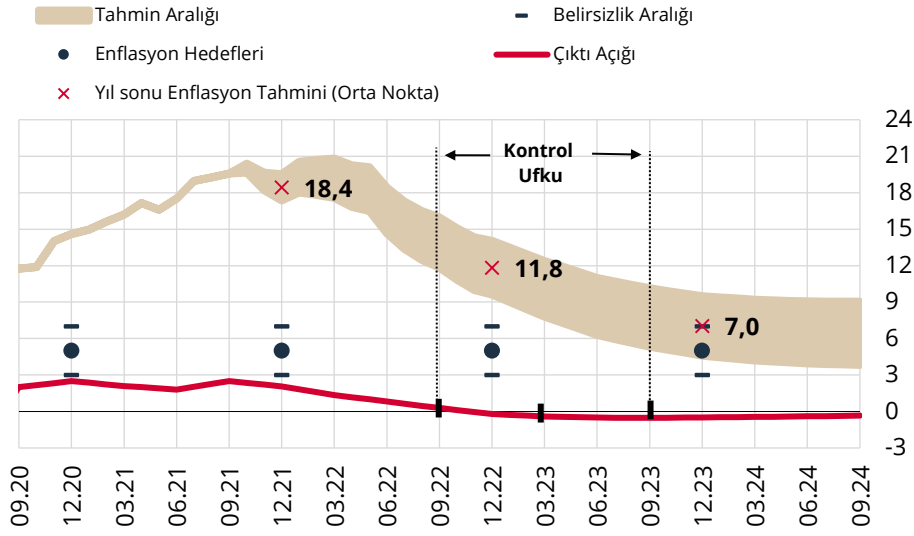
**Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı, koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.** Bu bağlamda, kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Enflasyondaki düşüşün devamını önceliklendiren güçlü politika koordinasyonu risk primi ve belirsizlik algısındaki iyileşmenin devam etmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

## 3.2 Orta Vadeli Görünüm

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

**Temel varsayımlar ve kısa vadeli öngörüler çerçevesinde, para politikası duruşunun geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun yeniden düşüş eğilimine dönmesini sağlayacak sıkılıkta oluşturulmaya devam edileceği bir görünüm altında enflasyonun kademeli olarak hedefe yakınsayacağı öngörülmektedir.**

Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yıl sonunda yüzde 18,4 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 11,8'e ve 2023 yıl sonunda ise yüzde 7,0 seviyesine geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2021 yılı sonunda orta noktası yüzde 18,4 olmak üzere, yüzde 17,3 ile yüzde 19,5 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 11,8 olmak üzere yüzde 9,6 ile yüzde 14,0 aralığında; 2023 yılı sonunda ise orta noktası yüzde 7,0 olmak üzere yüzde 4,6 ile yüzde 9,4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1).

**Grafik 3.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Yakın dönemdeki enflasyon gerçekleşmeleri ve enflasyon görünümünü etkileyen tüm unsurlar ışığında 2021 ve 2022 yıl sonu enflasyon tahminleri bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir** (Grafik 3.2.2). İktisadi faaliyet 2021 yılı ikinci çeyreğinde salgının kısıtlayıcı etkileri ve finansal koşullardaki sıkılaştırma ile bir miktar ivme kaybetse de gücünü korumuştur. İkinci çeyrekte yıllık büyümeye hem iç talep hem de dış talep katkı vermiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetin, hem yeniden açılmanın hem de dış talebin olumlu etkileriyle güçlü seyrini sürdürdüğü görülmektedir. Bunun yanı sıra, aşılamanın toplumun geneline yayılması salgından olumsuz etkilenen hizmetler ile turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Parasal duruşun krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkileri gözlenmeye başlamış, ancak toplam talep koşulları büyük ölçüde açılmanın yol açtığı uyarlamaya bağlı olarak Temmuz Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülerden daha güçlü bir seyir izlemiştir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri yılın ikinci ve üçüncü çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir. Diğer yandan, son dönemde gıda ve başta enerji olmak üzere ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve açılmaya bağlı talep gelişmeleri enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon eğiliminde kapanma ve açılma dönemlerinin de etkisiyle dalgalı bir seyir izlenmiştir. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir.

**Para politikasının etkileyebildiği talep unsurları, çekirdek enflasyon gelişmeleri ve arz şoklarının yarattığı etkilerin ayrıştırılmasına yönelik analizler değerlendirilerek para politikası duruşu güncellenmiş ve Eylül-Ekim aylarında politika faizi toplamda 300 baz puan indirilmiştir.** Bununla birlikte, arz yönlü arzı unsurlardan kaynaklı politika faizinde yapılan aşağı yönlü düzeltme için yıl sonuna kadar sınırlı bir alan kaldığı Kurul tarafından değerlendirilmiştir. Önümüzdeki dönemde para politikası duruşu, enflasyon görünümüne yönelik risklerin kaynağına, kalıcılığına ve para politikası ile ne ölçüde kontrol altına alınabileceğine dair değerlendirmeleri dikkate alarak, temkinli bir yaklaşımla enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesi ve fiyat istikrarı hedefine ulaşılması odağında belirlenecektir.

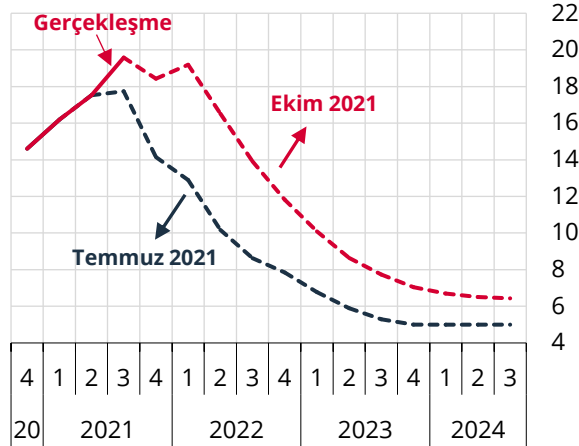
**Tablo 3.2.1: 2021 ve 2022 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	2021	2022
2021-III (Temmuz 2021) Tahmini (%)	14,1	7,8
2021-IV (Ekim 2021) Tahmini (%)	18,4	11,8
<b>2021-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	+4,3	+4,0
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dâhil)	+1,5	-
Gıda Fiyatları	+2,1	+1,0
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	+0,3	
Çıktı Açığı	+0,4	+0,8
Enflasyon Tahminindeki Sapma / Enflasyonun Ana Eğilimi	-	+2,2

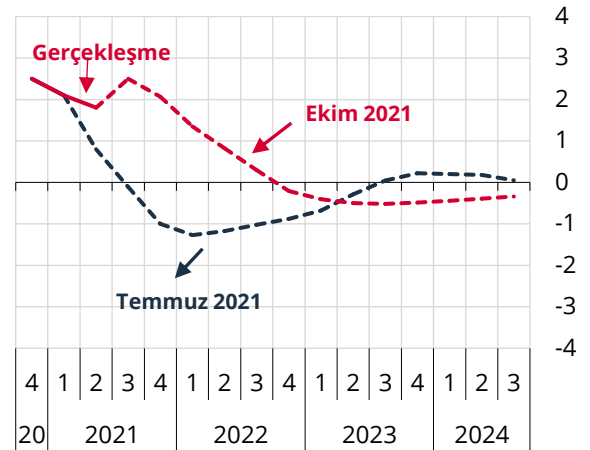
Kaynak: TCMB.

**2021 yıl sonu enflasyon tahmini 4,3 puanlık güncellemeyle yüzde 14,1'den yüzde 18,4'e yükseltilmiştir.** Bir önceki Rapor dönemine göre Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına bağlı güncelleme enflasyon tahminini 1,5 puan artırırken; gıda fiyatları varsayımındaki artıştan ilave 2,1 puan katkı gelmiştir. Diğer yandan, yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, büyük ölçüde alkol-tütün kaynaklı olarak, yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan yukarı çekmiştir. Çıktı açığındaki güncellemeden ise enflasyon tahminine 0,4 puan yükseltici yönde katkı gelmiştir (Tablo 3.2.1).

**2022 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 7,8'den yüzde 11,8'e güncellenmiştir.** Başlangıç koşullarındaki güncellenmenin enflasyonun ana eğilimine etkileri 2022 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 2,2 puan yukarı yönlü etki yapmıştır. Diğer yandan, gıda fiyatları varsayımındaki güncellemeden ise 1,0 puan katkı gelmektedir. Ayrıca, çıktı açığındaki güncelleme de tahmine 0,8 puan yükseltici yönde katkıda bulunmaktadır (Grafik 3.2.3).

**Grafik 3.2.2: Enflasyon Tahmini (Çeyrek Sonu, Yıllık, %)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)**

Kaynak: TCMB.

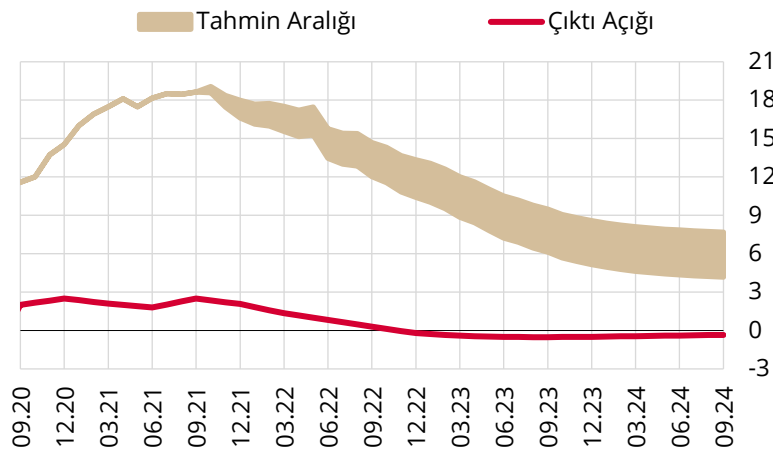
**Küresel iktisadi faaliyette yılın ilk yarısında yaşanan toparlanmaya rağmen yakın dönemde açıklanan güven endeksleri, salgının etkisiyle gerilemeye başlamıştır.** Aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında yeni varyantlar küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel talepteki toparlanma, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve taşımacılık maliyetlerindeki artış uluslararası ölçekte üretici ve tüketici fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır. Başlıca tarımsal emtia ihracatçısı ülkelerde yaşanan iklim koşullarının küresel gıda fiyatları üzerinde olumsuz yansımaları görülmektedir. Yüksek küresel enflasyonun, enflasyon beklentileri ve uluslararası finansal piyasalar

üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankaları talep kompozisyonundaki normalleşme, arz kısıtlarının hafiflemesi ve baz etkilerinin devreden çıkması sonucunda enflasyondaki yükselişin büyük ölçüde geçici nitelikte olacağını değerlendirmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda gerek güncel enflasyon gerekse yıl sonu enflasyon beklentisi hedefin üzerinde seyretmektedir. Bununla birlikte beklentiler, enflasyonun 2022 yıl sonunda tolerans aralığına döneceği yönündedir.

**Açılmanın da etkisiyle üçüncü çeyrekteki canlanmayı takiben 2021 yılının son çeyreğinden itibaren talep koşullarının daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.** Öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin dış talebin de etkisiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde normalleşme adımlarını takiben toplam talebin iç ve dış talebin desteğiyle güçlendiği görülmektedir. Ayrıca, salgından olumsuz etkilenen hizmetler ile turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasıyla iktisadi faaliyet daha dengeli bir bileşime kavuşmuştur. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinden itibaren, salgın sonrası normalleşme adımlarının toplam talep üzerindeki etkilerinin azalması beklenmektedir. Ayrıca iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle süreceği öngörülmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak toplam talep koşullarının, enflasyon üzerindeki etkisinin azalacağı tahmin edilmektedir. Enflasyon gelişmeleri değerlendirildiğinde, emtia fiyatları, tedarik zincirindeki aksaklıklar ve talep koşulları üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine sebep olmaktadır. Bu nedenle tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları devam etmektedir. Arızı unsurlardan kaynaklı bu etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir.

**Son dönemde öne çıkan işlenmemiş gıda ve enerji gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır.** Söz konusu kalemlerin dışlanmasıyla elde edilen çekirdek enflasyon göstergeleri, enflasyonun ana eğilimine dair daha fazla bilgi içermektedir. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın kalemlerini dışlayan enflasyon (B endeksi) tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Buna göre B endeksi yıllık enflasyonunun 2021 yılı son çeyreğinden itibaren düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.4).

**Grafik 3.2.4: B Endeksi Yıllık Enflasyon Tahmini\* (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

Enflasyon tahminleri oluşturulurken esas alınan görünümü ve para politikası duruşunu değiştirme ihtimali bulunan makroiktisadi riskler Bölüm 1.3'te ayrıntılı olarak paylaşılmaktadır. Söz konusu risklerin Bölüm 3.2'de sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden ve ne yönde değiştirebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 3.3.1'de özetlenmektedir.

**Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler\***

Temel Riskler	Takip Edilen Göstergeler
<p><b>Maliyet Baskıları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Uluslararası emtia fiyatlarının bulunduğu yüksek seviyeler, enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.</li> <li>Son dönemde uluslararası enerji piyasalarında kömür ve doğal gaz fiyatlarında kaydedilen artışlar ile ilişkili olarak üretici fiyatları kaynaklı riskler belirginleşmiştir.</li> <li>Tedarik zincirinde süregelen aksaklıklar enflasyon üzerindeki arz yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> <li>Ekim ayında sınırlı bir iyileşme gözlenmekle birlikte, navlun maliyetlerindeki ve tedarikçi teslim sürelerindeki olumsuz görünüm devam etmektedir.</li> <li>Üretici fiyatlarının tüketici fiyatlarına geçişkenliği ve bunun kaynakları yakından izlenmektedir.</li> <li>Gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Endüstriyel metal fiyatları</li> <li>Tarımsal emtia fiyatları</li> <li>Tarım ürünlerindeki arz-talep dengesi</li> <li>Üretici ve tüketici fiyatları farklılaşmasına ilişkin göstergeler</li> <li>Küresel tedarik göstergeleri, taşıma ve navlun maliyetleri</li> <li>İklim değişikliği, kuraklık göstergeleri</li> <li>Uluslararası gıda fiyatları göstergeleri</li> </ul>
<p><b>Yurt İçi ve Yurt Dışı Finansal Piyasalara İlişkin Belirsizlikler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Parasal duruşun sıklığı ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapmaya başlamıştır. Bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için güçlendirilen makroihtiyati politika çerçevesinin olumlu etkileri gözlenmeye başlamıştır. Makroihtiyati tedbirlerin yanı sıra para politikasındaki uyarılamanın da kredi büyümesi ve kompozisyonu üzerindeki etkileri izlenecektir.</li> <li>Emtia fiyatlarındaki artışlar, arz kısıtları gibi faktörler halen geçici olarak değerlendirilmekle birlikte bazı ülkelerde para politikasında sıkılaşmaya dair işaretler verilmektedir.</li> <li>Bu görünüm sermaye akımları ve küresel risk iştahı kanalıyla finansal piyasalar üzerinde etkili olabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Talep ve büyüme bileşenlerinin seyri</li> <li>Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler</li> <li>Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi)</li> <li>Ödemeler dengesi finansmanı</li> <li>Hisse senedi ve DİBS piyasalarına yönelen portföy akımları</li> <li>Gelişmiş ülke tahvil getirileri ve para politikası duruşları</li> <li>Risk primi göstergeleri</li> <li>Dolarizasyon göstergeleri</li> <li>Küresel enflasyon göstergeleri</li> </ul>

**Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler\***

<p><b>Salgın ve İktisadi Faaliyet</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Küresel ekonomide toparlanma süreci bir miktar yavaşlamakla birlikte devam etmektedir. Bununla birlikte, aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında yeni varyantlar küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> <li>▪ Toplam talep koşulları hem yurt içi talep hem de yurt dışı talebin katkısı ile güçlü seyrini sürdürmektedir.</li> <li>▪ Aşılama sürecindeki ivmelenme ve normalleşme adımları ile birlikte iktisadi faaliyet üzerinde yukarı yönlü riskler bulunmaktadır.</li> <li>▪ İhracattaki güçlü seyir ve turizmde gözlenen toparlanma ile cari dengedeki iyileşmenin yıl sonuna kadar devam etmesi beklenmektedir.</li> <li>▪ Salgınla ilişkili olarak vaka ve ölüm sayılarındaki dalgalanma, yeni varyant ve salgın dalgalarına ilişkin gelişmeler ve bu gelişmelerin talep koşullarına etkisi yakından takip edilmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Salgının ve aşılama sürecinin yurt içi ve yurt dışındaki seyri</li> <li>▪ İhracat, cari denge turizm ve taşımacılık gelişmeleri</li> <li>▪ Sektörler ve alt gruplar bazında talep ve enflasyon göstergeleri</li> <li>▪ Ücret ve işgücü maliyet endeksleri</li> </ul>
<p><b>Enflasyon Beklentilerinin Yüksek Seyri</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Enflasyonun kısa vadedeki seyri orta vadeli enflasyon beklentilerini etkileyerek beklentilerin tahmin hedeflerine yakınsama hızını yavaşlatma riski oluşturmaktadır.</li> <li>▪ Fiyatlamaya davranışlarına ilişkin gelişmeler enflasyon görünümü açısından izlenmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ankete ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> <li>▪ Geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler</li> <li>▪ Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>▪ Finansal oynaklık göstergeleri</li> </ul>
<p><b>Para, Maliye ve Finansal Politikaların Eşgüdümü</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>▪ Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>▪ Kamu ücret politikaları</li> <li>▪ Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>▪ Mali duruş (yapısal bütçe dengesi)</li> </ul>

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

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