

ENFLASYON RAPORU

2022-I

27 Ocak 2022

İçindekiler

1. Genel Değerlendirme	1
1.1 Para Politikası Kararları	2
1.2 Orta Vadeli Tahminler	5
1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler	6
2. Ekonomik Görünüm	10
2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler	10
2.2 Finansal Koşullar	14
2.3 İktisadi Faaliyet.....	19
2.4 Enflasyon	28
3. Orta Vadeli Öngörüler	48
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	48
3.2 Orta Vadeli Görünüm	50
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	54
Kutular	
Kutu 1.1 Politika Gözden Geçirme Sürecinde Liralaşma Stratejisi	8
Kutu 2.1 Kur Korumalı TL Vadeli Mevduat ve Katılma Hesapları ve TL Vadeli Mevduata Dönüşümün Desteklenmesi	39
Kutu 2.2 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular	42
Kutu 2.3 İmalat Sanayi İhracatçı Firmalarının İthal Girdi Payı	43
Kutu 2.4 Anket Göstergeleri Sektörel Düzeyde Tedarik Zinciri Gelişmeleri Hakkında Ne Söylüyor?	45

1.Genel Değerlendirme

İktisadi faaliyet, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde güçlü seyrini sürdürmüştür. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), aşılamadaki güçlü ivme ile birlikte kısıtlamaların hafifletilmesi ve turizm faaliyetindeki toparlanma eğiliminin belirginleşmesiyle üçüncü çeyrekte, yıllık yüzde 7,4, çeyreklik olarak ise yüzde 2,7 oranında artış kaydetmiştir. Üretim yönünden, sanayi ve hizmetler sektörü yıllık ve dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi olurken, inşaat ve tarım sektörleri dönemlik büyümeyi sınırlamıştır. Harcama yönünden ise dönemlik büyümenin ana belirleyicisi yurt içi talep olmuştur. İç talebin artan katkısı açılmayla beraber salgından daha çok etkilenen sektörlerdeki toparlanmaya da bağlı olarak özel tüketim harcamalarından gelmiştir. İhracat ve ithalat dönemlik bazda artmış; net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı 0,1 yüzde puan, yıllık büyümeye katkısı ise 6,8 yüzde puan olmuştur.

Son çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetin iç ve dış talebin desteğiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Sanayi Üretim Endeksi (SÜE) mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki aya kıyasla Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla yüzde 0,7 ve 3,3 oranında artmıştır. Böylelikle Ekim-Kasım döneminde SÜE üçüncü çeyreğe göre yüzde 3,2 oranında artarak dördüncü çeyrekte de yükseliş eğilimini korumuştur. Aşılamanın toplumun geneline yayılması, salgından olumsuz etkilenen hizmetler ile turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Yurt dışı sanayi ciro endekslerinde gözlenen yüksek seviyeler, dış talebin sanayi üretimini dördüncü çeyrekte de desteklemeye devam ettiği yönünde değerlendirilmektedir. İktisadi faaliyetin görünümüyle uyumlu olarak işgücü piyasasındaki iyileşme Ekim-Kasım aylarında da devam etmiştir.

İhracattaki artışın sürmesi ve hizmet gelirlerindeki güçlü toparlanmaya rağmen ithalattaki belirgin artışın etkisiyle cari işlemler dengesi Kasım ayında açık vermiştir. İhracat, 2021 yılının son çeyreğinde artış eğilimini korumaktadır. Diğer taraftan, reel kur endeksinde gözlenen düşüşe rağmen iktisadi faaliyetin nispeten güçlü seyri ve enerji fiyatlarındaki artışın etkisiyle ithalat yükselmiştir. Dış ticarete miktar bazında reel dengelenme devam etmiştir. Aşılamanın yaygınlaşmasını takiben seyahat kısıtlamalarının büyük oranda sonlandırılması veya gevşetilmesiyle başlayan turist sayısındaki artışa paralel olarak mevsimsellikten arındırılmış hizmet gelirleri salgın öncesi seviyelerine ulaşmıştır. Uzun dönemli eğilimi gösteren 12 aylık birikimli cari dengedeki iyileşme Kasım ayında devam etmekle birlikte bir miktar ivme kaybetmiştir.

Küresel enflasyon eğilimindeki yükseliş ve gelişmiş ülke para politikalarında normalleşme sinyallerinin etkisiyle, mevcut rapor döneminde küresel risk iştahı gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelik portföy girişleri, hisse senedi piyasalarında devam ederken DİBS piyasalarında özellikle Kasım ayının ortalarından itibaren kayda değer çıkışlar gözlenmiştir. Türkiye'ye yönelik portföy akımlarında Kasım ayında hisse senedi piyasalarına girişler devam etmiş, Aralık ayıyla birlikte hem DİBS hem de hisse senedi piyasalarından çıkışlar gözlenmiştir. Söz konusu dönemde GOÜ risk primlerinde dalgalı bir hareket gözlenirken, Türkiye'nin risk primi GOÜ'lerin üzerinde seyretmiştir. Mevcut Rapor döneminde GOÜ'lerde opsiyonların ima ettiği döviz kuru oynaklıklarında artış gözlenmiştir. Kasım ayı ortalarından itibaren belirgin şekilde yükselen Türk lirasının oynaklığı ise, Aralık ayında atılan politika adımlarının etkisiyle önemli ölçüde gerilemiştir.

2021 yılının son çeyreğinde firmalara verilen kredilerdeki artış toplam kredi büyümesinde belirleyici rol oynamıştır. Politika faiz oranında yapılan indirimler neticesinde bankaların yurt içi fonlama maliyetleri azalmakla birlikte, mevduat faiz oranları Aralık ayında uygulamaya konulan Kur Korumalı Mevduat ürünü ile bir miktar artarak politika faizinden ayrılmıştır. Bu gelişmeye paralel olarak, ihtiyaç kredisi dışındaki kredi faiz oranları politika faizindeki indirimlere paralel hareket etmiş, ancak daha sonra yükselen mevduat faizleriyle birlikte artış göstermiştir. Dördüncü çeyrekte kredi büyüme hızı tarihsel ortalamalara yakınsamıştır.

Tüketici enflasyonu 2021 yılı sonunda yüzde 36,08 olarak gerçekleşmiş, yıllık enflasyonda tüm alt gruplarda artış gözlenmiştir. Yılın son çeyreğinde döviz kuru gelişmeleri enflasyondaki yükselişin en önemli belirleyicilerinden biri olmuştur. İktisadi faaliyetin dördüncü çeyrekteki güçlü seyri, ithalat ve uluslararası gıda fiyatlarındaki artışların yanı sıra tarımsal kuraklık, tedarik sürecindeki aksaklıklar ve taşımacılık maliyetlerinde kısmi düzelmeye rağmen devam eden yüksek seyir gibi arz yönlü unsurlar enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Üretici fiyatları 2021 yılında yüzde 79,89 oranında artmıştır. Bu gelişmede, döviz kuru gelişmeleri yanında, başta enerji olmak üzere emtia fiyatlarındaki artışlar ve arz kısıtları önemli bir rol oynamıştır. Üretici fiyatlarındaki bu artışlar tüketici fiyatları üzerinde de önemli

baskı unsuru olmakla birlikte fiyatlama davranışları çeşitli ürün gruplarında maliyet artışlarının ima ettiğinin ötesinde bozulmuştur. 2021 yılında enflasyon eğiliminde de artış gözlenmiş, bu kapsamda çekirdek enflasyon göstergelerinden B ve C endeksinin yıllık enflasyon oranları sırasıyla yüzde 34,89 ve 31,88'e yükselmiştir.

TCMB, politika faizini 2021 yılının Nisan-Ağustos döneminde sabit tutarken, Eylül-Aralık döneminde politika faizinde indirim yapmıştır. TCMB, 2021 yılı Mart ayında önden yüklemeli ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yaparak politika faizini yüzde 17'den yüzde 19'a yükseltmiştir. İzleyen dönemde, TCMB parasal duruşun dezenflasyon sürecini en kısa sürede tesis edecek ve orta vadeli hedeflere ulaşılmasını sağlayacak bir sıklık düzeyinde belirlenmeye devam edeceği yönünde iletişimde bulunmuştur. Bu çerçevede, Nisan-Ağustos döneminde politika faizini sabit tutmuştur. TCMB, Eylül, Ekim ve Kasım aylarındaki toplantılarda, para politikasının etkileyebildiği talep unsurları, çekirdek enflasyon gelişmeleri ve arz şoklarının yarattığı etkilerin ayrıştırılmasına yönelik analizleri değerlendirmiş ve söz konusu dönemde politika faizinde toplamda 400 baz puan indirim yapmıştır. TCMB, Aralık ayında ise politika faizini 100 baz puan indirerek, arz yönlü ve para politikası etki alanı dışındaki arazi faktörlerin fiyat artışları üzerinde oluşturduğu geçici etkilerin ima ettiği sınırlı alanın kullanımının tamamlanmasına karar vermiştir. Böylelikle 2021 yıl sonu itibarıyla politika faizi yüzde 14 düzeyine indirilmiştir.

TCMB, Ocak ayı toplantısında politika faizini sabit tutmuştur. Ocak ayı toplantısında TCMB, enflasyonda yakın dönemde gözlenen yükselişte; döviz piyasasında yaşanan sağlıksız fiyat oluşumlarına bağlı döviz kurlarına endeksli fiyatlama davranışları, küresel gıda ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar ve talep gelişmelerinin etkili olduğunu belirterek, sürdürülebilir fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tesisi için atılan adımlar ile birlikte, enflasyonda baz etkilerinin de ortadan kalkmasıyla dezenflasyonist sürecin başlayacağı yönündeki öngörüsünü paylaşmıştır.

1.1. Para Politikası Kararları

TCMB, Kasım ayı toplantısında para politikasının etkileyebildiği talep unsurları, çekirdek enflasyon gelişmeleri ve arz şoklarının yarattığı etkilerin ayrıştırılmasına yönelik analizleri değerlendirerek politika faizini 100 baz puan indirmiştir. Kasım ayı toplantı özetinde, enflasyonda son dönemde gözlenen yükselişte; gıda ve başta enerji olmak üzere ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve talep gelişmelerinin etkili olduğu değerlendirilmiştir. Ek olarak, arz yönlü ve para politikası etki alanı dışındaki faktörlerin fiyat artışları üzerinde oluşturduğu geçici etkilerin 2022 yılının ilk yarısı boyunca etkisini sürdürmesinin beklendiği ifade edilerek bu etkilerin ima ettiği sınırlı alanın kullanımının Aralık ayında tamamlanmasının değerlendirildiği paylaşılmıştır. Para politikası duruşunda yapılan güncellemenin ticari krediler üzerinde olumlu etkilerinin görülmeye başlandığının ve bireysel kredilerle ilgili gelişmelerin yakından takip edildiğinin altı çizilmiştir.

Aralık ayında TCMB, döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale etmiş ve BIST Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasasında işlem yapmaya başlamıştır.

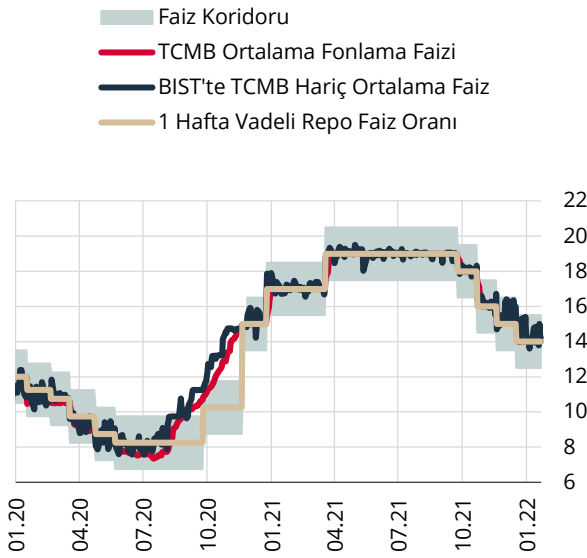
TCMB, 1-17 Aralık döneminde döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle beş kez piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale etmiştir. Aralık ayı içinde alınan politika kararlarının (Tablo 1.1) etkisiyle döviz kurlarındaki oynaklık gerileme kaydetmiştir.

2021 yılının son toplantısında TCMB, politika faizini 100 baz puan indirerek, arz yönlü ve para politikası etki alanı dışındaki arazi faktörlerin fiyat artışları üzerinde oluşturduğu geçici etkilerin ima ettiği alanın kullanımının tamamlanmasına karar vermiştir. Aralık ayı toplantı özetinde enflasyonun kısa dönemde, başta döviz kurları, emtia fiyatları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar olmak üzere arz ve talep yönlü çeşitli unsurların etkisiyle oynak bir seyir izlemesinin beklendiği açıklanmıştır. Bununla birlikte, geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun yeniden düşüş eğilimine dönmesini sağlayacak parasal duruşun; enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal piyasa gelişmeleri bağlamında dışsal ve geçici oynaklıklara karşı önemli bir tampon işlevi göreceğinin altı çizilmiştir. Alınmış olan kararların birikimli etkilerinin 2022 yılının ilk çeyreğinde yakından takip edileceği ve bu dönemde fiyat istikrarının sürdürülebilir bir zeminde yeniden şekillenmesi amacıyla geniş kapsamlı politika çerçevesi gözden geçirme sürecinin yürütüleceği açıklanmıştır.

Ocak ayında TCMB, sürdürülebilir fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tesisi için atılan adımlar ile birlikte, enflasyonda baz etkilerinin de ortadan kalkmasıyla dezenflasyonist sürecin başlayacağı öngörüsünü paylaşarak politika faizinin sabit tutulmasına karar vermiştir. TCMB, alınmış olan kararların birikimli etkilerinin yakından takip edildiğinin ve bu dönemde fiyat istikrarının sürdürülebilir bir zeminde yeniden şekillenmesi amacıyla TCMB'nin tüm politika araçlarında Türk lirasını öncelikleyen geniş kapsamlı bir politika çerçevesi gözden geçirme süreci yürüttüğünün altını çizmiştir (Kutu 1.1).

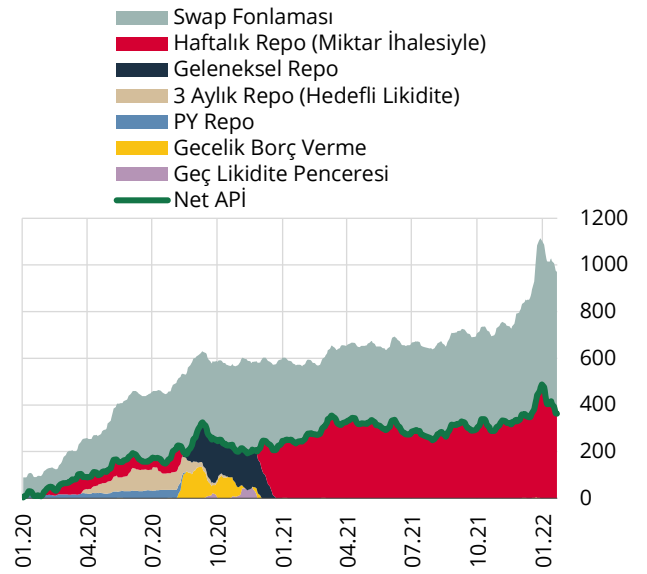
Mevcut Rapor döneminde de TCMB fonlaması sade bir operasyonel çerçevede APİ ve swap işlemleri kanalıyla yapılmış, gecelik faizler TCMB politika faizi etrafında oluşmuştur. TCMB'nin öngörülebilir likidite yönetimi sayesinde BIST gecelik repo faizleri, TCMB politika faizi etrafında dalgalanmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.1). 28 Ekim 2021 tarihi itibarıyla 425 milyar TL olan swap işlem tutarı, 21 Ocak 2022 tarihi itibarıyla 603 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde net APİ fonlaması da artış kaydederek 314 milyar TL seviyesinden 368 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

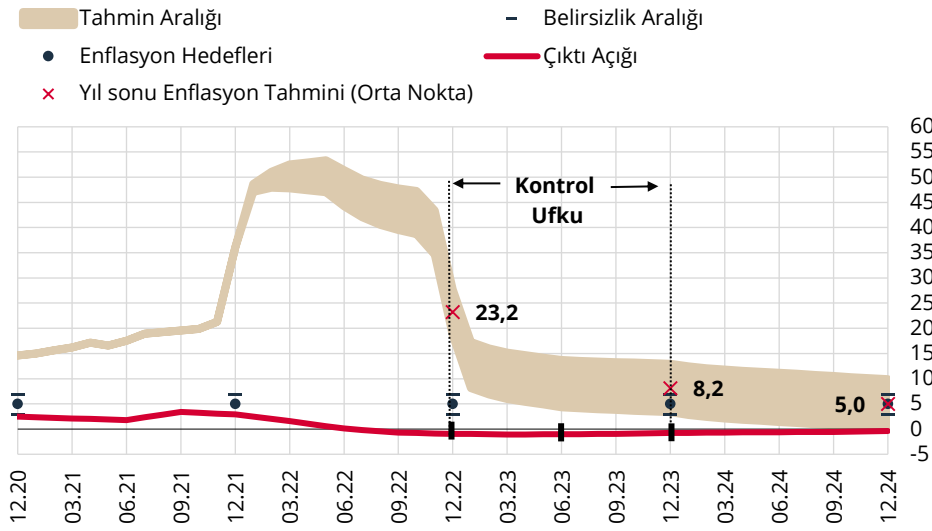
Tarih	Kurum	Politika Kararı
8 Kasım 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Bankaların Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki operasyonel esnekliğinin artırılması amacıyla, Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve/veya Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap İhalelerinde (Geleneksel Yöntem) işlem yapan bankaların, talep etmeleri halinde, işlemlerini swap yerine karşılıklı depolar şeklinde sonuçlandırabilmelerine imkân sağlanmıştır.
9 Kasım 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Türk lirası zorunlu karşılıkların standart altın cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranı yüzde 15'ten yüzde 10'a düşürülmüş ve söz konusu imkânın kademeli olarak azaltılarak sonlandırılacağı açıklanmıştır. Ayrıca, yabancı para mevduat/katılım fonuna uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmıştır.
1 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiş ve Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası nezdinde işlem yapılmıştır.
3 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.
10 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.
13 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.
17 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir. Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı ile bankacılık sistemindeki toplam mevduat/katılım fonu içinde Türk lirasının payını artırıcı yönde ilave faiz/nema ödenmesi uygulaması kapsamında belirlenen tüm faiz/nema oranları 100 baz puan düşürülmüştür.
21 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> 20 Aralık 2021 tarihinde ABD doları, Euro ve İngiliz Sterlini cinsinden döviz tevdiat hesabı veya döviz cinsinden katılım fonu bulunan yurt içinde yerleşik gerçek kişilerin, söz konusu hesaplarını vadeli (3, 6, 12 ay) Türk lirası mevduat/katılma hesabına dönüştürmeleri halinde söz konusu hesaplara destek uygulanmasına karar verilmiştir. İhracatçı ve ithalatçı firmalara kur riskini yönetebilmeleri amacıyla, TCMB nezdinde ihale yoluyla ve Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında (VİOP) TL uzlaşmalı 1 ve 3 ay vadeli döviz satışı gerçekleştirilmesine karar verilmiştir.
29 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Bankacılık sistemindeki toplam mevduat/katılım fonu içinde Türk lirasının payının artırılarak finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla 21 Aralık 2021 tarihli ve 62 sayılı Basın Duyurusu ile döviz tevdiat hesaplarının ve döviz cinsinden katılım fonlarının Türk lirası vadeli hesaplara dönüşmesi halinde mevduat ve katılım fonu sahiplerine destek sağlanacağı açıklanmıştı. Bu duyuru ile altın cinsinden mevduat hesapları ve katılım fonlarının vadeli Türk lirası mevduat ve katılma hesaplarına dönüşmesi halinde mevduat ve katılım fonu sahiplerine destek sağlanmasına karar verilmiştir.

1.2 Orta Vadeli Tahminler

2021 yılının dördüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu ve B endeksi enflasyonu sırasıyla yüzde 36,08 ve yüzde 34,89 seviyesinde gerçekleşerek Ekim Enflasyon Raporu tahmin aralığının belirgin şekilde üzerinde kalmıştır. Tahmin sapmasında döviz kuru gelişmeleri belirleyici olmuştur. Türk lirasında gözlenen sert değer kayıpları ve kur oynaklığındaki yüksek seviyeler fiyatlamada davranışlarını da olumsuz etkileyerek döviz kuru geçişkenliğini artırmıştır. Diğer yandan güçlü seyreden toplam talep koşulları, uluslararası ithalat fiyatlarındaki yüksek seviyeler, küresel tedarik sorunları ve enflasyon beklentilerindeki artış tüketici enflasyonunu talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden olumsuz etkilemiştir.

Para politikası durumu, enflasyon görünümüne yönelik risklerin kaynağına, kalıcılığına ve para politikası ile ne ölçüde kontrol altına alınabileceğine dair değerlendirmeler dikkate alınarak, temkinli bir yaklaşımla sürdürülebilir fiyat istikrarı hedefine ulaşılması odağında belirlenecektir. Sürdürülebilir fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tesisi için atılan adımlar ile birlikte, enflasyonda baz etkilerinin de ortadan kalkmasıyla dezenflasyonist sürecin başlayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2022 yılı sonunda yüzde 23,2 olarak gerçekleşeceği, 2023 yıl sonunda yüzde 8,2'ye geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 23,2 olmak üzere, yüzde 18,6 ile yüzde 27,8 aralığında; 2023 yılı sonunda orta noktası yüzde 8,2 olmak üzere yüzde 3,4 ile yüzde 13,0 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.1).

Grafik 1.2.1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Küresel iktisadi faaliyet üzerinde omikron varyantı kaynaklı belirsizliklerin artmasına bağlı olarak dış talep görünümü geçtiğimiz Rapor dönemine göre sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Yakın zamanda hızla yayılarak etkisini artıran omikron varyantı başta Avrupa ve Kuzey Amerika olmak üzere dünya genelinde vaka sayılarını daha önce hiç olmadığı kadar artırmıştır. Ancak, hem yeni varyantın hastaneye yatış riskini azaltması, hem de aşılama oranlarındaki artış sebebiyle ülkeler vaka sayılarındaki artışa rağmen iktisadi faaliyeti sekteye uğratabilecek kapanma önlemlerine başvurmamışlardır. Bu sebeple, her ne kadar vaka sayılarındaki artış, üretim faaliyetlerine ilişkin ileriye dönük riskleri canlı tutarak büyüme beklentilerini olumsuz etkilese de bu olumsuz etkinin oldukça sınırlı kalacağı değerlendirilmektedir. Diğer yandan, arz-talep uyumsuzlukları, üretim darboğazları ve uluslararası emtia fiyatlarındaki artışın etkisiyle küresel enflasyon tarihi yüksek seviyelere tırmanmıştır. Arz kısıtları ve tedarik zincirlerindeki aksamanın halen önemini korumasıyla küresel merkez bankaları tarafından geçici olması beklenen enflasyondaki artışın ilk etapta öngörülenden daha kalıcı olacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan, iktisadi faaliyet, işgücü piyasası ve enflasyon beklentilerinde ülkeler arasında farklılaşan görünüme bağlı olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası iletişimlerinde ayrışma gözlenirken merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir.

Mevcut para politikası çerçevesinin ve makroihtiyati tedbirlerin etkisiyle önümüzdeki dönemde toplam talep koşullarının potansiyeline yakın bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin dış talebin de katkısıyla güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. 2022 yılında iktisadi faaliyetin seyrine yönelik olarak, finansal piyasalardaki dalgalanmaların geçmiş dönem tecrübelerinin aksine ani bir yavaşlatıcı etkide bulunmayacağı, böylece, iç talebin ılımlı bir şekilde potansiyeline yakınsayacağı düşünülmektedir. Nitekim, yüksek frekanslı veriler de 2022 yılı başında ani bir zayıflamaya işaret etmemektedir. Diğer yandan dış talep koşullarının yıl boyunca destekleyici olmaya devam edeceği, başta turizm faaliyetleri olmak üzere mal ve hizmet ihracatının iktisadi faaliyeti olumlu etkilemeyi sürdüreceği değerlendirilmektedir. Bankaların kredi verme eğilimini yansıtan kredi-mevduat faiz farkı bir önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmiştir. Enflasyon gelişmeleri değerlendirildiğinde, yakın dönemdeki döviz kuru gelişmeleri, yurt içi enerji fiyatlarındaki artışlar, uluslararası emtia fiyatlarında süregelen olumsuz seyir ve yeniden belirginleşen tedarik sorunları, üretici fiyatlarının önemli ölçüde yükselmesine neden olmuştur. Bu nedenle tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları devam etmektedir. Arıza unsurlardan kaynaklı bu etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. Hem makroihtiyati politikalar hem de para politikasındaki uyarılamanın kredi büyümesi ve kompozisyonu üzerindeki etkilerinin dezenflasyonist sürece katkı sağlaması beklenmektedir. Ayrıca, asgari ücretin oluşturacağı ilave enflasyon ve yönetilen fiyatlardaki artışlar kısa vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. Sürdürülebilir fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tesisi için atılan adımlar ile birlikte, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal piyasalardaki oynaklıkların iyileşeceği; enflasyonda baz etkilerinin de ortadan kalkmasıyla dezenflasyonist sürecin başlayacağı değerlendirilmektedir.

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 makroihtisadi riskler aşağıda paylaşılmıştır.¹

Omikron varyantı kaynaklı artan vaka sayılarına rağmen, aşılama oranlarındaki artış ve salgın koşullarında faaliyetin devam ettirilebilmesi ile ilgili edinilen deneyimin katkısı ile iktisadi faaliyet üzerindeki riskler yukarı yönlü kalmıştır. Küresel büyüme görünümü, yeni varyant kaynaklı endişeler ve belirsizlik nedeniyle bir miktar bozulma göstermiş, ancak salgın tedbirlerinin sınırlı kalması olumsuz etkileri sınırlamıştır. Öte yandan yurt içi iktisadi faaliyet güçlü seyrini sürdürmektedir. Aşılamanın hızlanması, Türkiye'ye yönelik seyahat kısıtlamalarının gevşetilmesi ile salgından olumsuz etkilenen hizmetler, turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasıyla, iktisadi faaliyet daha dengeli bir bileşimle sürmüştür. Sanayi sektöründe artan kapasite ihtiyacı nedeniyle yatırım eğilimindeki yüksek seviyeler korunmaktadır. Salgınla ilişkili olarak vaka ve ölüm sayılarındaki değişimler, yeni varyant ve salgın dalgalarına ilişkin gelişmeler ve bu gelişmelerin yurt içi ve yurt dışı talep koşullarına etkisi yakından takip edilmektedir.

Üretici fiyatları üzerindeki baskılar artarak devam etmektedir. Türk lirasında gözlenen değer kaybının birikimli etkileri, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, arz kısıtları ile taşımacılık maliyetleri bu baskıları açıklayan öncelikli faktörler olmaktadır. Ek olarak, enerji piyasalarındaki gelişmeler, elektrik, doğal gaz gibi üreticilere yönelik yapılan fiyat ayarlamaları bu çerçevede izlenmektedir.

Döviz kurunda gözlenen yüksek seviyeler ve kur oynaklığı, son çeyrekte enflasyondaki yükselişin en önemli belirleyicisi olmuştur. Döviz kuruna ilişkin gelişmeler, önümüzdeki dönemde de yakından takip edilecek en önemli risk unsurudur. Para politikası duruşu ile birlikte kur korumalı mevduat ürününün piyasalardaki oynaklığı azaltması; böylece öngörülebilirliğin artması beklenmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru oynaklığı ve geçişkenliği, para ikamesi yönelimi gibi göstergeler yakından takip edilecektir.

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

Son dönemde açıklanan veriler fiyatlama davranışlarındaki bozulmaların, enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri artırdığına işaret etmektedir. Fiyatların güncelleme sıklığının artması, buna paralel olarak fiyatların ortalama kalış sürelerinin azalması enflasyonu hızlandıran başlıca faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca kura endeksleme eğiliminin artması, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliği de belirgin şekilde yükseltmektedir.

Ankete dayalı göstergeler ve enflasyon telafileri, enflasyon beklentilerinin arttığına işaret etmektedir. Beklentilerin yanı sıra enflasyon belirsizliği de artış göstermektedir. Finansal piyasalardaki oynaklık, fiyatlama davranışları ve enflasyonun ulaştığı seviyeler beklentiler aracılığı ile önümüzdeki döneme ilişkin yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Küresel enflasyon hızlanarak artmaya devam ederken, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası iletişimlerinde ayrışma gözlenmektedir. Bununla beraber, merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir. Olası bir sıkılaşma senaryosu sermaye akımları ve küresel risk iştahı kanalıyla finansal piyasalar üzerinde etkili olabilecektir. Öte yandan, söz konusu risklerin Türkiye'ye yönelik portföy akımları kanalıyla yaratabileceği etkilerin, yurt dışında yerleşiklerin portföy pozisyonlanmalarındaki mevcut seviyeler dikkate alındığında daha sınırlı kalabileceği değerlendirilmektedir.

Kur korumalı mevduat ürünüyle birlikte mevduat faizleri politika faizinden bir miktar ayrılmış, kredi faizleri de izleyen dönemde bu ayrılmaya eşlik etmiştir. Son çeyrekte oldukça güçlü seyreden kredi büyümesinin ılımlı bir seyre dönmesi, böylece dezenflasyonist patikaya katkıda bulunması beklenmektedir. Makroihtiyati tedbirler ile birlikte para politikasındaki uyarılmanın 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

Politika Gözden Geçirme Sürecinde Liralaşma Stratejisi

TCMB temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Finansal sistemin Türk lirası enstrümanlar üzerinden yapılandırılması fiyat istikrarı için gereken sürdürülebilir zemini olanaklı kılacaktır. Nihai amaca ulaşmak için kredilerin ve parasal büyüklüklerin sürdürülebilir fiyat istikrarıyla tutarlı bir oranda büyümesi ve bu büyüklükler içinde Türk lirasının ağırlığının artırılması önem arz etmektedir. Bu kapsamda "Liralaşma Stratejisi" TCMB'nin politika gözden geçirme sürecinin asli unsurlarından birisini oluşturmaktadır.

Liralaşma stratejisi yeni finansal ürünler, teminat çeşitlendirilmesi ve likidite yönetimi uygulamalarına ilişkin düzenlemeler vasıtasıyla, Türk lirasının sistemdeki kullanımını merkeze alan bütüncül bir yaklaşımla oluşturulmaktadır.

Bu strateji kapsamında TCMB, bir dizi uygulamayı yakın zamanda hayata geçirmiştir. 2021 yılı Aralık ayında yabancı para ve altın mevduatların TL'ye dönüşümü desteklenerek, TL mevduat tercihinin güçlenmesi yönünde önemli bir adım atılmıştır. Devreye alınan bu uygulama birinci ayında banka bilançolarındaki TL payını arttırırken fonlama vadesini uzatmıştır. Uygulama banka bilançolarını güçlendirerek finansal istikrarı artırıcı bir sonuç doğurmaktadır.

Türk lirası yükümlülükler için tutulan zorunlu karşılıkların sadece Türk lirası ile tesisi prensibi doğrultusunda, döviz cinsinden tesis edilmesi imkânı 2021 yılı Ekim ayında sonlandırılmış olup, standart ve hurda altın olarak tesisinin de 2022 yılında kaldırılması planlanmaktadır. Söz konusu prensibe uygun olarak, Türk lirası kredilerin sadece Türk lirası enstrümanlarla teminat altına alınabilmesinin teşvik edilmesi gündemdedir.

Para politikası aktarım mekanizması etkinliği açısından, fonlama miktarı, kullanılan araçlar, dağılım, vade ve teminat yapısı gibi likidite yönetiminin unsurları önem arz etmektedir. Bu çerçevede, mevcut Türk lirası likidite yönetiminin temel bileşenleri olan API ve swap işlemlerinin büyüklüğü, toplam fonlamadaki payları, imkân bazında dağılımı ve teminatlandırma yapısı liralaşma stratejisi kapsamında gözden geçirilmektedir.

Bu doğrultuda ilk adım olarak, Bankalararası Para Piyasası (BPP)'nda gerçekleştirilen işlemlerde bankaların DİBS ve/veya HMKŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikaları cinsinden daha yüksek oranda teminat buldurmasına karar verilmiştir. Önümüzdeki dönemde fonlama yapısında Türk lirası cinsinden kıymetlerin teminat olarak kullanımını ve talebini artırıcı ek adımların atılması planlanmaktadır. Ayrıca, TCMB tarafından sağlanan Türk lirası fonlama karşılığı alınan teminatlarda döviz cinsinden teminatların payının azaltılması gündemdedir.

2020 yılı Mart ayında ihracatçı firmaların Türk lirası finansmana erişimlerini kolaylaştırmak, firma bilançolarında yabancı para yükümlülükleri azaltmak ve istihdam sürekliliğini desteklemek amacıyla TCMB tarafından Türk lirası reeskont kredi programı başlatılmıştır. 2021 yılı Eylül ayında reeskont kredisi kullandırmaları için firmaların net ihracatçı olması şartı getirilmiş, böylece reeskont kredilerinin ödemeler dengesini, dolayısıyla finansal istikrarı, destekleyici niteliği güçlendirilmiştir. Reeskont kredilerinin yalnızca belirlenen Türk lirası cinsi harcama alanlarında kullanımına izin verilerek, Merkez Bankasının fonlaması kaynaklı yabancı para talebi oluşmaması ve reeskont kredilerinin amacına uygun değerlendirilmesi sağlanmıştır.

Salgın önlemleri kapsamında, 2020 yılı Haziran ayında ilan edilen yatırım taahhütlü avans kredisi uygulaması ile, verimliliği yüksek, ithalatı azaltan ve ihracatı destekleyen sektörlerdeki yatırımlar uzun vadeli Türk lirası kredilerle desteklenmektedir. Potansiyel üretim artışını destekleyen ve bu artışa Türk lirası ile finansman sağlayan uygulamalar, liralaşma stratejisinin asli unsurunu teşkil etmektedir. 2022-2024 Orta Vadeli Program'da açıklanan vizyon kapsamında, söz konusu uzun vadeli Türk lirası kredilerin yerli üretime ve yeşil yatırımlara odaklı etkinliklerinin artırılmasına yönelik çalışmalar devam etmektedir.

Finansal sistemin aracılık işlevini etkin şekilde yürütmesi, tasarrufların verimliliği yüksek alanlarda üretim, yatırım ve ihracatla buluşturulması ile mümkündür. Reel sektöre finansal sistem tarafından sağlanan kredilerin belirlenmiş amaçlarına uygun kullanımı, söz konusu buluşmanın finansal istikrarı güçlendirmesi dolayısıyla Türk lirasının temellerinin sağlamlaştırılması açısından elzemdir.

Ticari ve bireysel kredilerde dengeli büyüme fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından bir gerekliliktir. Finansal sistemin bu anlamda aracılık işlevini başarıyla yürütmesi potansiyel büyümeyi artıracak, cari dengeyi iyileştirecek ve fiyat istikrarı üzerindeki riskleri sınırlandıracaktır. TCMB, stratejisini bütüncül bir şekilde devreye alarak birey, firma, banka ve diğer tüm finansal kuruluş bilançolarındaki Türk lirası ağırlığının artırılması doğrultusunda elindeki araçları finansal istikrardan ödün vermeden kullanmaya devam edecektir.

TCMB'nin politika gözden geçirme sürecinde liralama stratejisi çerçevesinde, yakın, orta ve uzun vadede devreye alınacak tüm uygulamaların odağı, fiyat istikrarının sürdürülebilir bir zeminde yeniden şekillenmesi amacıyla finansal sistemin liralama stratejisini sağlamak olacaktır.

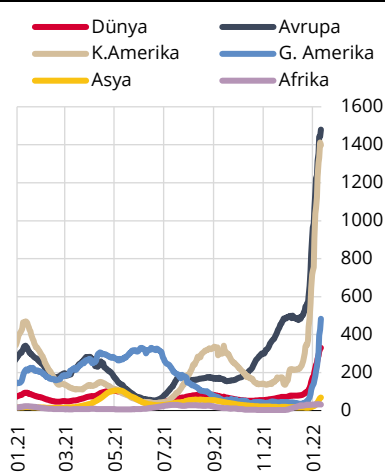
2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomik Gelişmeler

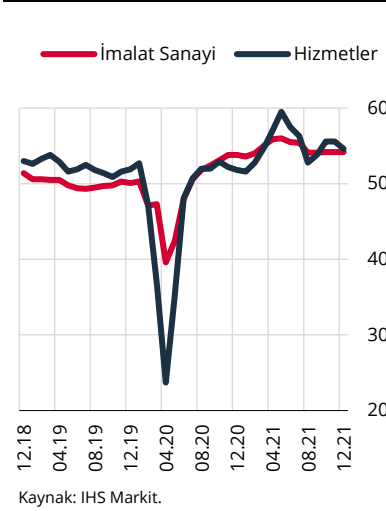
Küresel büyüme görünümü, omikron varyantı kaynaklı artan vaka sayıları nedeniyle bir miktar bozulma göstermiş, ancak aşılamanın katkısıyla salgın tedbirlerinin sınırlı kalması olumsuz etkileri sınırlamıştır. Yıl sonuna doğru Güney Afrika'da ortaya çıkan omikron varyantı vaka sayılarının salgının önceki dönemlerinde görülmediği ölçüde artması ile sonuçlanmıştır (Grafik 2.1.1). Ancak, gerek aşılama oranlarındaki artış gerekse salgın koşullarında iktisadi faaliyetin devam ettirilebilmesi ile ilgili edinilen deneyim, söz konusu artışın üretim-tüketim etkilerine ilişkin olumsuz beklentileri sınırlamıştır. Büyük ekonomilerde aşılama da bağlı olarak, ağır vaka sayısının düşmesi ve ölüm sayılarının artış göstermemesi salgın tedbirlerinin de daha gevşek tutulmasına yol açmıştır. Bu durum yeni dalganın hizmet sektörü üzerindeki etkilerini de sınırlandırabilecektir. Nitekim, PMI endeksleri gerek imalat sanayi gerekse hizmetler sektöründe ekonomik toparlanmanın sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Tüm bunlara karşın salgının gelecekteki seyrine ilişkin risklerin canlı olması iktisadi faaliyeti ve üretim süreçlerini olumsuz etkilemeye ve büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel ölçekte büyüme öngörülerini yeni varyantın ortaya çıkardığı belirsizliğe bağlı olarak aşağı yönlü güncellenmiş ancak beklentiler ekonomik etkilerin sınırlı kalacağı yönünde şekillenmiştir. Buna bağlı olarak Türkiye'nin dış talep görünümü 2022 yılı için sınırlı bir kötüleşme göstermiştir. Alt gruplar bazında bakıldığında, Euro Bölgesi dış talebe olan katkısını korurken, görünümdeki bozulma Euro Bölgesi dışındaki ticaret ortaklarından kaynaklanmıştır (Grafik 2.1.3).

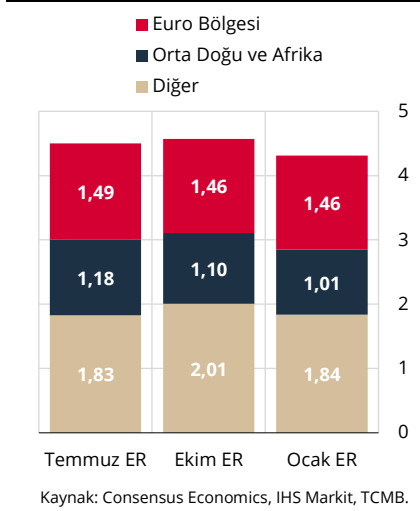
Grafik 2.1.1: Vaka Sayıları (7 Günlük Hareketli Ortalama, Milyon Kişi Başına)



Grafik 2.1.2: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)



Grafik 2.1.3: 2022 Yılı İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksine Katkılar (% Puan)



Türkiye'nin ana ticaret ortaklarında da 2022 yılı büyüme öngörülerini bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ülkeler için 2021 yılı büyüme görünümünün Ekim Rapor dönemine göre daha çok iyileşme yönünde olduğu görülmektedir. Omikron varyantının ve yarattığı belirsizliğin etkileri ise daha çok 2022 yılı öngörülerine yansımıştır (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 ülkelere İspanya dışında tamamının 2022 yılı itibarıyla bu seviyeyi yakalayacakları veya aşacakları öngörülmektedir (Grafik 2.1.4). Dolayısıyla, tahminler 2022 yılı için dış talepteki toparlanmanın devam edeceğini öngörmektedir.

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

	2020	2021 Tahmini		2022 Tahmini	
	Gerçekleşme	Ekim 21	Ocak 22	Ekim 21	Ocak 22
Euro Bölgesi	-6,5	5,1	5,1	4,4	4,0
Almanya	-4,6	2,8	2,7	4,4	3,7
Çin	2,3	8,2	7,9	5,5	5
Rusya	-3,0	4,2	4,3	2,5	2,6
ABD	-3,5	5,7	5,6	4,1	3,9
İtalya	-8,9	5,9	6,3	4,3	4,2
İngiltere	-9,8	6,9	7	5,1	4,3
Fransa	-8,0	6,1	6,6	3,8	3,8
İspanya	-10,8	5,6	4,7	6,1	5,6
Hollanda	-3,7	4,1	4,3	3,5	3,3
Belçika	-6,3	5,4	5,9	3,4	3,1
Romanya	-3,9	7,4	6,6	4,7	4,5
Polonya	-2,7	5,2	5,4	5,1	4,7
İsrail	-2,4	5,8	6,2	4,3	4,5

Kaynak: Consensus Economics.

* Tablodaki ülkeler Türkiye'nin 2021 yılı Ocak ve Kasım ayları arasındaki döneme ait toplam ticaret paylarına göre sıralanmıştır.

Emtia fiyatları genel itibarıyla yüksek seyrini korumaktadır. Omikron varyantının ortaya çıkması ile küresel emtia talebi belirsizliğinin artması, ham petrol fiyatlarının Aralık ayında gerilemesine neden olmuş ancak fiyatlar Ocak ayında tekrar artarak 2014 yılı sonrası en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Doğal gaz fiyatlarındaki önemli oranda düşüşe karşın, ham petrol fiyatlarındaki artış enerji endeksinin geçtiğimiz Rapor dönemine göre sınırlı da olsa yükselmesine neden olmuştur. Diğer taraftan enerji dışı emtia fiyatları Ekim Rapor dönemine göre artışını sürdürmüştür (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2 Emtia Fiyat Değişimleri* (%)

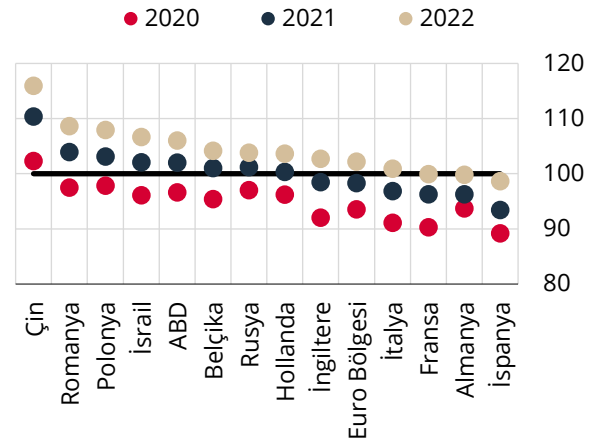
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Ocak 2022**	Yıllık**	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre***
Emtia Ana Endeksi*	7,8	8,5	3,1	1,4	6,4	2,4	0,4	-2,0	3,5	8,4	-1,7	-4,8	7,9	37,7	3,3
Enerji	9,5	13,2	5,1	-0,6	6,0	7,6	2,1	-4,7	7,0	12,8	-4,3	-8,5	12,0	55,4	0,9
Tarımsal Emtia	11,7	3,2	-0,8	4,7	8,5	-6,5	-2,7	3,6	-2,6	2,7	5,8	0,5	1,1	17,9	6,7
Endüstriyel Metal	0,9	4,6	3,6	3,4	7,7	-2,2	0,6	0,9	3,1	4,0	-4,0	0,8	5,7	31,2	7,1
Değerli Metal	0,5	-2,3	-4,9	2,0	5,6	-1,1	-1,9	-1,7	-0,7	-0,1	2,5	-2,0	1,6	-3,5	1,7
Enerji Hariç	6,0	3,4	0,7	3,8	6,9	-3,6	-1,8	1,6	-1,0	2,4	2,2	0,5	2,7	18,6	7,1
Brent Petrol	9,7	12,9	5,5	-0,6	4,6	7,5	1,2	-5,1	6,2	11,8	-3,5	-7,5	12,5	52,5	4,2
Doğalgaz	2,6	10,2	-10,1	2,3	10,4	10,5	16,4	5,8	26,4	9,3	-8,1	-24,6	5,8	54,2	-30,8
Alüminyum	-1,1	3,8	5,6	5,3	5,6	0,6	2,6	3,3	9,7	3,7	-10,1	2,5	9,3	48,2	11,3
Bakır	2,2	6,4	6,3	3,1	10,0	-5,3	-0,9	-1,3	-0,6	4,1	-1,7	-0,7	2,7	23,2	1,9
Demir	11,6	-4,7	5,0	3,1	19,2	2,2	2,0	-23,0	-24,1	0,2	-22,7	15,9	15,9	-24,7	7,2
Buğday	9,0	-0,7	-2,4	4,6	6,4	-5,7	-0,4	8,8	-2,2	5,0	8,4	-2,4	-3,2	16,5	1,0
Soya	13,4	0,7	2,4	3,4	7,4	-6,9	-2,5	-3,8	-6,8	-3,7	0,7	4,3	6,9	0,6	14,6
Pirinç	4,5	0,0	1,1	0,6	2,8	-3,8	1,0	1,8	1,2	-0,1	2,4	0,5	2,9	11,5	11,8
Mısır	18,0	6,8	0,6	11,0	13,4	-3,3	-9,4	-9,4	-6,2	2,3	6,5	3,7	1,6	16,9	9,5
Pamuk	8,6	7,2	-2,0	-1,6	1,6	0,7	3,9	5,6	2,2	13,5	8,1	-7,4	8,0	46,2	6,2
Şeker	8,5	6,6	-6,9	2,3	6,4	0,1	3,0	9,3	-0,5	1,8	0,7	-3,0	-3,8	15,8	-3,7
Navlun	33,8	2,7	-3,9	-2,2	16,8	21,8	26,3	7,9	7,2	-1,8	-7,6	-0,2	2,6	86,0	0,3

Kaynak: Bloomberg.

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

** Son Gözlem 21 Ocak 2022 verisidir.

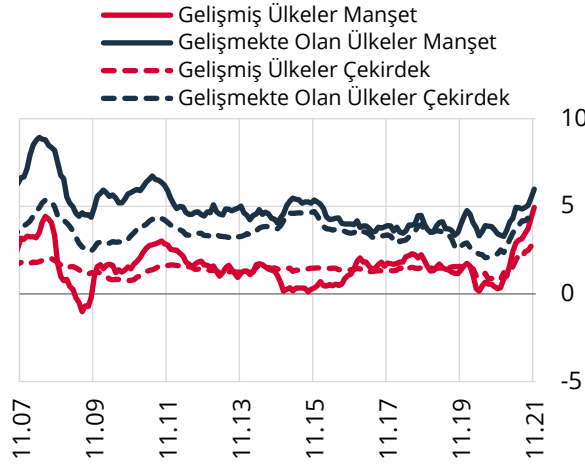
*** 21 Ocak 2022-28 Ekim 2021 tarihleri arası yüzde değişimi göstermektedir.

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

Kaynak: Consensus Economics, TCMB.

Küresel enflasyon hızlanarak artmaya devam etmiştir. Dünya genelinde enflasyon gerek manşet, gerekse çekirdek göstergeler ile hız kazanmış özellikle gelişmiş ülkeler için 2008 düzeyini de aşarak tarihsel olarak yüksek seviyelere ulaşmıştır (Grafik 2.1.5). Küresel anlamda enflasyonu etkileyen güçlü talep, arz-talep uyumsuzlukları ve emtia fiyat artışları gibi unsurlar etkisini korumaktadır. Bu çerçevede merkez bankaları iletişimlerinde enflasyon eğiliminin daha önce öngörülenden daha kalıcı olduğunu belirtmektedir. Salgının etkilerinin zayıflamasıyla ortadan kalkması beklenen arz ve tedarik sorunlarının henüz düzelmeye eğilimine girmediği ve özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak enflasyonu artırıcı yönde etki etmeye devam ettiği değerlendirilmektedir (Grafik 2.1.6). Ayrıca, yeni varyantın özellikle işgücü arzı üzerinden, söz konusu kısıtları daha da olumsuz etkileme riski bulunmaktadır.

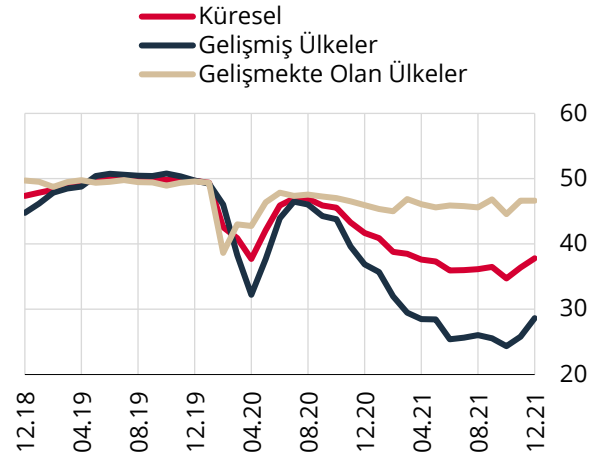
Grafik 2.1.5: Küresel Enflasyon* (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg.

* **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 ve 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 ve Peru.

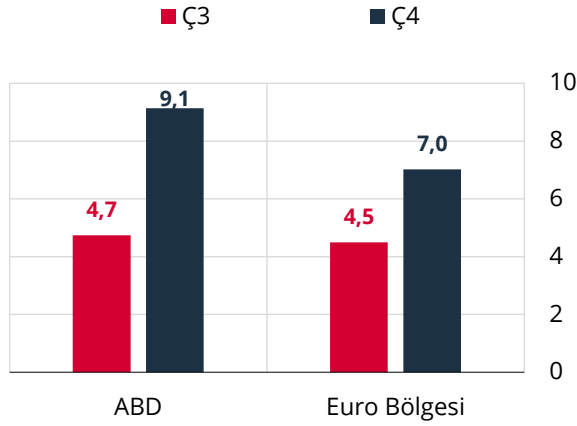
Grafik 2.1.6 PMI İmalat Sanayi Tedarik Süreleri (Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

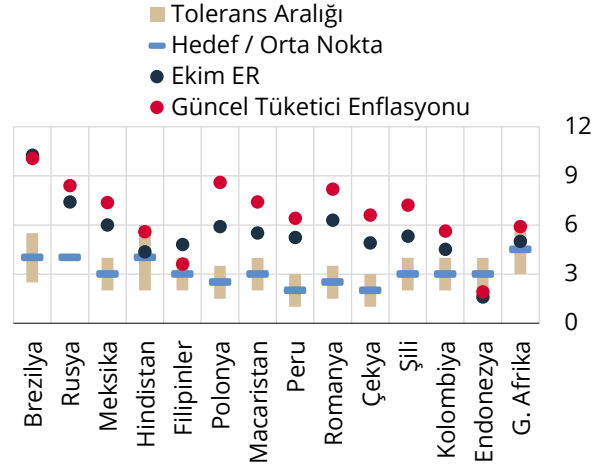
Küresel enflasyon eğilimindeki yükseliş devam ederken gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası söylemlerinde ayrışma gözlenmektedir. Varlık alım programları azaltılarak devam ederken, destekleyici görünüm korunmaktadır. ABD ve Euro Bölgesi'nde enflasyonun ana eğilimi son üç ayda yükselirken, hedeflerin ve tarihsel ortalamaların oldukça üzerine çıkmıştır (Grafik 2.1.7). Bu çerçevede Fed Kasım ayında tahvil alımlarını azaltmaya başlamış, Aralık ayında ise aylık azaltımların hızını artırarak Mart 2022 itibarıyla faiz artışı yapabilecek bir politika patikası oluşturmuştur. Opsiyon piyasalarında Fed'in 2022 yılı içerisinde 3 ya da 4 faiz artışı yapacağı fiyatlanmaktadır. ECB Aralık toplantısında pandemi dönemi devreye sokulan tahvil alımlarını 2022 Mart ayında noktalayacağını ancak rutin tahvil alım programına devam edeceğini açıklamıştır. Açıklanan program 2022 yılında ECB'nin tahvil alımlarını kademeli olarak azaltacağına işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda da Ekim Rapor döneminde hedef tolerans aralığının dışında olan tüketici enflasyonunun daha da yükseldiği görülmektedir (Grafik 2.1.8). Buna bağlı olarak, bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları politika faizlerini arttırmıştır. Ancak, birçok gelişmekte olan ülkede politika faizinin enflasyonun altında kalmaya devam ettiği görülmektedir. Diğer taraftan, 2021 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyette yavaşlama sinyalleri belirginleşen Çin'de 2022 yılı için açıklanan ekonomi programında istikrarlı ve makul büyümeyi destekleyici bir para politikası uygulanacağı ifade edilmiştir.

Grafik 2.1.7: Enflasyon Ana Eğilimi
(Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.1.8 Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)

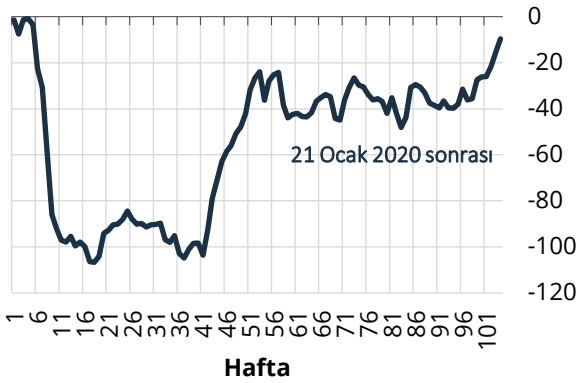


Kaynak: Bloomberg.

Gelişmekte olan ülkelere son dönemde hisse senedi piyasaları kaynaklı portföy girişleri gözlenmiştir.

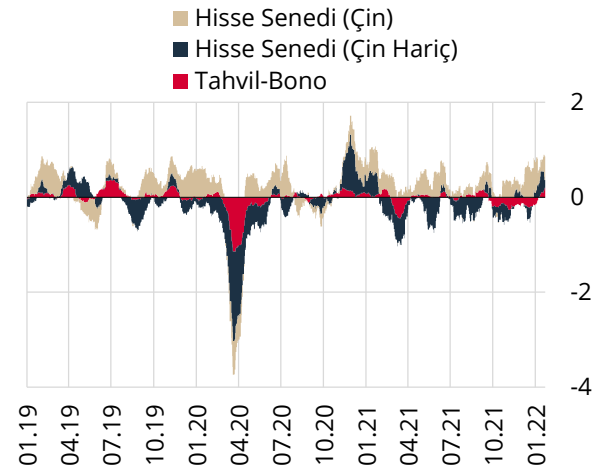
Kasım ayında başlayan giriş eğilimi son dönemde hızlanmıştır. Buna rağmen, salgın döneminde çıkan fonların geçen iki yıla karşın gelişmekte olan ülkelere bütünüyle geri dönmediği dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.9). Girişler hisse senedi piyasasına yönelik gerçekleşirken, geçtiğimiz dönemlerden farklı olarak Çin dışındaki hisse senedi piyasalarına da giriş olmuştur. Diğer taraftan yıl başından itibaren borçlanma senedi fonlarına da sınırlı giriş gözlenmektedir (Grafik 2.1.10). 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 2.1.9: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (Birikimli, Haftalık, Milyar ABD Doları)



Kaynak: IIF.

Grafik 2.1.10: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Hareketli Ortalama)

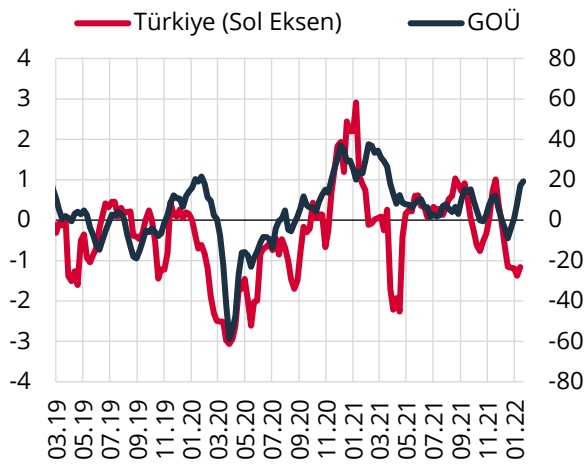


Kaynak: IIF.

2.2 Finansal Koşullar

Salgına yönelik kaygılardaki artışa rağmen küresel enflasyon görünümündeki bozulma ve gelişmiş ülke para politikalarında normalleşme sinyallerinin etkisiyle mevcut Rapor döneminde küresel risk iştahı gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri, hisse senedi piyasalarında devam ederken DİBS piyasalarında ise özellikle Kasım ayının ortalarından itibaren kayda değer çıkışlar gözlenmiştir. Bu süreçte Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri Kasım ayında hisse senedi piyasalarında devam ederken Aralık ayıyla birlikte hem DİBS hem de hisse senedi piyasalarından sermaye çıkışları gözlenmiştir (Grafik 2.2.1). Bu dönemde GOÜ risk primleri dalgalı seyrederken Türkiye'nin risk primi GOÜ risk primlerinden olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 2.2.2). Mevcut Rapor döneminde DİBS piyasasından 1,0 milyar ABD doları ve hisse senedi piyasasından 0,3 milyar ABD doları düzeyinde net yabancı çıkışı gözlenmiştir. Bu dönemde swap kanalıyla da portföy çıkışları gerçekleşmiş ve toplam portföy hareketlerine negatif yönde katkı sağlamıştır.

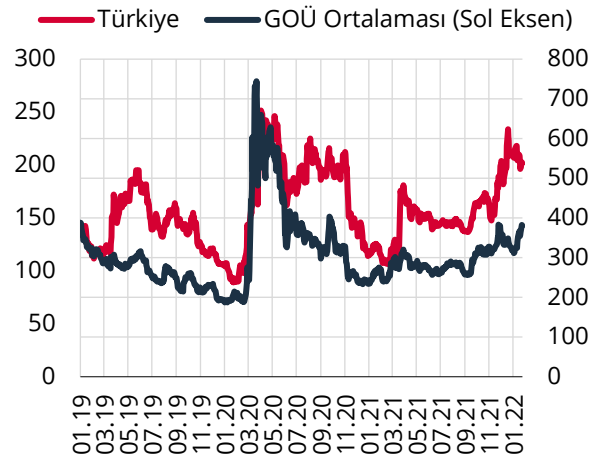
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri* (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, TCMB.

* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dahildir. 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)

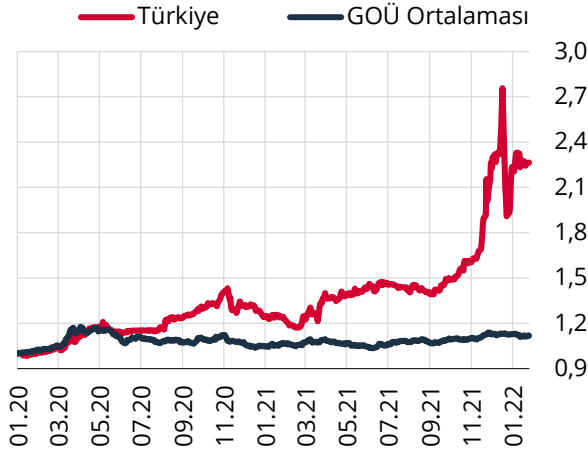


Kaynak: Bloomberg.

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

Dolar endeksindeki yükselişle birlikte GOÜ para birimleri ABD dolarına karşı sınırlı oranda değer kaybederken Türk lirası olumsuz ayrılmıştır (Grafik 2.2.3). Öte yandan, TCMB'nin döviz rezervlerindeki artış eğilimi mevcut Rapor döneminde tersine dönmüştür (Grafik 2.2.4).

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

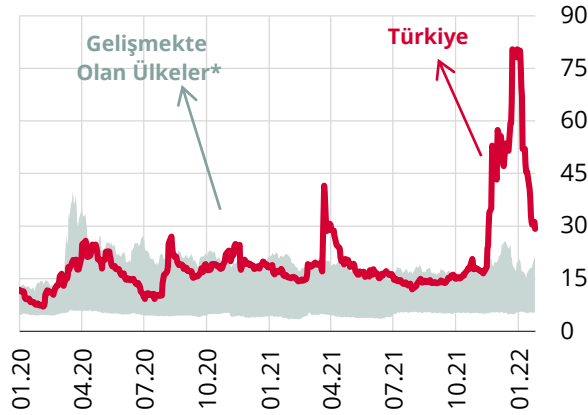


Kaynak: Bloomberg.

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

Gelişmekte olan ülkelerde opsiyonların ima ettiği döviz kuru oynaklıklarında artış gözlenmiştir. Türk lirasının kur oynaklığı ise Aralık ayından itibaren belirgin bir şekilde yükseldikten sonra Ocak ayında gerilese de diğer GOÜ para birimlerinin ima edilen oynaklıklarına kıyasla halen oldukça yüksek seviyelerde seyretmektedir (Grafik 2.2.5 ve Grafik 2.2.6).

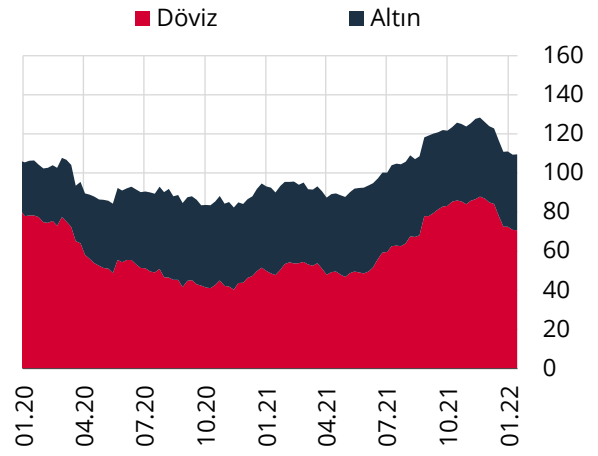
Grafik 2.2.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

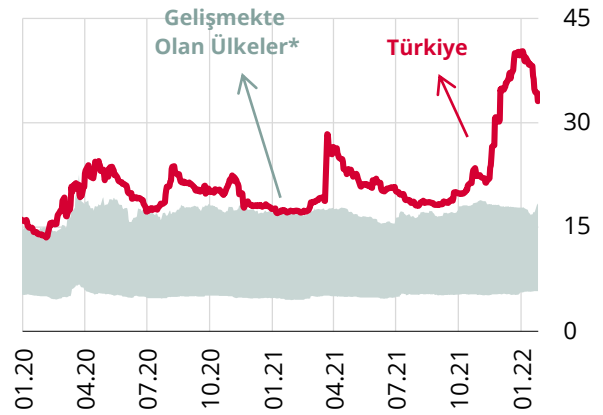
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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



Kaynak: TCMB.

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

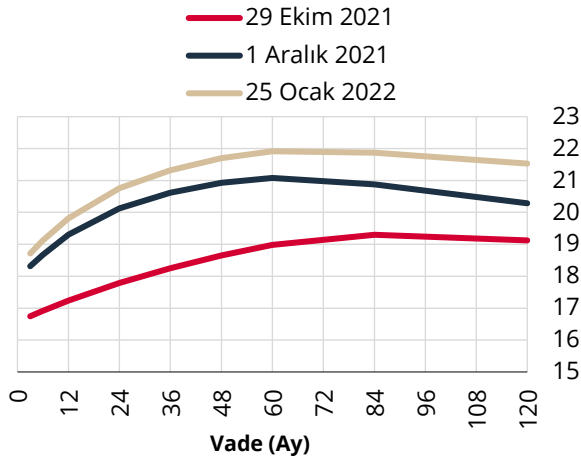


Kaynak: Bloomberg.

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

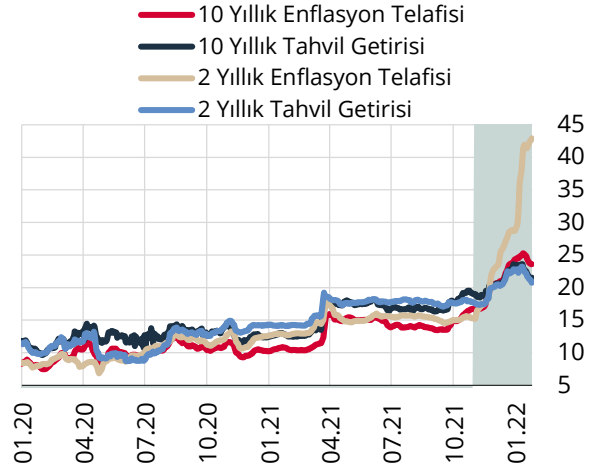
Risk primindeki yükseliş ve döviz kurunda gözlenen oynaklıkların etkisiyle enflasyon beklentileri ve DİBS getirileri yükselmiştir. Mevcut Rapor döneminde getiri eğrisi tüm vadelerde yukarı hareket etmiştir (Grafik 2.2.7). Gerçekleşen enflasyon verilerindeki yükseliş ve enflasyon görünümündeki bozulmanın yanı sıra enflasyon belirsizliğindeki artışların etkisiyle 2 yıllık enflasyon telafisi yüzde 40 seviyesini aşmıştır. Bununla birlikte kısa ve orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulmanın 10 yıllık enflasyon telafisine sınırlı oranda yansdığı gözlenmiştir (Grafik 2.2.8).

Grafik 2.2.7: DİBS Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

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

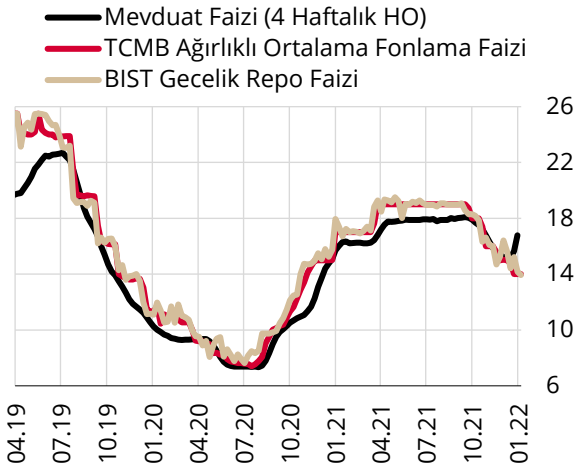


Kaynak: Bloomberg.

2021 yılının son çeyreğinde bankaların fonlama faizleri para politikasındaki gevşemeyle azalmıştır.

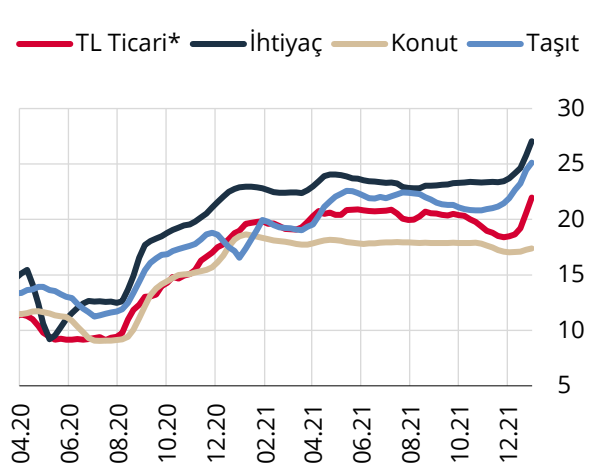
Politika faiz oranlarında yapılan indirimler neticesinde bankaların yurt içi fonlama maliyetleri azalmıştır. Bununla beraber, mevduat faiz oranları Aralık ayında Kur Korumalı Mevduat ürününün uygulamaya koyulması ile bir miktar artmış ve politika faizinden ayrılmıştır (Grafik 2.2.9 ve Kutu 2.1). İhtiyaç kredisi dışındaki kredi faiz oranları bu Rapor döneminde politika faizindeki indirimlere eşlik etmiş, daha sonra yükselen mevduat faizleriyle birlikte değişen oranlarda yükseliş göstermiştir (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, %)

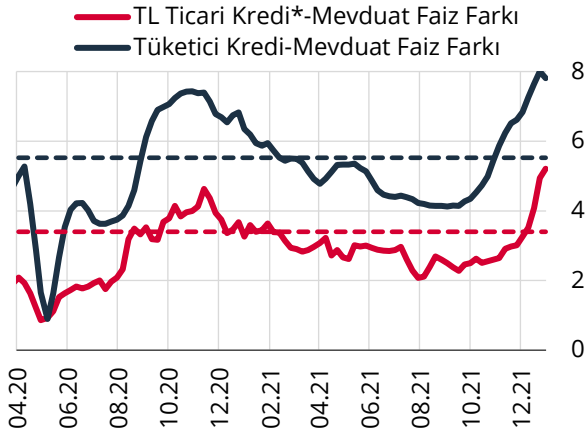


Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

Bankaların kredi verme eğilimini yansıtan kredi-mevduat faiz farkı bir önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmiştir.

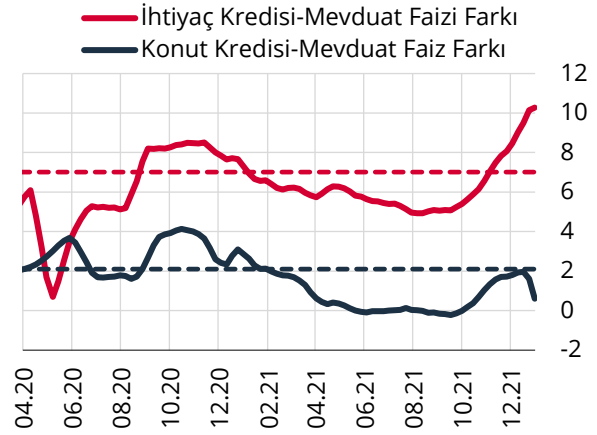
Ticari ve tüketici kredileri ayırımında kredi-mevduat faiz farkları kredi faizlerinin mevduat faizlerine göre daha fazla yükselmesiyle artış göstermiştir (Grafik 2.2.11). Toplam tüketici kredilerinin çoğunluğunu oluşturan ihtiyaç kredisi ile mevduat faiz farkındaki artış daha güçlü olurken, konut kredisi mevduat faiz farkı geçmiş yıllar ortalamalarının altında seyrini sürdürmektedir (Grafik 2.2.12). Artan kredi faizleri yeni kredi talebini, kredi/mevduat faiz farkının yukarı yönlü seyri kredi arzını sınırlamaktadır.

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.

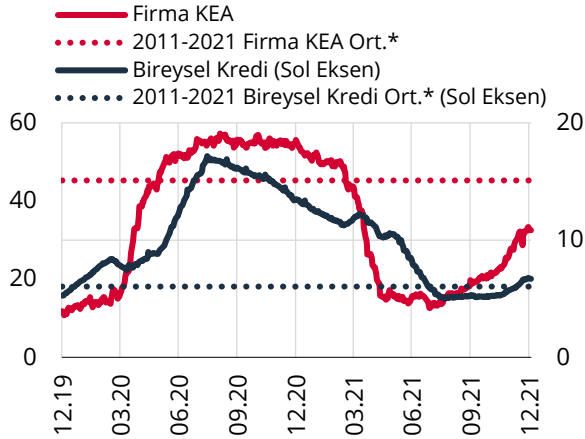
Grafik 2.2.12: Kredi-Mevduat Faiz Farkı* (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Ortalama, %)

Kaynak: TCMB.

* Kesikli çizgiler ilgili serinin 2012-2019 ortalamasını göstermektedir.

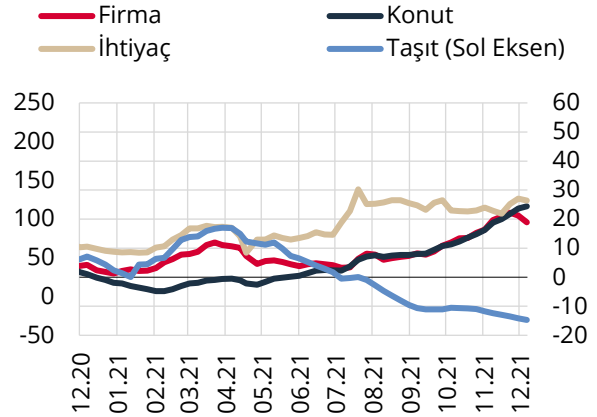
2021 yılının son çeyreğinde firmalara verilen kredilerdeki artış kredi büyümesinde belirleyici rol oynamıştır.

Dördüncü çeyrekte kredi büyüme hızı reel ve nominal faizlerdeki düşüşün verdiği destekle tarihsel ortalamalara yakınsamıştır. 2021 yıl sonu itibarıyla kur etkisinden arındırılmış ticari kredi ve tüketici kredisi büyüme hızı sırasıyla yüzde 10,9 ve yüzde 20,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.13). Firma ve konut kredileri ivmelenirken ihtiyaç kredisi büyümesi yatay seyretmeye devam etmiştir. Taşıt kredileri ise artan kur oynaklığı ile çeyreklik bazda gerileme kaydetmiştir (Grafik 2.2.14).

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

Kaynak: TCMB.

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

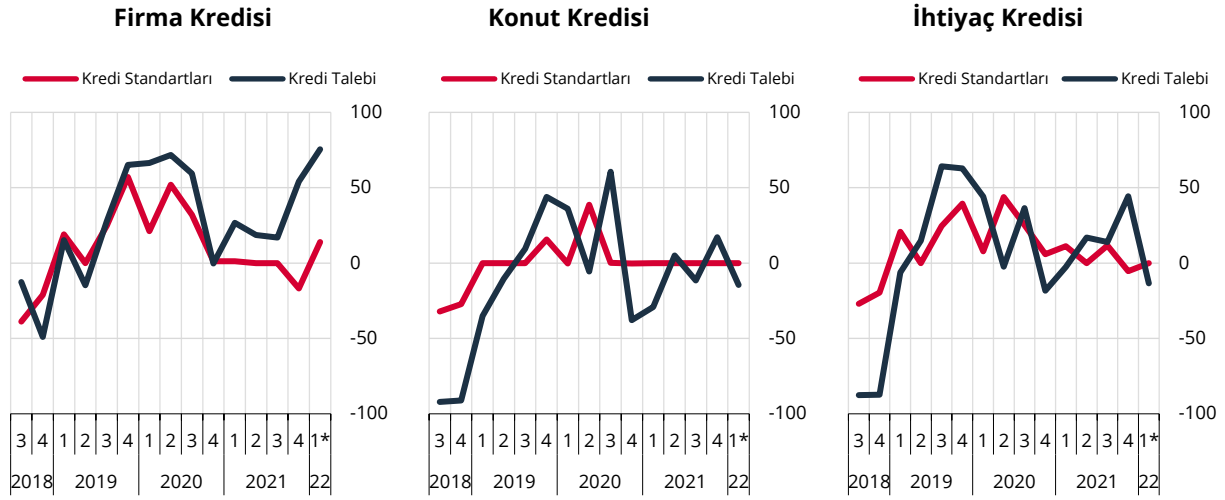
Grafik 2.2.14: Kredi Türüne Göre Büyüme Oranları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Büyüme, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)

Kaynak: TCMB.

Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre 2021 yılı dördüncü çeyreğinde firma, ihtiyaç ve konut

kredilerine yönelik kredi talebi artmıştır (Grafik 2.2.15). Firma kredilerine yönelik talepteki artış büyük ölçüde finansman ihtiyaçları ve peşin alımlarında uygulanan iskontolardan kaynaklanmıştır. Bu dönemde bankaların firma ve ihtiyaç kredileri standartları sıkılaştırmış, konut ve taşıt kredi standartları ise aynı kalmıştır. Firma kredileri alt kırılımlarında uzun vadeli ve YP cinsi kredilerdeki standartların sıkılaştığı, kısa vadeli TP cinsi kredilerde standartların gevşediği gözlenmiştir. Kredi standartlarında sıkılaştırıcı başlıca etkenler genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler, sermaye yeterliliği ile ilgili kısıtlar ve endüstriye ya da firmalara ilişkin görünüm olmuştur. Bankalarca 2022 yılı ilk çeyreğinde firma ve bireysel kredi talebinde artış öngörülmektedir. Kredi standartlarının firma kredilerinde gevşetici yönde gerçekleşmesi, bireysel kredilerde ise aynı kalması beklenmektedir.

Grafik 2.2.15: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



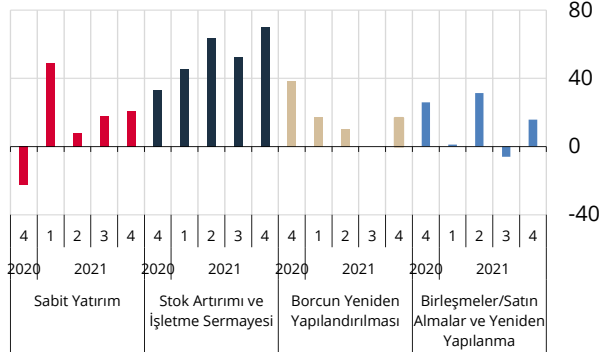
Kaynak: TCMB.

* 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 artışı) ifade etmektedir.

Dördüncü çeyrekte yatırımlar kredi talebini artış yönünde etkilemeye devam etmektedir. 2021 yılı dördüncü çeyrekte, stok artırımı ve işletme sermayesi ihtiyacı kredi talebine en güçlü katkı veren faktör olmuştur. Bununla beraber, sabit yatırımlar, peşin alımlardaki kolaylıklar ve borcun yeniden yapılandırılması kredi talebini etkileyen diğer unsurlar olmuştur (Grafik 2.2.16). Sabit yatırım amaçlı kredi talebine ilişkin dördüncü çeyrek gerçekleşmeleri yatırım harcama eğiliminin üçüncü çeyreğe göre arttığını ima etmektedir (Grafik 2.2.17). Diğer yandan, sabit yatırımlar ile ilişkili olabilecek uzun dönemli ve yabancı para firma kredi standartları sıkılaşmaya devam etmiştir. Bankalar, 2022 yılının birinci çeyreğinde yabancı para ve uzun vadeli kredi standartlarındaki sıkılaşmanın devam etmesini beklemektedir. 2022 yılı birinci çeyreğine dair beklentiler sabit yatırım amaçlı kredi talebindeki güçlenmenin sınırlı kalabileceğine işaret etmektedir.

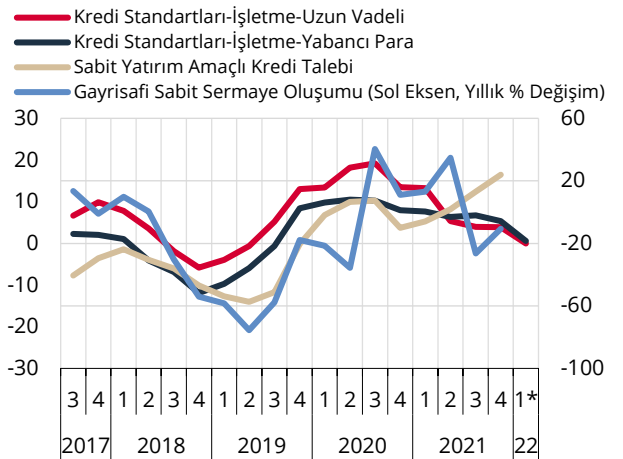
Grafik 2.2.16: Firmaların Kredi Talebini En Fazla Etkileyen Alt Faktörler (%)



Kaynak: TCMB BKEA.

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

Grafik 2.2.17: Sabit Yatırımın Kredi Talebine Etkisi ve Sabit Sermaye Oluşumu



Kaynak: TCMB BKEA, TÜİK.

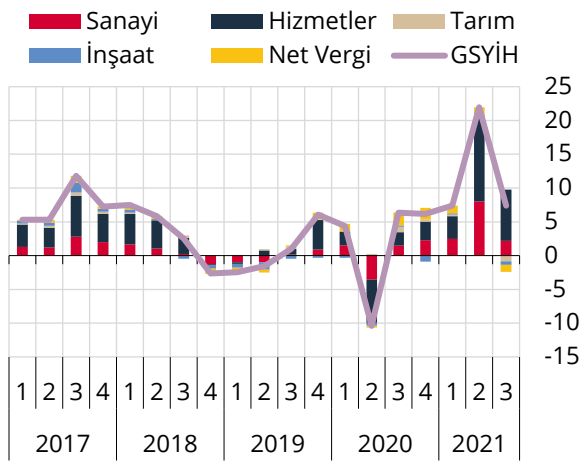
* Bankaların beklentisini göstermektedir.

Not: Sabit Yatırım Amaçlı Kredi Talebi kredi talebini etkileyen faktörler arasındadır. Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu GSYİH içindeki zincirlenmiş endeks değerlerinden hesaplanmıştır. 2021 dördüncü çeyrek verisi tahmini değerdir.

2.3 İktisadi Faaliyet

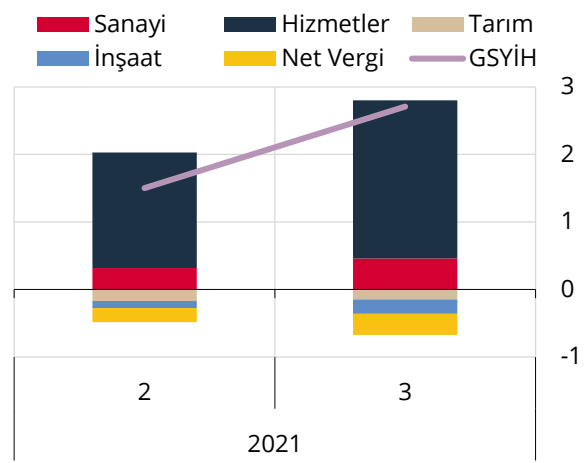
İktisadi faaliyet, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde aşılamadaki güçlü ivme ile birlikte kısıtlamaların hafifletilmesi ve turizm faaliyetindeki toparlanma eğiliminin belirginleşmesiyle kuvvetli seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde, milli gelir yıllık bazda yüzde 7,4 oranında artarken, çeyrekte çeyreğe büyüme yüzde 2,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.1). Üretim yönünden değerlendirildiğinde, sanayi ve hizmetler sektörü yıllık ve dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi olurken, inşaat ve tarım sektörleri dönemlik büyümeyi sınırlamıştır (Grafik 2.3.2). Harcama yönünden bakıldığında ise dönemlik büyümenin ana belirleyicisi yurt içi talep olmuştur. İç talebin artan katkısı açılımla beraber salgından daha çok etkilenen sektörlerdeki toparlanmaya da bağlı olarak özel tüketim harcamalarından gelmiştir (Grafik 2.3.4). Makine-teçhizat yatırımları yıllık bazda yüzde 17,5 oranında artarak yüksek büyüme eğilimini korumuştur. Dönemlik bazda hem ihracatta hem de ithalatta artış gerçekleşmiş, net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı 0,1 yüzde puan ile sınırlı kalırken yıllık büyümeye katkısı 6,8 yüzde puan olmuştur (Grafik 2.3.3 ve Grafik 2.3.4).

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



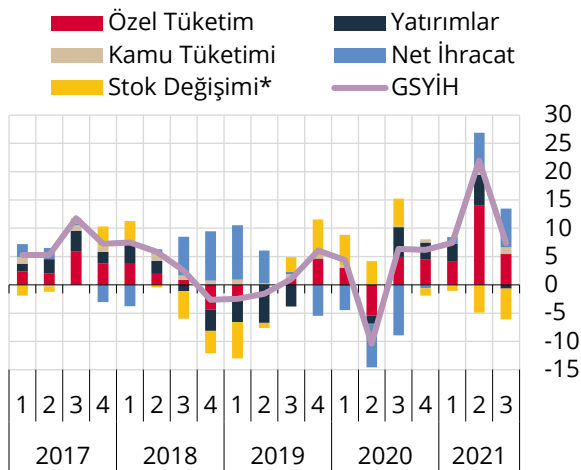
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

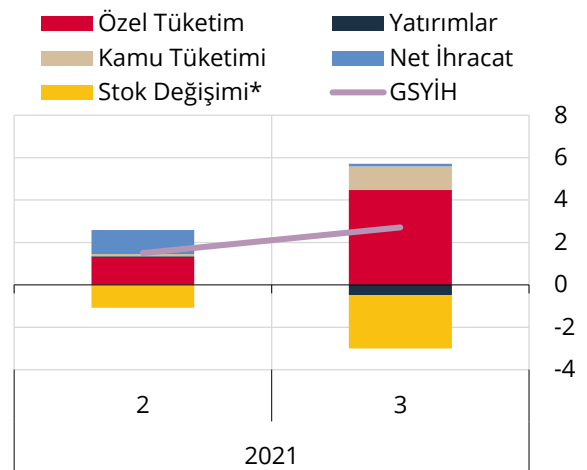
Grafik 2.3.3: GSYİH Yıllık Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

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

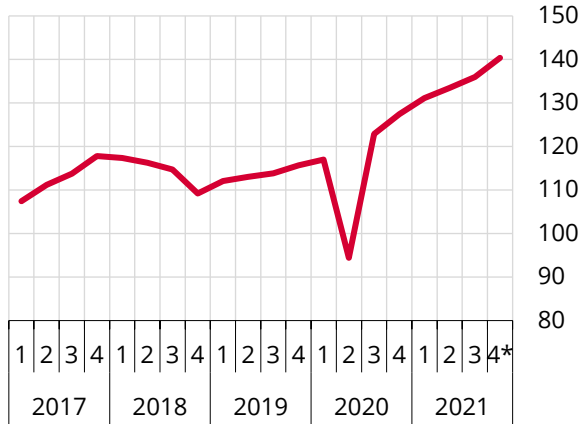


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

Son çeyreğe ilişkin göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin, hem dış talep hem de iç talebin desteğiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla yüzde 0,7 ve 3,3 oranında artış kaydetmiştir. Böylelikle Sanayi Üretim Endeksi Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyreğe göre yüzde 3,2 oranında artarak dördüncü çeyrekte de yükseliş eğilimini korumuştur (Grafik 2.3.5). Özellikle yurt dışı ciro endekslerinin yüksek seviyelerini koruması yurt dışı talebin sanayi üretimini dördüncü çeyrekte de desteklemeye devam ettiği yönünde değerlendirilmektedir (Grafik 2.3.6 ve Kutu 2.2).

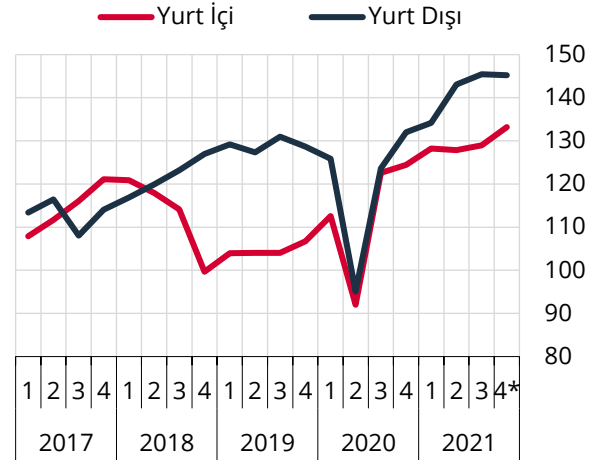
Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

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

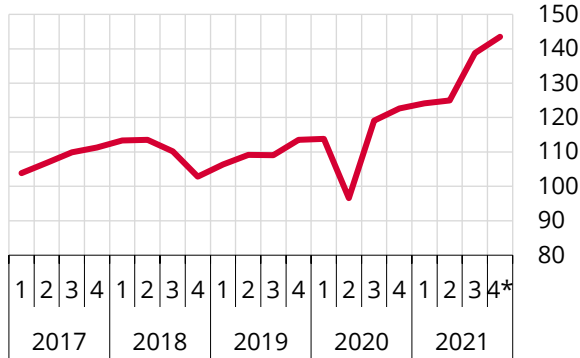


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

Aşılamanın toplumun geneline yayılması salgından olumsuz etkilenen hizmetler ile turizm ve bağlantılı sektörlerin gücünü korumasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Perakende satış hacim endeksi turizm bağlantılı kalemlerin desteğiyle artışını sürdürmektedir (Grafik 2.3.7). Aşılamadaki güçlü ivme ile birlikte kısıtlamaların hafifletilmesi, turizm faaliyeti ve ilgili hizmet kalemlerindeki toparlanma eğiliminin belirginleşmesinde rol oynamıştır. Nitekim kartla yapılan harcamalara ilişkin verilere göre, salgından daha çok etkilenen hizmet sektörlerinde artış oranları daha yüksektir (Grafik 2.3.8). Diğer taraftan, kartla yapılan harcamalarda Aralık ayında sınırlı bir ivme kaybı gözlenmekle birlikte yüksek seviyeler korunmaktadır.

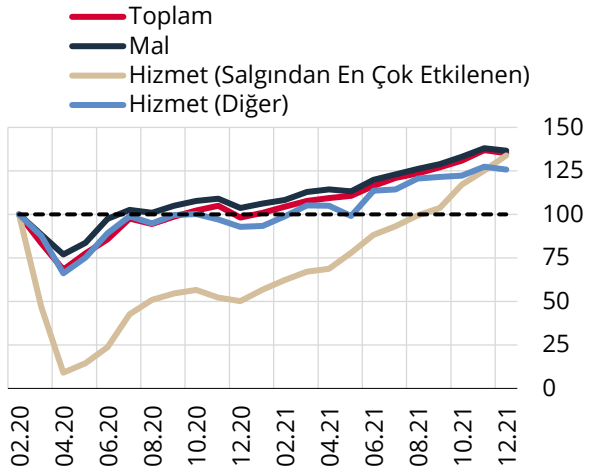
Grafik 2.3.7: Perakende Satış Hacim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

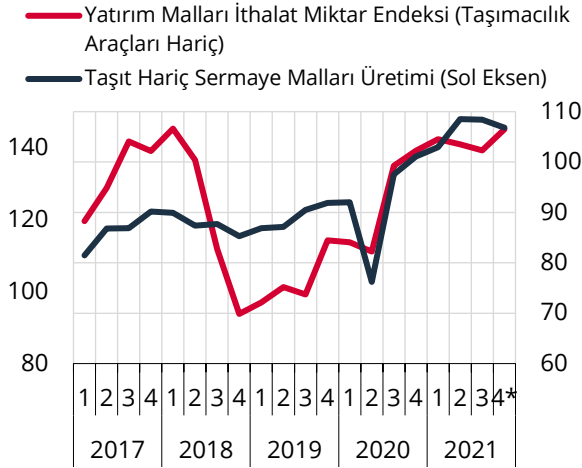
Grafik 2.3.8: Kartla Yapılan Harcamalar (Mevsimsellikten Arın., Reel, Şubat 2020=100)



Kaynak: TCMB.

Yatırım eğilimlerindeki yüksek seviyeler yılın son çeyreğinde korunmaktadır. Tedarik sorunlarının üretim üzerinde sınırlayıcı olduğu taşıt sektörü dışlandığında Kasım ayı itibarıyla dış ticaret ve üretim endeksleri yılın son çeyreğinde sabit sermaye malları talebinin güçlü seyrettiğini teyit etmektedir (Grafik 2.3.9). Bu dönemde, imalat sanayi kapasite kullanım oranı salgın öncesi seviyesinin de üzerinde çıkmıştır (Grafik 2.3.10). Söz konusu ilave kapasite ihtiyacının önümüzdeki dönemde de yatırım talebini destekleyebilecek bir unsur olduğu değerlendirilmektedir.

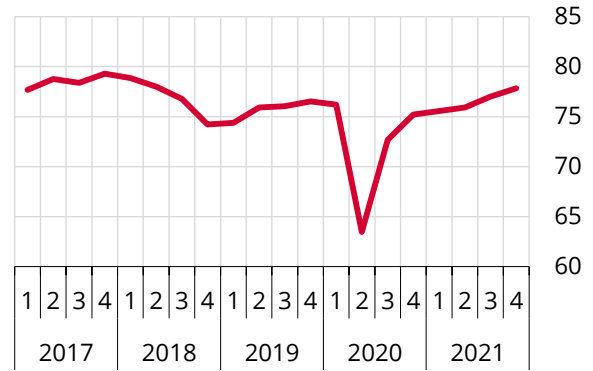
Grafik 2.3.9: Sermaye Malları Üretimi ve İthalat Miktar Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ayları ortalamasıdır.

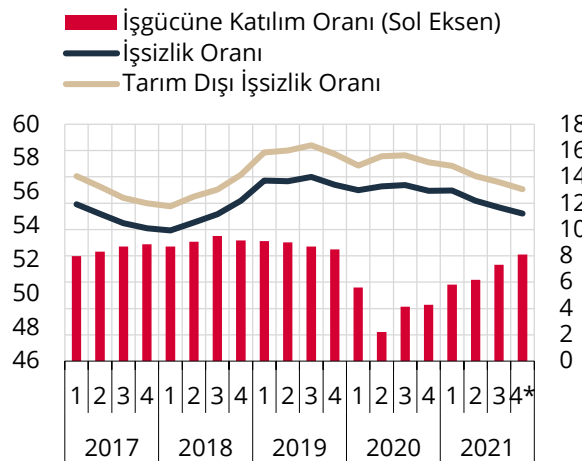
Grafik 2.3.10: Kapasite Kullanım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

İşgücü piyasasındaki iyileşme iktisadi faaliyet görünümüyle uyumlu olarak devam etmiştir. Ekim ve Kasım aylarının ortalamaları dikkate alındığında, bir önceki çeyreğe kıyasla, toplam ve tarım dışı işsizlik oranları 0,5'er puan azalarak sırasıyla yüzde 11,2 ve yüzde 13,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.11). Söz konusu dönemde, üçüncü çeyrekte de olduğu gibi işsizlik oranlarındaki düşüş istihdam artışıyla sağlanırken, katılım oranındaki artış işsizlik oranındaki düşüşü sınırlamıştır (Grafik 2.3.12).

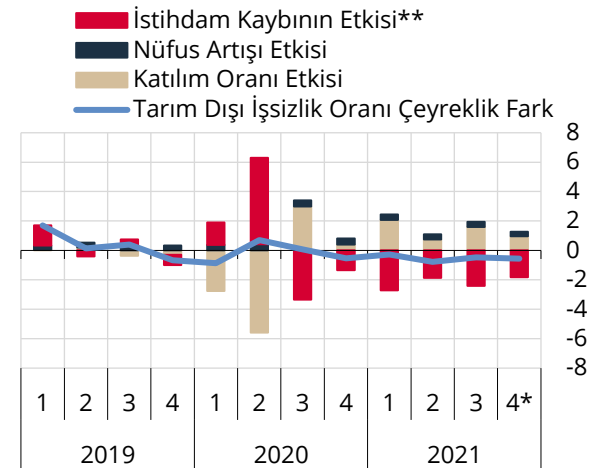
Grafik 2.3.11: İşsizlik Oranları ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım aylarının ortalamasıdır.

Grafik 2.3.12: Tarım Dışı İşsizlik Oranı Değişimine Katkıları (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

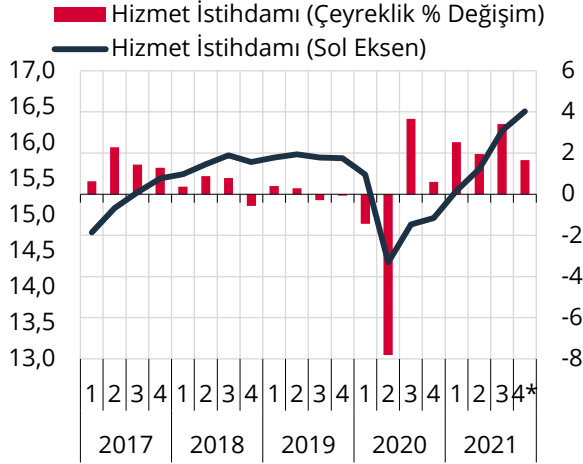
* Ekim-Kasım aylarının ortalamasıdır.

** İstihdam kaybının etkisinin eksi değer alması istihdam artışı olduğuna işaret etmektedir.

Dördüncü çeyrekte sanayi istihdamı güçlü seyreden ihracatın desteğiyle, hizmet istihdamı ise turizmdeki olumlu seyirle birlikte artış kaydetmiştir. Tarım dışı istihdam, tüm alt sektörlerin katkısıyla Ekim-Kasım ayları itibarıyla üçüncü çeyreğe göre yüzde 2,1 oranında artmıştır. Bu dönemde, sanayi istihdamındaki artış (yüzde 3,3), hizmetler ve inşaat sektörleri istihdamındaki artışlara (sırasıyla yüzde 1,7 ve yüzde 2,0) kıyasla daha kuvvetli gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.13 ve Grafik 2.3.14).

Grafik 2.3.13: Hizmet İstihdamı

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)

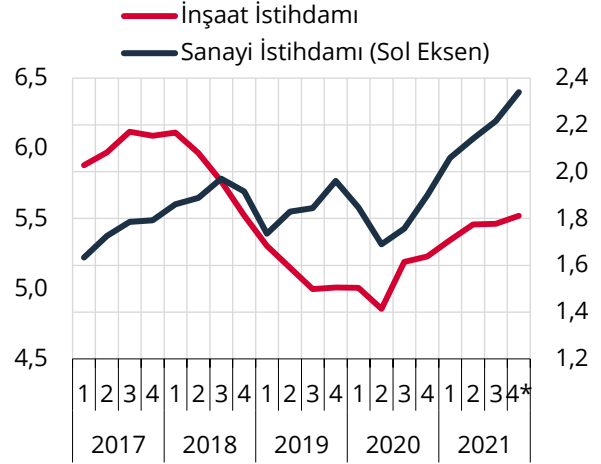


Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım aylarının ortalamasıdır.

Grafik 2.3.14: Sanayi ve İnşaat İstihdamı

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

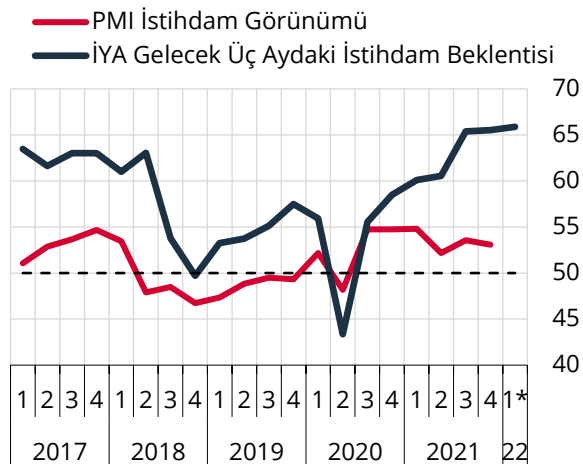
* Ekim-Kasım aylarının ortalamasıdır.

Anket göstergeleri imalat sanayinde istihdam beklentilerinin yüksek seviyelerde seyrettiğine işaret

etmektedir (Grafik 2.3.15). Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde istihdam artışının devam edeceği öngörülmektedir. Benzer şekilde, Kariyer.net'ten alınan ve işsizlik oranı ile yakın seyreden ilan başına başvuru endeksi de düşüş eğilimindedir (Grafik 2.3.16). Bununla birlikte, asgari ücret ve diğer ücretlerde beklenen yüksek oranlı artışlar başta kayıtlı istihdam olmak üzere işgücü piyasası üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.15: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi**

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Arttı-Azaldı)



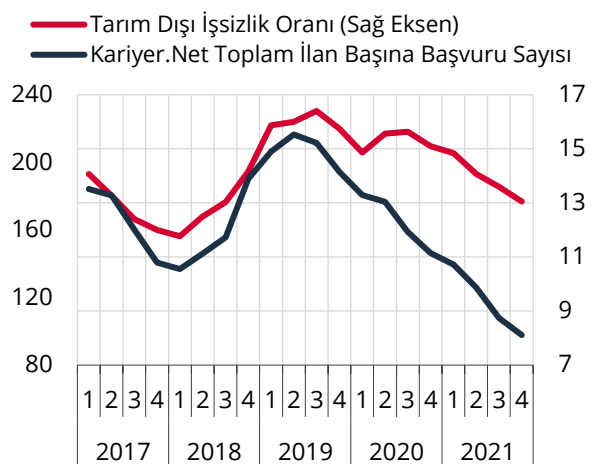
Kaynak: IHS Markit, TCMB.

* Ocak ayı itibarıyla.

** İYA göstergesi PMI ile uyumlu olarak nötr seviyesi 50 olacak şekilde ayarlanmıştır.

Grafik 2.3.16: Kariyer.net Toplam İlan Başına Başvuru Sayısı ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı

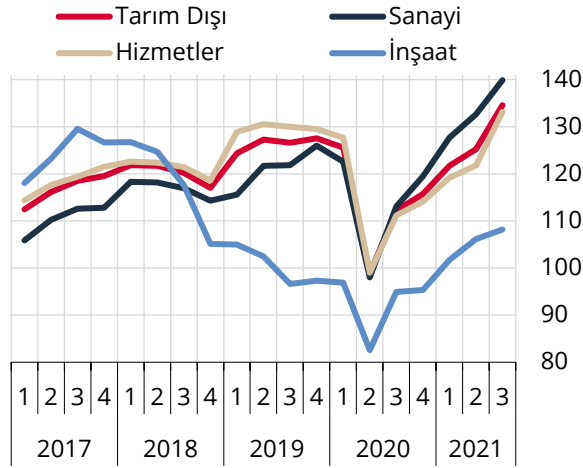
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: Kariyer.net, TÜİK.

2021 yılında özellikle sanayi sektöründe toplam ücret ödemeleri harcanabilir gelir kanalıyla iç talebi desteklemiştir (Grafik 2.3.17). 2022 yılı için brüt asgari ücret 5.004 TL, net asgari ücret 4.253,4 TL olarak belirlenmiş; böylece, asgari ücret yüzde 50,5 oranı ile kayda değer bir artış göstermiştir (Grafik 2.3.18). Ayrıca, ücret gelirlerinin asgari ücrete kadar kısmı için gelir ve damga vergisi istisnası açıklanmıştır. Asgari ücretteki yüksek oranlı artış ve diğer ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyona endeksleme davranışının belirgin olması nedeniyle 2022 yıl genelinde nominal ücret artış oranının bir önceki yıla kıyasla daha yüksek gerçekleşmesi beklenmektedir.

Grafik 2.3.17: Toplam Ücret Ödemeleri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100, Reel**)

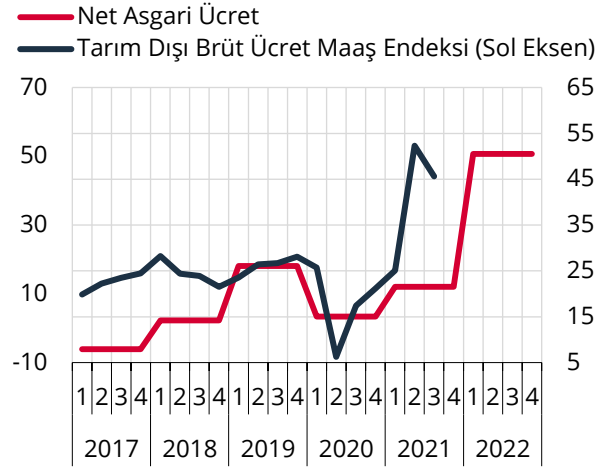


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* HİA istihdam*Reel kişi başı ücret.

** Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

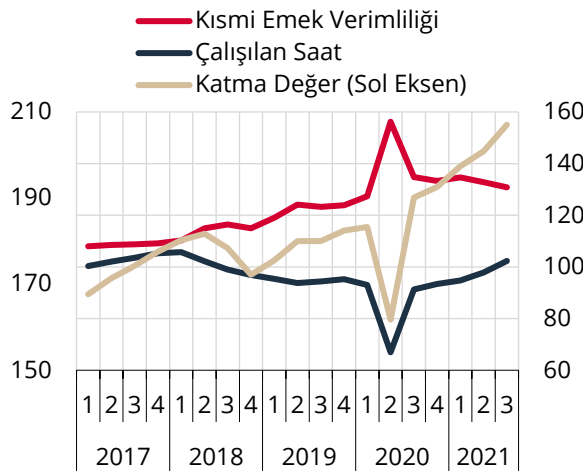
Grafik 2.3.18: Tarım Dışı Brüt Ücret Maaş Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, 2015=100, Yıllık % Değişim)



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

2021 yılının ilk dokuz aylık döneminde tarım dışı sektörde reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) yükselmiştir. Çalışılan saat başı kısmi emek verimliliği sınırlı bir oranda düşerken reel çalışılan saat başı ücretin artışıyla reel birim ücretler de artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.19 ve Grafik 2.3.20). Asgari ücret zammı, işgücü piyasası koşulları ve geçmiş enflasyon başta olmak üzere toplam ücretlerin temel belirleyicilerine ilişkin görünüm değerlendirildiğinde, 2022 yılında öngörülen reel birim işgücü maliyetlerinin, bir önceki Rapor dönemine göre, enflasyonu artırıcı etkide bulunacağı tahmin edilmektedir.

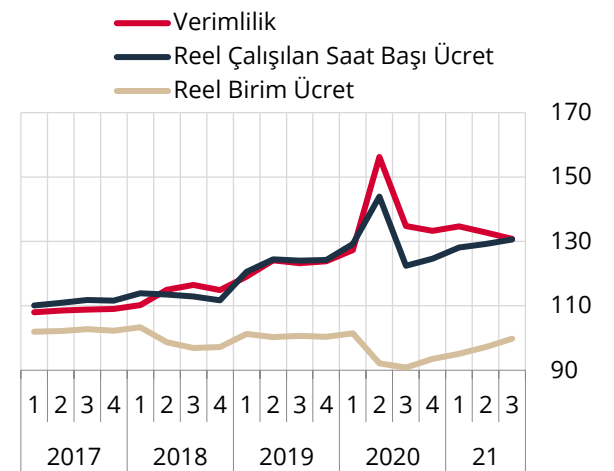
Grafik 2.3.19: Tarım Dışı Çalışılan Saat Başlı Kısmi Emek Verimliliği* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Verimlilik (Katma Değer/Çalışılan Saat).

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

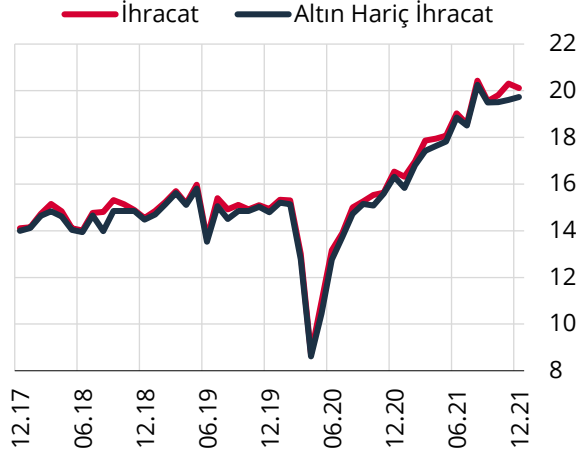


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Saat Başlı Ücret/Verimlilik.

İhracat, 2021 yılının son çeyreğinde artış eğilimini korumaktadır. Böylece ihracat, 2020 yılının ikinci yarısından itibaren yakaladığı artış trendini 2021 yılının son çeyreğinde de sürdürmüştür (Grafik 2.3.21). Aynı dönemde altın ihracatında belirgin yükseliş gözlenmiştir. Geçici verilere göre 2021 yılında ihracat yıllık bazda yüzde 33 oranında artarak 225,4 milyar ABD doları civarında gerçekleşmiştir. İhracatın son dönemlerdeki güçlü görünümüyle birlikte ivme kazanan Türkiye'nin dünya ihracatındaki payı Ekim ayı itibarıyla görece yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.22).

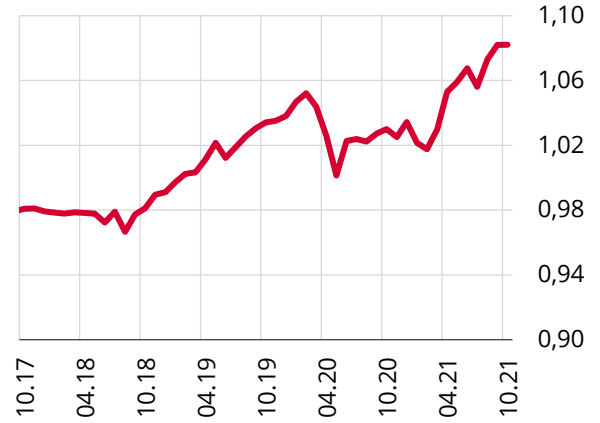
Grafik 2.3.21: İhracat* (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, Ticaret Bakanlığı, TÜİK.

* Aralık ayı geçici veridir.

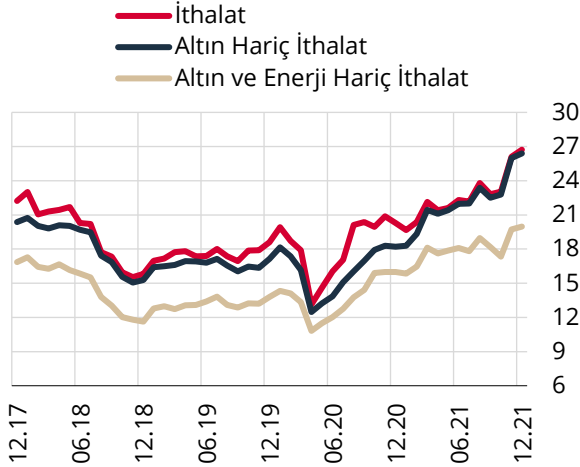
Grafik 2.3.22: Türkiye'nin Dünya İhracatındaki Payı (Altın Hariç, 12 Aylık Birikimli, %)



Kaynak: CPB, DTÖ, TÜİK.

Bu dönemde, reel kurda gözlenen düşüğe rağmen iktisadi faaliyetin nispeten güçlü seyri ve enerji fiyatlarındaki artışın etkisiyle ithalat yükselmiştir. Son çeyrekte altın hariç ithalat, bir önceki çeyreğe göre yüzde 10,7 ile yüksek oranda artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.23). Böylelikle ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 80'lerin altına inmiş ancak tarihsel ortalamasının üzerindeki seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.3.24). Mal grupları bazında, tüketim malları ithalatı dördüncü çeyrekte azalmış, yatırım ve özellikle ara malları ithalatı ise yükselmiştir. Bu dönemde enerji fiyatlarındaki belirgin artış altın hariç ithalattaki artışın temel belirleyicisi olmuştur (Mercek Altı 2.1). Geçici verilere göre 2021 yılı toplam ithalatı ise 271,4 milyar ABD doları civarında gerçekleşmiştir.

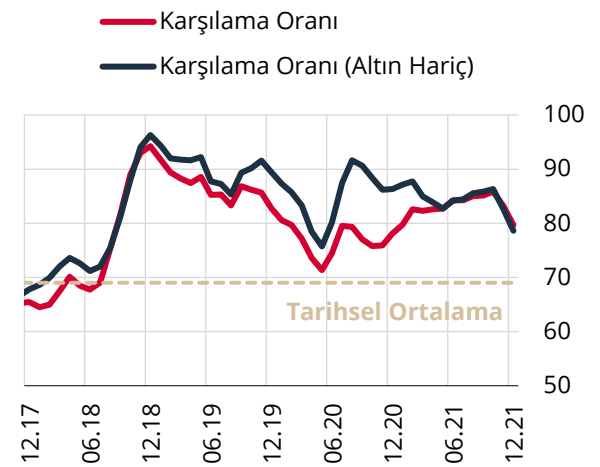
Grafik 2.3.23: İthalat* (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, Ticaret Bakanlığı, TÜİK.

* Aralık ayı geçici veridir.

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



Kaynak: TCMB, Ticaret Bakanlığı, TÜİK.

* Aralık ayı geçici veridir.

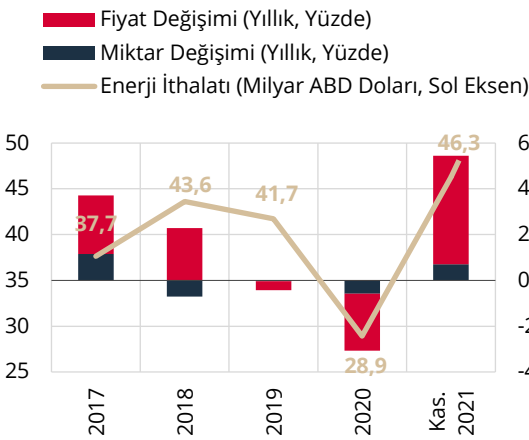
Mercek Altı 2.1

Enerji Fiyatlarındaki Artışın Cari Dengeye Yansıması

2021 yılında küresel talepteki toparlanma ile birlikte enerji fiyatlarındaki yükseliş, enerji faturasında artışı beraberinde getirmiştir. Salgın sonrası dönemde küresel çapta enerji talebindeki artışa paralel olarak enerji fiyatları yukarı yönlü bir eğilim izlemiştir, 2021 yılının ikinci yarısında söz konusu artışlar hız kazanmıştır. Bu dönemde fiyat artışları enerji ithalatındaki yükselişin de temel belirleyicisi olmuştur. Fiyat ve miktar bileşenleri ayrıştırıldığında, 2021 yılı Kasım ayı itibarıyla 46,3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen yıllıklandırılmış enerji ithalatının bir önceki 12 aylık döneme kıyasla ortalama yüzde 54,4 oranında artış kaydettiği, söz konusu artışın 47,4 yüzde puanının fiyat kaynaklı, 7 yüzde puanının miktar kaynaklı olduğu görülmektedir (Grafik 1).

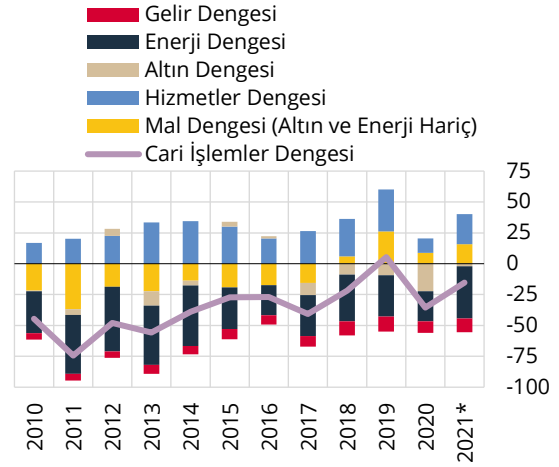
Enerji fiyatlarındaki yükseliş ithalatın artmasında belirgin rol oynarken, cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi de sınırlamaktadır. Ticaret Bakanlığı'nca açıklanan en güncel dış ticaret verilerine göre 2021 yılında enerji ithalatı 50,5 milyar dolara, enerji kaynaklı dış ticaret açığı ise 42,3 milyar dolara yükselmiştir (Grafik 2). İktisadi faaliyetin güçlü seyri yanında, ısınma ihtiyacının arttığı yılın son çeyreğinde enerji alt kalemlerinde gözlenen yüksek oranlı ithalat fiyat artışları, ithalat faturasının kayda değer şekilde yükselmesine neden olmuş ve cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi sınırlamıştır. 2022 yılının ilk çeyreğinde de artan fiyatların enerji talebini sınırlama ihtimalinin, iktisadi faaliyetin gücünü koruması ve kış ayları süresince ısınma ihtiyacının yüksek olması nedeniyle düşük kalacağı beklenmekte ve cari işlemler dengesi üzerinde enerji fiyatları kaynaklı aşağı yönlü baskının süreceği değerlendirilmektedir.

Grafik 1: Enerji İthalatındaki Değişimin Bileşenleri (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK.

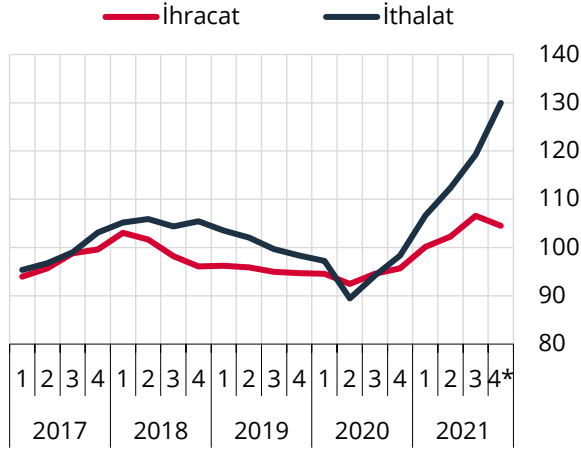
Grafik 2: Cari İşlemler Dengesi Bileşenleri (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TB, TCMB.

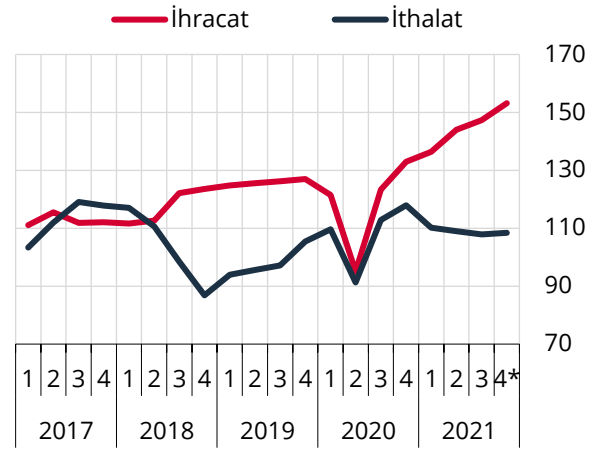
* 2021 Aralık ayına ilişkin altın ve enerji dengesi verileri geçici olup, diğer değerler tahmindir.

Dış ticaretteki reel dengeleme Kasım ayında yavaşlamakla birlikte devam etmektedir. Dış ticaret hadlerindeki bozulma trendi son çeyrekte de sürmüştür ve cari işlemler dengesini olumsuz etkilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.25). Fiyat etkileri dışlandığında, küresel talepteki toparlanma ve reel kurun seviyesine bağlı olarak ihracat miktarı artış eğilimini korurken ithalat miktarı yatay seyretmiş ve reel dengeleme süreci devam etmiştir (Grafik 2.3.26 ve Kutu 2.3). Reel kurdaki düşüşün etkilerinin gecikmeli yansıdığı da dikkate alındığında ithalat miktarının nispeten gücünü korumasının, iktisadi faaliyetin seyri ve özellikle ara malı ithalatında talebin kısmen de olsa öne çekilmesinden kaynaklanmış olabileceği değerlendirilmektedir.

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

Kaynak: TÜİK.

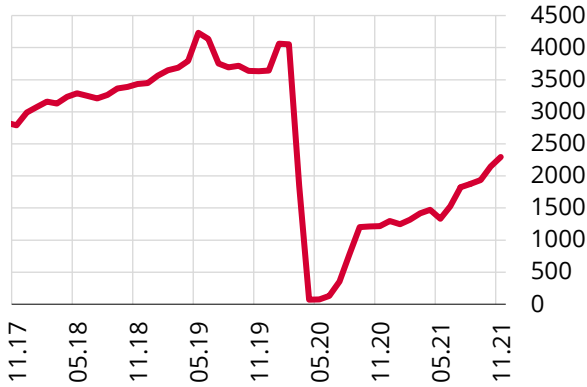
* Ekim-Kasım ortalamasıdır.

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

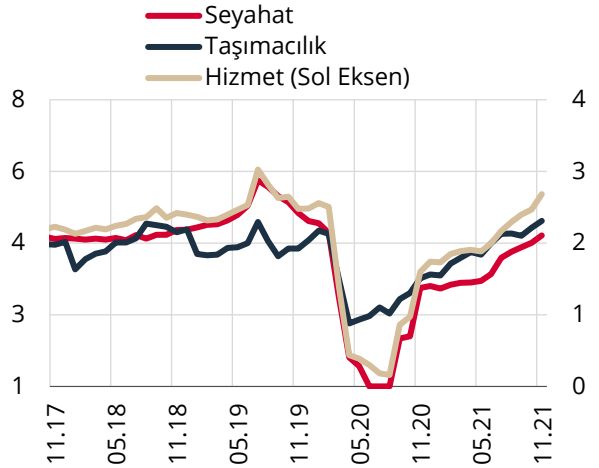
Kaynak: TÜİK.

* Ekim-Kasım ortalamasıdır.

Son çeyrekte yabancı ziyaretçi sayısındaki toparlanma sürmüştür ve hizmet gelirleri salgın öncesi seviyelerine ulaşmıştır. Aşılamanın yaygınlaşmasını takiben seyahat kısıtlamalarının büyük oranda sonlandırılması veya gevşetilmesiyle başlayan turist sayısındaki artış yılın son çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 2.3.27). Aynı dönemde seyahat ve taşımacılık gelirlerinde daha hızlı bir toparlanmanın gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.3.28). Buna paralel olarak hizmet gelirleri de hızlı biçimde toparlanmış ve salgın öncesi seviyelerini yakalayarak cari işlemler dengesine olumlu katkı yapmıştır.

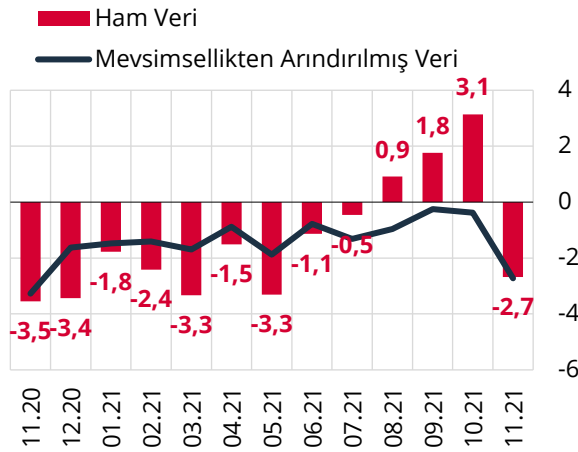
Grafik 2.3.27: Turist Sayısı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Bin Kişi)

Kaynak: TCMB.

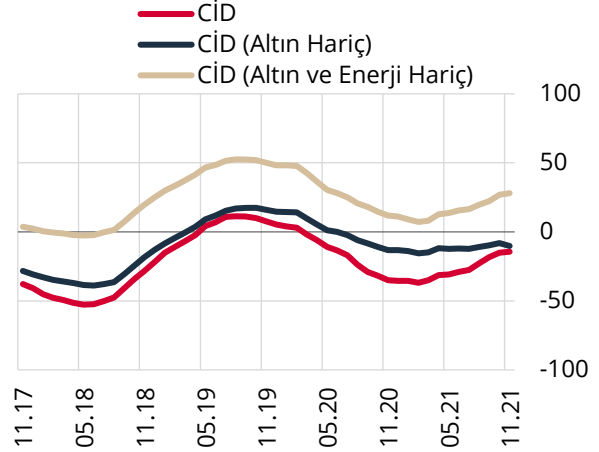
Grafik 2.3.28: Hizmetler Gelirleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

İhracattaki artışın sürmesi ve hizmet gelirlerindeki güçlü toparlanmaya rağmen ithalattaki belirgin artışın etkisiyle cari işlemler dengesi Kasım ayında açık vermiştir. İhracattaki güçlü görünüm ve hizmet gelirlerindeki toparlanmanın öncülüğünde mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler dengesinde gözlenen iyileşme eğilimi, ithalat talebindeki artışla Kasım ayında sonlanmış ve cari denge kötüleşmiştir (Grafik 2.3.29). Diğer taraftan, daha uzun dönemli eğilimi gösteren 12 aylık birikimli cari dengesindeki iyileşme Kasım ayında devam etmekle birlikte bir miktar ivme kaybetmiştir (Grafik 2.3.30). Altın ve enerji hariç bakıldığında yıllık cari dengesindeki iyileşme sürerken altın hariç cari dengede enerji ithalatı kaynaklı düşüş görülmektedir.

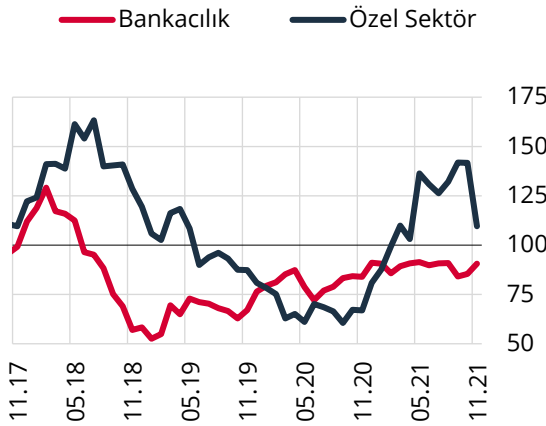
Grafik 2.3.29: Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

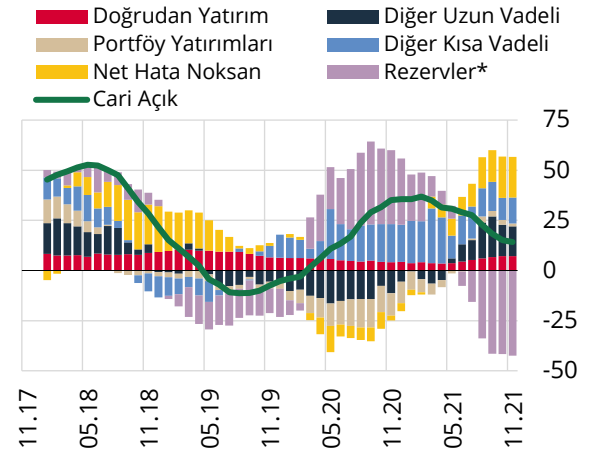
Grafik 2.3.30: Cari İşlemler Dengesi (CİD, 12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

12 aylık birikimli cari işlemler dengesindeki ılımlı iyileşme ve net sermaye girişleriyle rezervlerde yıllık bazdaki artış devam etmiştir. Özel sektörün uzun vadeli borç çevirme oranı azalmakla birlikte yüzde 100'ün üzerinde kalmayı sürdürürken bankacılık sektörünün borç çevirme oranı yüzde 100'ün altında ancak artış eğilimindedir (Grafik 2.3.31). Kasım ayında 12 aylık birikimli net sermaye girişleri 36 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşirken bunun 7 milyar doları net doğrudan yabancı yatırımlar, 15 milyar doları yurt dışı tahvil ihraçlarıyla SDR kalemini de içeren diğer uzun vadeli kalemler, 1,5 milyar doları hisse senedi ile DİBS ve 13 milyar doları diğer kısa vadeli kalemler kaynaklı gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.32). Bu çerçevede, net sermaye girişlerinin yarısından fazlası uzun vadeli girişlerden oluşmuştur. Cari açığındaki azalış ve net sermaye girişlerindeki artışın etkisiyle resmi rezerv varlıklarda yıllık bazdaki artış devam etmiş ve söz konusu artış Kasım ayında 44 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.

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.

* TCMB rezervleri ile yurt dışı bankalardaki efektif ve mevduatların toplamını göstermektedir. "-" işaret rezerv artışı anlamına gelmektedir.

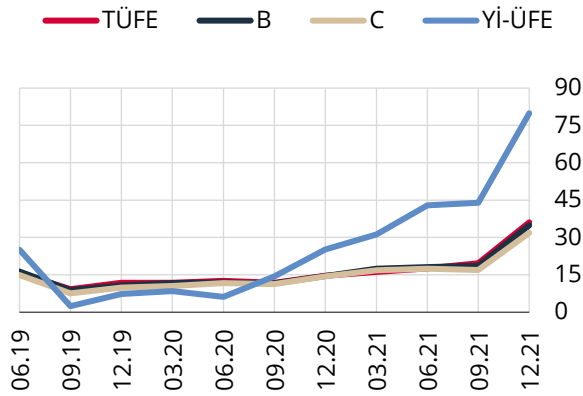
2021 yılının son çeyreğinde kamu harcamaları belirgin oranda artarken iktisadi faaliyetteki seyre bağlı olarak vergi gelirleri de olumlu performans kaydetmiştir. 2021 yılında merkezi yönetim bütçe açığı bir önceki yıla kıyasla artmıştır. 2021 yılında toplam ve faiz dışı harcamalar sırasıyla yıllık yüzde 32,9 ve yüzde 32,6 oranında artarken, toplam gelirler yüzde 36,8 oranında artmıştır. Böylelikle, merkezi yönetim bütçesi 192,2 milyar TL açık verirken, faiz dışı açık 11,4 milyar TL olmuştur. 2021 yılında milli gelire oran olarak yıllıklandırılmış bütçe açığı ve faiz dışı açığın sırasıyla yüzde 2,7 ve yüzde 0,2 olduğu tahmin edilmektedir. Söz konusu oranlar yüzde 3,5 olarak açıklanan 2021 yılı bütçe açığı hedefine kıyasla bütçenin daha olumlu bir performans kaydettiğine ve 2022 yılı için ilave mali alana işaret etmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2021 yılını yüzde 36,08 ile Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üst sınırının üzerinde tamamlarken, benzer şekilde B enflasyonu da yüzde 34,89 ile tahmin aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Son çeyrekte döviz kuru sepeti Türk lirası karşısında yüzde 55,4 oranında artmış, bu gelişme enflasyondaki yükselişin en önemli belirleyicisi olmuştur. Bu dönemde, Türk lirasında gözlenen sert değer kaybının yanı sıra kur oynaklığı tarihsel olarak yüksek seviyelere çıkmış, fiyatlama davranışları önemli ölçüde bozulurken, güçlenen kura endeksleme eğilimine bağlı olarak döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenlik belirgin şekilde yükselmiştir. Nitekim yıllık enflasyon tüm alt gruplarda belirgin artışlar kaydederken, enflasyon beklentileri bozulmuş, yayılım endeksi fiyat artışlarının genele yayıldığı bir görünüme işaret etmiştir. İktisadi faaliyet dördüncü çeyrekte dış talebin de etkisiyle güçlü seyrini sürdürmüş; ithalat ve uluslararası gıda fiyatlarındaki artışların yanı sıra tarımsal kuraklık, tedarik sürecindeki aksaklıklar ve taşımacılık maliyetlerinde kısmi düzelmeye rağmen devam eden yüksek seyir gibi arz yönlü unsurlar enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmiştir (Kutu 2.4). Bu dönemde yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan çiğ sütteki referans fiyat artışı ve hizmet grubunda geçici KDV indirimlerinin sona ermesinin etkileri tüketici enflasyonu üzerinde hissedilirken, akaryakıt ürünlerinde ÖTV tutarlarının sıfırlanması ile eşel mobil sisteminde sınıra ulaşılmıştır. Bu gelişmelerle tüketici fiyatlarında mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artış yüzde 19,47 ile oldukça yüksek olmuştur (Tablo 2.4.1). Üretici fiyatlarındaki artışlarda Türk lirasındaki değer kaybı, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir ve arz kısıtları ile taşımacılık maliyetleri belirleyici olmaya devam ederken, elektrik ve doğal gazda üreticilere yönelik yapılan fiyat ayarlamaları da baskı yaratan bir diğer unsur olmuş, böylelikle üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlenerek devam etmiştir (Grafik 2.4.1, Mercek Altı 2.2).

Tüketici enflasyonunun üçüncü çeyrekteki yüzde 19,58 seviyesinden yıl sonunda yüzde 36,08'e yükselmesinde temel mal, gıda ve enerji grupları öne çıkmıştır. Bu dönemde, temel mal grubunun yıllık enflasyona katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 6,52 puan artışla 11,94'e ulaşırken, gıda grubunun katkısı 4,37 puan yükselişle 11,36 olmuştur. Son çeyrekte enerji grubunun katkısı 2,44 puan artışla 5,20 olmuş, hizmet ile alkol-tütün ve altın gruplarının katkılarındaki artışlar görece daha düşük seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.2).

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

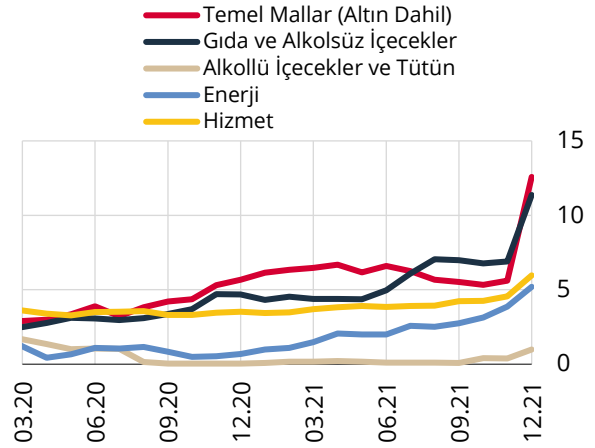


Kaynak: TÜİK.

* İşlenmemiş gıda, enerji, alkolü 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.

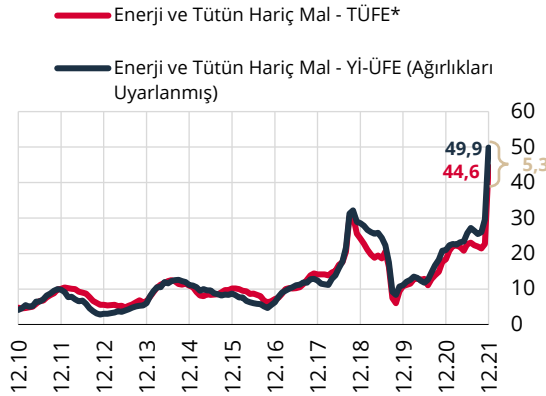
Mercek Altı 2.2

Üretici Fiyatlarından Tüketici Fiyatlarına Geçişe İlişkin Gözlemler

Üretici ve tüketici fiyatlarına dair gelişmeleri sağlıklı değerlendirebilmek için iki endeks arasındaki farklılıkları dikkate almak önem arz etmektedir. Aralık ayı itibarıyla manşet üretici ve tüketici enflasyonları arasındaki makas belirgin şekilde açılmıştır (Grafik 2.4.1). Bilindiği üzere, üretici fiyatlarının vergi hariç derleniyor olması, başta hizmet fiyatlarını içermemesi olmak üzere iki endeks arasındaki kapsam farklılıkları, arz zincirindeki konum gibi unsurlarla üretici ve tüketici enflasyonu dönemsel olarak birbirinden önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. İzleyen bölümde iki veri arasında farklılaşmaya sebep olan unsurlardan hareketle, Yİ-ÜFE ile TÜFE mal grubu kıyaslanmış, ekonominin üretim ile tüketim kalıplarının (ağırlık yapısı) farkı dikkate alınarak TÜFE kapsam ve ağırlıkları ile uyumlu bir ÜFE endeksi hesaplanmıştır. Son olarak iki endeks arasında diğer bir ayrışma noktası olan vergi ayarlamalarının etkisini azaltmak için vergilerden önemli ölçüde etkilenen enerji ve tütün grupları dışlanarak karşılaştırmaya gidilmiştir.

Üretici ve tüketici fiyat endeksleri arasındaki kapsam farklılıkları giderildiğinde, veriler arasındaki uyumun önemli ölçüde arttığı, ilgili verilerde geçiş etkisinin oldukça yüksek ve son dönem için enflasyon oranları arasındaki makasın ham verilerin ima ettiği kadar düşük olduğu izlenmektedir (Grafik 1). Enflasyon oranları arasında 2018 yılı sonlarında yaşanan ayrışmada tüketici dayanıklı mallarında yapılan geçici vergi indirimlerinin etkisi hissedilmiştir. Son dönem özelinde ise temelde motorlu araç fiyatları kaynaklı etkiler dikkat çekmekte, bu gelişmede 2021 yılı Ağustos ayında otomobil tüketici fiyatlarında ÖTV matrah düzenlemesine bağlı düşüş ile arz kısıtlarına dayalı araç bulunurluğuna bağlı etkilerin öne çıkmış olabileceği değerlendirilmektedir.

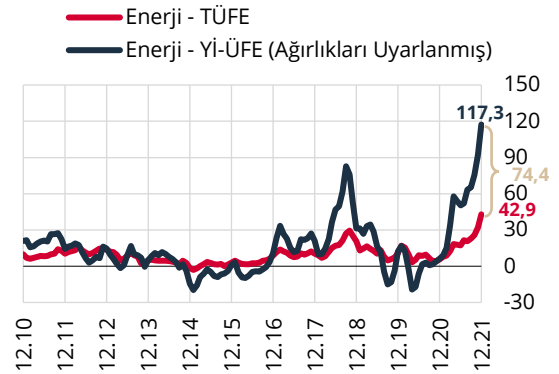
Grafik 1: TÜFE ve Yİ-ÜFE Kıyaslaması: Enerji ve Tütün Hariç Mal Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Üretici ile tüketici fiyatları eşleştirilebilen kalemler kullanılmıştır. Bu çerçevede üretici fiyatları ile eşleştirilemeyen taze meyve-sebze, yumurta, kuru sebze, kitap, patates ve küçük elektrik aksesuarları gibi kalemler (toplam ağırlığı 2021 itibarıyla yüzde 6,8) kapsam dışında bırakılmıştır.

Grafik 2: TÜFE ve Yİ-ÜFE Kıyaslaması: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)

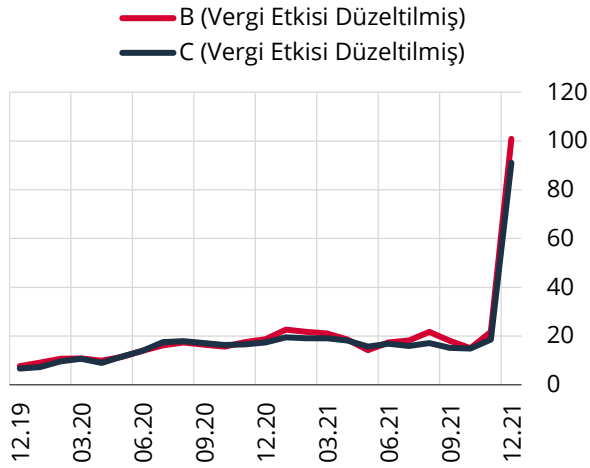


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Oluşturulan göstergeler enerji hariç kalemlerde üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına geçişin çok hızlı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 1). Sektörel bazda yapılan incelemeler, temel mal ve taze meyve-sebze dışı gıda ürünleri kaynaklı ilave etkileri ima etmektedir. Ancak üretici ve tüketici fiyat dinamiklerindeki en belirgin farklılaşmanın enerji grubunda olduğu, bunda Yİ-ÜFE'nin vergi hariç derleniyor olmasının etkisi olsa da, özellikle elektrik, doğal gaz ve şebeke suyu kalemlerinde üretici fiyatları kaynaklı baskıların belirgin olarak yüksek olduğu kaydedilmektedir (Grafik 2). Nitekim, Aralık ayı itibarıyla olan bu görünümün yansımalarıyla, Ocak ayında meskenlerde kullanılan elektrik ve doğal gaz fiyatlarında kayda değer artışlar yaşanmıştır.

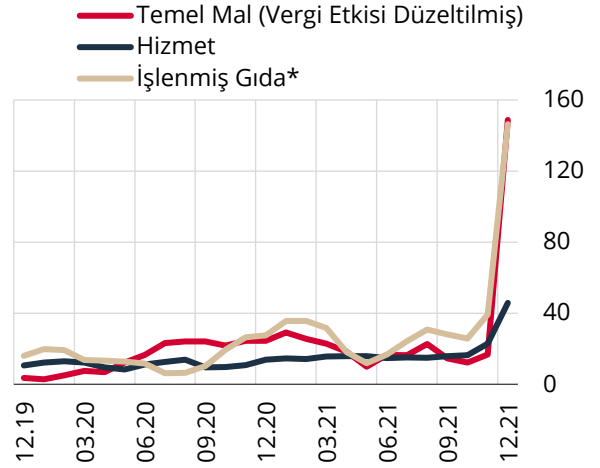
Çekirdek göstergelerin gerek yıllık enflasyonları gerekse eğilimleri kayda değer bir biçimde yükselmiştir (Grafik 2.4.3). Ekim ayında sınırlı oranda gerileyen enflasyon eğiliminde yıl sonunda sert yükseliş gözlenmiştir. Enflasyon eğilimi temel mal ve işlenmiş gıda gruplarında daha belirgin olmak üzere çekirdek göstergeleri oluşturan ana bileşenlerin hepsinde dikkat çekici oranlarda yükselmiştir (Grafik 2.4.4). Son çeyrekte, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, kur geçişkenliğinin yüksek olduğu temel mallar grubunda fiyatlar dayanıklı mallar öncülüğünde önemli ölçüde (yüzde 24,19) artış kaydetmiştir (Tablo 2.4.1). Bir önceki çeyrekte yavaşlayan dayanıklı tüketim malları enflasyonu son çeyrekte kura bağlı etkiler başta olmak üzere uluslararası fiyatlar kaynaklı baskılarla önemli miktarda yükselmiştir. Çeyreklik bazda yüzde 33,95 oranında artan dayanıklı mal grubunda bu yükselişi otomobil fiyatları (yüzde 47,20) sürüklerken, bu dönemde beyaz eşya, mobilya ile diğer elektrikli ve elektriksiz aletler fiyatlarında da yüksek artışlar görülmüştür. Son iki çeyrektir oldukça yavaşlayan giyim ve ayakkabı grubu enflasyonunda bu dönemde belirgin bir hızlanma izlenmiştir. Kur gelişmelerinin etkilerinin gecikmeli olarak izlendiği diğer temel mallar grubunda ise kaydedilen şokun büyüklüğüne bağlı olarak döviz kuru gelişmelerinin fiyatlara daha kısa sürede yansıtıldığı ve çeyreklik bazda güçlenen artışta konutun bakım ve onarımı, ulaştırma araçlarının parça ve aksesuarları, kişisel bakım ürünleri ve ev ile ilgili temizlik malzemelerinin öne çıktığı gözlenmiştir. Bu çeyrekte işlenmiş gıda grubunda kaydedilen güçlü artışta (yüzde 24,67) döviz kuru gelişmelerine ek olarak uluslararası gıda ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler, tarımsal kuraklık ile çiğ süt fiyat ayarlamalarının etkisi hissedilmiştir. Hizmet sektöründe son çeyrekte artan enflasyonist baskılarda döviz kuru gelişmeleri ve gıda fiyatlarındaki görünüm öne çıkmış, bu gelişmelere duyarlı gruplardan lokanta-otel ve diğer hizmetlerde enflasyon önemli ölçüde artış göstermiştir. Özellikle dışarıda yenen yemek ile konaklama grubundaki artışlar neticesinde lokanta-otel grubunda yıllık enflasyon yüzde 40 seviyesini aşarak, hizmet enflasyonundaki bozulmayı sürükleyen ana alt kalem olmuştur. Ulaştırma hizmetlerinde, karayoluyla şehirlerarası ve havayolu ile yolcu taşımacılığı ücretlerindeki artışlar öne çıkarken, üçüncü çeyrekte hızlanan kira enflasyonunda artış eğilimi bu dönemde de devam etmiştir (Tablo 2.4.1).

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

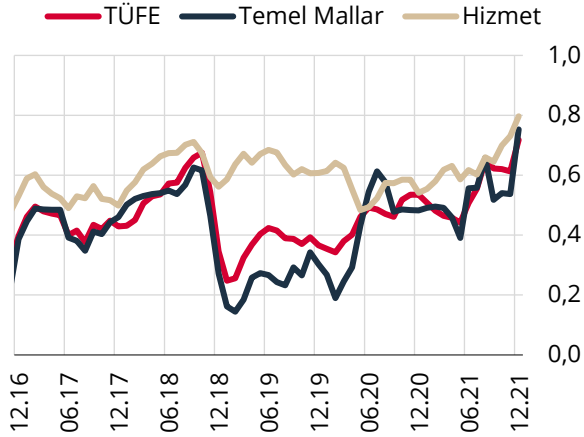
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2021				2021			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
TÜFE	3,92	4,72	4,67	19,47	16,19	17,53	19,58	36,08
1. Mallar	3,75	5,36	5,48	22,34	17,81	19,29	21,55	41,10
Enerji*	3,60	3,88	9,22	21,61	12,43	17,28	22,77	42,93
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	2,54	7,27	8,82	20,09	17,44	19,99	28,79	43,80
İşlenmemiş Gıda	-1,19	10,08	12,50	13,87	14,98	18,70	32,06	39,83
İşlenmiş Gıda*	7,11	3,91	6,35	24,67	19,87	21,20	25,79	47,57
Temel Mallar	5,40	3,82	3,42	24,19	22,14	21,92	19,38	40,55
Giyim ve Ayakkabı	3,95	1,75	1,44	12,37	7,33	6,86	7,11	19,92
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	4,32	4,61	1,81	33,95	33,29	30,86	22,12	48,93
Mobilya	7,28	6,01	3,64	24,22	36,19	35,75	28,68	46,35
Otomobil	2,06	4,74	-0,25	47,20	41,11	36,03	22,88	57,04
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler*	-0,03	5,01	3,87	26,55	20,53	20,17	16,16	38,00
Diğer Dayanıklı Mallar*	4,85	5,31	3,56	23,74	26,11	27,12	25,54	41,50
Diğer Temel Mallar*	4,74	6,15	5,14	19,99	16,80	20,61	23,26	40,26
Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*	-0,19	3,25	-0,38	24,58	10,95	9,12	2,92	27,90
2. Hizmetler	3,71	3,51	3,75	9,82	12,56	13,46	15,06	22,33
Kira	2,56	2,60	3,04	3,48	9,24	9,93	10,85	12,20
Lokanta ve Oteller	5,85	5,82	6,33	18,13	15,39	18,86	23,27	40,85
Ulaştırma	3,26	6,67	2,51	8,04	9,96	10,28	15,21	21,99
Haberleşme	2,07	1,35	1,45	1,30	7,36	7,36	6,68	6,32
Diğer Hizmetler	3,42	3,79	3,75	9,98	14,69	15,45	15,47	22,61

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

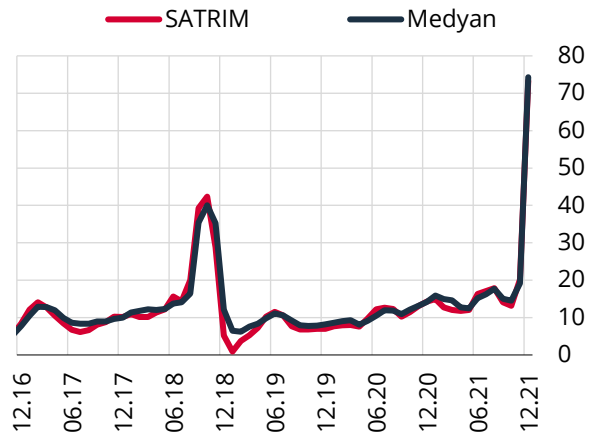
Yayılm endeksleri ve alternatif temel enflasyon göstergeleri Aralık ayı itibarıyla tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır. Aralık ayında yayılım endekslerinde ulaşılan yüksek seviyeler yukarı yönlü fiyat ayarlamalarının alt kalemler geneline yayıldığına ve yüksek oranda gerçekleştiğine işaret etmiştir (Grafik 2.4.5). Özellikle hizmet sektöründe fiyat artışlarının yayılımının yüksek seviyelere ulaştığı izlenirken, mikro veriler üzerinden yapılan incelemeler fiyat güncelleme sıklığının arttığını, buna paralel olarak fiyatların ortalama kalış sürelerinin azaldığını ortaya koymaktadır. Ana eğilime ilişkin diğer göstergelerden SATRİM ve medyan enflasyon da yıl sonunda, diğer ana eğilim göstergeleriyle uyumlu olarak kayda değer bir biçimde artmış ve beraber değerlendirildiklerinde fiyatlama davranışlarında önemli ölçüde bozulmaya işaret etmiştir (Grafik 2.4.6). Tüketici enflasyonunda ulaşılan yüksek seviyeler geriye endeksleme eğiliminin güçlenmesi riskini beraberinde getirmektedir.

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)

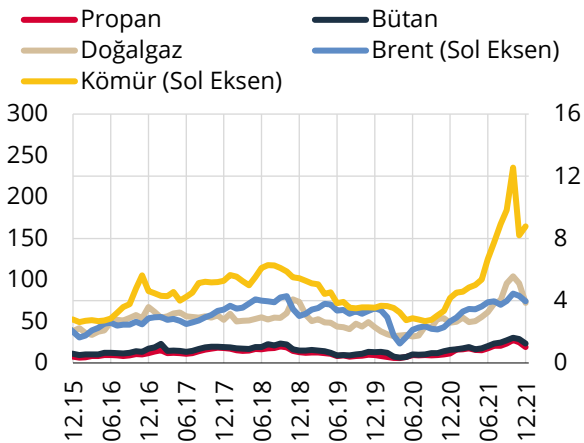


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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 son çeyrekte Türk lirasında gözlenen güçlü değer kaybının yurt içi fiyatlara yansımalarıyla önemli ölçüde hızlanmıştır. Enerji fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 21,61 ile belirgin bir biçimde artmıştır (Tablo 2.4.1). Ekim ayında akaryakıt ürünlerinde ÖTV miktarının sıfırlanmasıyla eşel mobil sistemi sınırına ulaşmış, böylelikle Türk lirası cinsi uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmeler yurt içi akaryakıt fiyatlarına doğrudan yansımaya başlamıştır. Bu dönemde, uluslararası Brent petrol fiyatları Ekim ayında 80 ABD dolarının üzerini gördükten sonra sonraki aylarda gerilemiş, Aralık ayında bir önceki çeyrek sonundaki değerine yakın bir seviyeye gelmiştir. Ekim ayında uluslararası enerji fiyatları güçlü bir artış sergiledikten sonra gerileyerek yıl sonunda bir önceki çeyrek sonu değerinin sınırlı bir miktar altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.7, Mercek Altı 2.3). Bu görünüme karşın Türk lirasındaki gelişmelerin akaryakıt, tüp gaz ve kömür gibi katı yakıt fiyatlarına yansımalarıyla enerji enflasyonu önemli ölçüde hızlanmış ve yıllık enflasyon 20,16 puan artarak yüzde 42,93 seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.4.8). Bu dönemde uluslararası enerji maliyetlerindeki görünümün yansımalarıyla sanayiye yönelik elektrik ve doğal gaz fiyatlarında kayda değer yükselişler izlenmiştir. 1 Ocak itibarıyla da meskenlere yönelik elektrik ve doğal gaz fiyatlarında artışlar kaydedilmiştir. Önümüzdeki dönemde tüketici enflasyonu üzerinde elektrik, doğal gaz ve akaryakıt kalemlerinde yapılan fiyat ayarlamalarının üretim maliyetleri kanalıyla ortaya çıkacak dolaylı etkileri gözlenecektir.

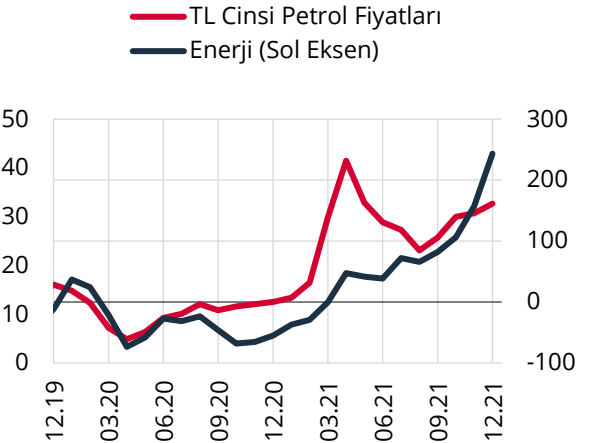
Grafik 2.4.7: Enerji Emtia Fiyatları* (ABD Doları)



Kaynak: Bloomberg.

* Brent petrol varil, kömür ton, doğal gaz MMBtu, bütan ve propan ise galon başına ölçülmektedir.

Grafik 2.4.8: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



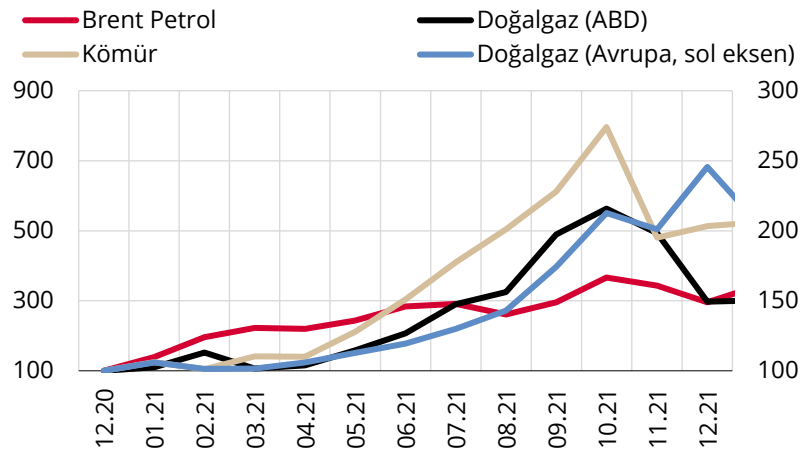
Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

Mercek Altı 2.3

Küresel Enerji Emtia Fiyatlarının Enflasyona Etkileri

2021 yılında küresel enerji emtia fiyatlarında gözlenen yüksek seyir yerel ve uluslararası ölçekte üretici ve tüketici fiyatlarının yükselmesine yol açmıştır. Enerji emtia fiyatlarının artışında hem arz hem de talep koşulları birlikte etkili olmuştur. Aşılamanın toplumların geneline yayılması ile küresel ölçekte salgına bağlı tedbirlerin kademeli olarak kaldırılması salgın koşullarına duyarlılığı yüksek olan hizmetler, turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasını ve küresel talebin hızlı bir şekilde artmasını sağlamıştır. Ancak (i) ülkelerin tedarik sıkıntısı yaşamamak için stok yapma çabaları, (ii) petrol tesislerinde görülen bakım-onarım sorunları, (iii) IDA kasırgasının petrol tesislerini olumsuz etkilemesi, (iv) hava koşullarının alternatif enerji kaynaklarından üretimi zayıflatması, (v) kaya gazı üreticilerinin yaptıkları sondajların yetersiz kalması ile (vi) jeopolitik unsurlar enerji piyasasında arz-talep uyuşmazlığına yol açmış ve küresel bazda fiyatların yükselmesine neden olmuştur (Grafik 1). Nitekim 2020 yılında yıl geneli ortalama yaklaşık 43 dolar civarında seyreden Brent petrol fiyatları yüzde 64 oranında bir artışla 2021 yılında ortalama 71 dolara, ABD borsalarında işlem gören doğal gaz fiyatları yüzde 75 oranında bir artışla 2,1 dolardan 3,7 dolara yükselmiştir. Avrupa doğal gaz fiyatları için gösterge niteliğinde olan 1 ay vadeli Hollanda merkezli doğal gaz fiyatlarında artış daha dikkat çekici olmuş; yüzde 391 oranında artışla 9,6 dolardan 47,2 dolara çıkmıştır. Kömür fiyatları ise yüzde 119 artış ile ortalama 61 dolardan 134 dolar seviyesine yükselmiştir.

Grafik 1: Küresel Enerji Emtia Fiyatları (2020 Aralık=100)

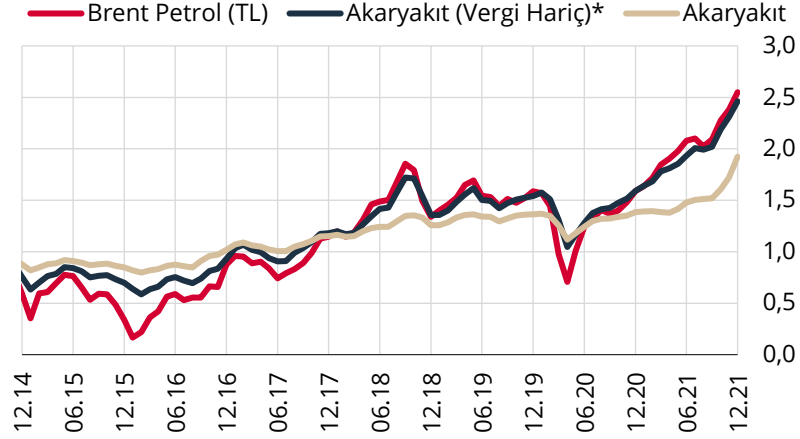


Kaynak: Bloomberg.

Uluslararası enerji fiyatlarında gözlenen yüksek seviyelerin, yurt içi enerji fiyatları üzerinde gerek doğrudan gerekse dolaylı yollardan dikkat çekici etkileri olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artış yurt içi akaryakıt fiyatları üzerinde doğrudan enflasyonist baskı oluşturmuş ve vergi hariç akaryakıt fiyatlarında belirgin artışlar gerçekleşmiştir. Her ne kadar bu artış baskısı eşel-mobil sistemiyle yer yer hafifletilse de tüketici fiyatları üzerinde uluslararası fiyatlar kaynaklı olumsuz etkiler açık bir şekilde hissedilmiştir (Grafik 2). Uluslararası doğal gaz ve kömür fiyatlarında gözlenen artışlar ise son dönem yurt içi elektrik ve doğal gaz fiyatlarında belirleyici olmuştur. Türkiye'de elektrik üretiminin önemli bir kısmı doğal gaz ve kömür kullanımıyla sağlandığı için uluslararası fiyatlar üretim maliyetlerini olumsuz etkilemiştir. Nitekim doğal gaz ve kömür fiyatlarıyla oluşturulan bileşik maliyet endeksi bu dönemde belirgin artışlar göstermiş ve serbest piyasa koşullarında oluşan elektrik fiyatları ve üretici fiyatları, maliyet endeksindeki seyir ile paralellik göstermiştir (Grafik 3). Bu dönemde ülkemizde yaşanan kuraklık hidrolik enerjinin payını sınırlandırarak, dış fiyat baskılarının etkisini hafifletme olasılığını sınırlamıştır. Benzer şekilde, yurt içi doğal gaz fiyatları uluslararası emtia fiyatlarındaki seyir paralelinde yukarı yönlü bir eğilim sergilemiştir (Grafik 4).

Elektrik ve doğal gaz sektöründe yaşanan gelişmelerin hanehalkı üzerindeki etkilerinin sınırlandırılması amacıyla meskenlerde kullanılan elektrik ve doğal gaz fiyatları sübvans edilmiş, böylece sektördeki fiyat hareketlerinin 2021 yılı tüketici enflasyonu üzerindeki doğrudan etkileri sınırlı olmuştur. Öte yandan sanayide kullanılan elektrik ve doğal gaz fiyatlarında gözlenen artışlar neticesinde bu dönemde TÜFE üzerinde üretim maliyeti kaynaklı dolaylı etkiler izlenmiştir.

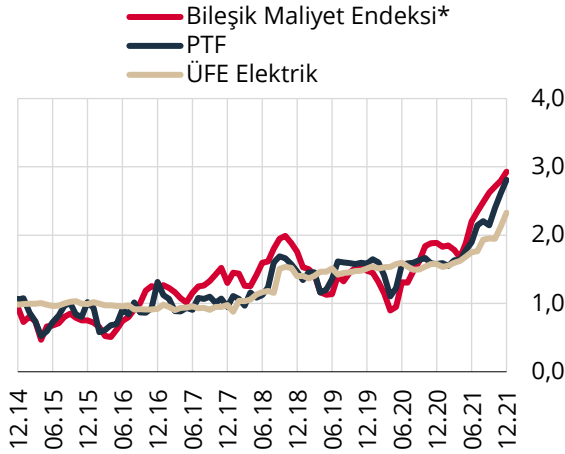
Grafik 2: Uluslararası Petrol Fiyatları ve Yurt İçi Akaryakıt Fiyatları (Logaritmik Fiyat, 2014=1)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

* Hesaplamaalarda akaryakıt ürünleri üzerindeki ÖTV miktarındaki değişimlerin tüketici fiyatlarına birebir yansdığı varsayılmıştır.

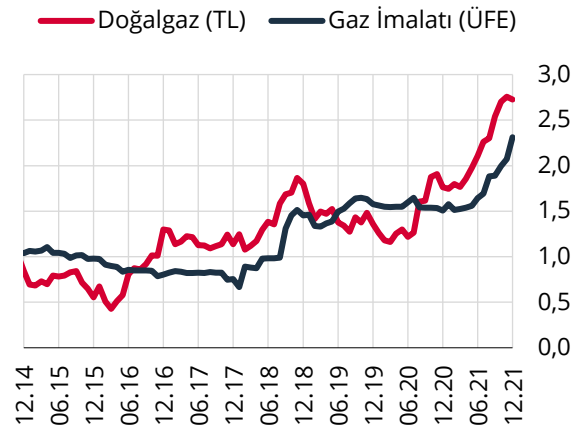
Grafik 3: Elektrik Piyasa Takas Fiyatı ve Bileşik Maliyet Endeksi (Logaritmik Fiyat, 2014=1)



Kaynak: Bloomberg, EPIAŞ, TCMB.

* Doğal gaz, ithal kömür ve yerli kömür (Linyit ÜFE) fiyatlarının ağırlıklı ortalamasını göstermektedir. Zamana göre değişen ağırlıklar ilgili kalemlerin üretim içindeki payına göre belirlenmiştir. PTF EPIAŞ tarafından yayımlanan elektrik piyasa takas fiyatını ifade etmektedir.

Grafik 4: Uluslararası Doğal gaz Fiyatları ve Gaz İmalatı Fiyatları (Logaritmik Fiyat, 2014=1)

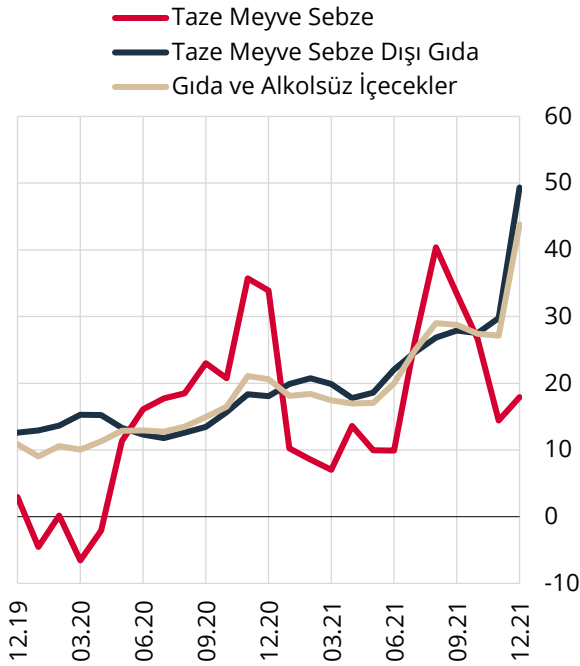


Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

Türk lirasındaki değer kaybının yanı sıra uluslararası tarımsal emtia ile gıda fiyatlarında süregelen artışlar ve tarımsal kuraklıkla birlikte gıda enflasyonu yıl sonunda kayda değer bir şekilde yükselmiştir.

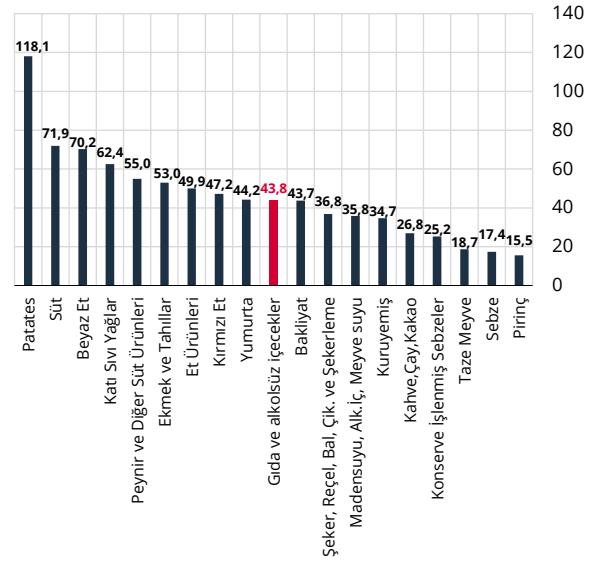
Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonunda Mayıs ayından itibaren gözlenen artış eğilimi bu dönemde güçlenmiş, yıllık enflasyon 15,01 puan artışla yüzde 43,80'e ulaşmıştır (Grafik 2.4.9). Gıda yıllık enflasyonundaki yükselişte hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda gruplarının etkisi hissedilirken, işlenmiş gıda fiyatlarının katkısı daha yüksek olmuştur (Tablo 2.4.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler, işlenmemiş gıda fiyatlarında son çeyrekte ılımlı seyreden hava koşullarının da etkisiyle taze meyve ve sebze düşüşe, diğer işlenmemiş gıda grubunda ise oldukça yüksek bir çeyreklik artışa işaret etmiştir (Grafik 2.4.9). Döviz kurundaki gelişmelerle kura duyarlılığı yüksek olan gübre ve yem gibi tarımsal girdilerde arz kısıtlarıyla birlikte yüksek fiyat artışları kaydedilmiş, bu gelişmelerin etkileri başta kırmızı et, beyaz et, süt ve yumurta fiyatları olmak üzere gıda grubu genelinde hissedilmiştir. Tarımsal kuraklık hububat ve bakliyat ürünleri üretimi ve verimini önemli oranda düşürerek fiyat baskısı oluşturmaya devam ederken, çiğ süt referans fiyatında yapılan yüzde 46,9'luk artışın etkisi (çiğ süt referans fiyatı 8 Aralık 2021 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 3,2'den 4,7 TL'ye yükseltilmiştir) de gıda enflasyonunda geniş bir yayılım ile gözlenmiştir. Yıl sonunda işlenmiş gıda enflasyonu oldukça hızlanmış ve alt kalemler genelinde keskin fiyat artışları kaydedilmiştir. Uluslararası buğday fiyatlarındaki olumsuz seyir ve döviz kurlarındaki artışlara paralel olarak yurt içi buğday ve un fiyatlarının ivmelenmesi ekme-tahıl grubu enflasyonu üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur (Grafik 2.4.10). Bu dönemde TMO'nun yem maliyetlerini ve un fiyatlarını sınırlamaya yönelik olarak yürüttüğü yem ve un regülasyon çalışmaları devam etmiştir. Özetle, son çeyrekte taze meyve ve sebze grubunda yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla gerileyerek yüzde 17,94 olurken, diğer gıda grubunda artış eğilimi hızlanarak devam etmiş ve yıllık enflasyon yüzde 49,35'e ulaşmıştır (Grafik 2.4.9).

Grafik 2.4.9: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.4.10: Gıda Fiyatları (2021 Aralık, Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

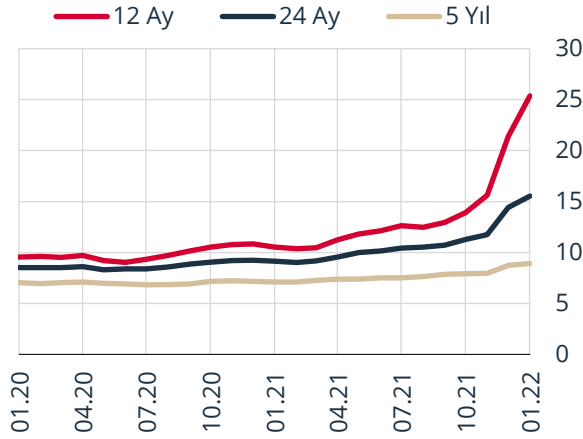
Dördüncü çeyrekte alkollü içecekler ve tütün grubunda çeyreklik artış yüzde 17,88 oranında gerçekleşmiştir.

Üretici firmaların sigara fiyatlarında Ekim ayında 1 TL, Aralık ayında ise yaklaşık 2 TL fiyat artışlarına gitmeleri nedeniyle tütün ürünleri fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 19,17 oranında artmış, bu gelişmelerin tüketici enflasyonuna toplam etkisi 0,88 puan olmuştur. Ocak ayı itibarıyla alkollü içecekler ve tütün grubunda geçmiş altı aylık ÜFE artışı maktu ve asgari maktu vergilere yansıtılmış, sigara fiyatları vergi artışına istinaden paket başına ortalama 4 TL civarında yükselmiştir.

Enflasyonun Belirleyicileri

Son üç aylık dönemde enflasyon beklentilerindeki yükseliş belirginleşirken, dağılımdaki açılma devam etmiştir. Piyasa Katılımcıları Anketi Ocak ayı sonuçlarına göre gelecek on iki aya ilişkin enflasyon beklentisi Ekim ayına kıyasla 11,46 puan artışla yüzde 25,37 seviyesine ulaşmıştır. Önceki dönemlerin aksine, Aralık ayıyla birlikte beklentilerdeki bozulma uzun vadelere doğru yayılmış ve 5 yıl sonrası enflasyon beklentisi Ocak ayında 0,99 puan artışla yüzde 8,92 seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.4.11). 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi sorusuna verilen yanıtlardan dağılım incelendiğinde, medyan değerin sağa kaydığı ve beklenti belirsizliğinin önemli ölçüde arttığı gözlenmiştir (Grafik 2.4.12). Piyasa verilerinden elde edilen enflasyon telafilerinin, anket verilerine benzer bir şekilde, yükseldiği izlenmiştir (Grafik 2.2.8).

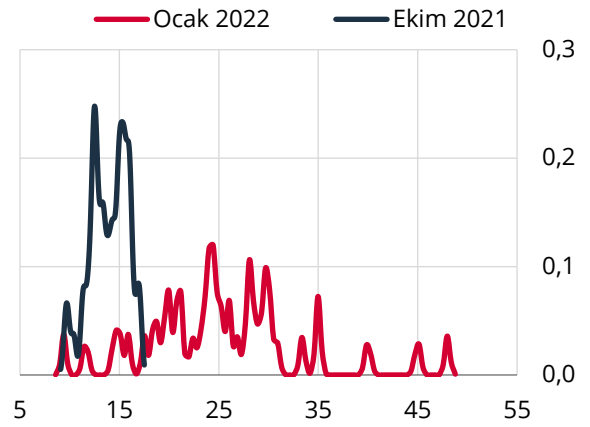
Grafik 2.4.11: Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



Kaynak: TCMB.

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

Grafik 2.4.12: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı* (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)

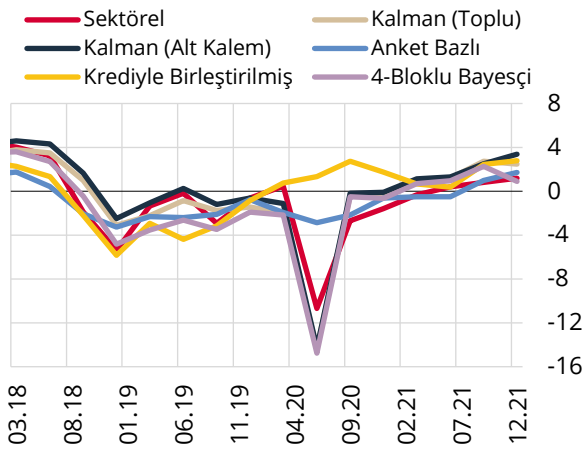


Kaynak: TCMB.

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

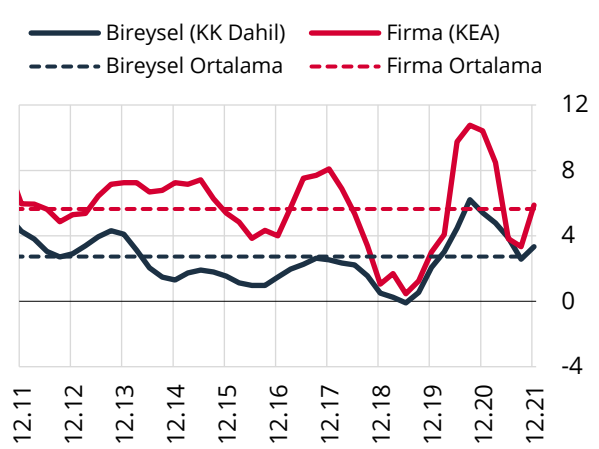
Toplam talep koşulları yılın son çeyreğinde canlı seyretmeye devam etmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde salgına bağlı risklerin azalmasıyla ertelenen harcamalar hızlı bir şekilde gerçekleştirilmiş ve iç talep ivmelenmiştir. Takip eden üç aylık dönemde iç talebin olumlu seyrini koruduğu izlenmiştir. Söz konusu dönemde, dış talep gerek mal gerekse de hizmet sektörü kaynaklı olarak olumlu seyrini korumuş ve toplam talep koşullarını yukarıya çekmiştir. Bu gelişmeler ışığında, çıktı açığının pozitif bölgedeki seyrini yılın son çeyreğinde de sürdürdüğü değerlendirilmektedir (Grafik 2.4.13). Kredi kullanımında süregelen yavaşlama eğilimi ise yılın son çeyreğinde tersine dönmüş ve krediler talep koşullarını desteklemiştir (Grafik 2.4.14).

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı Göstergeleri (%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.4.14: Net Kredi Kullanımı* (%)

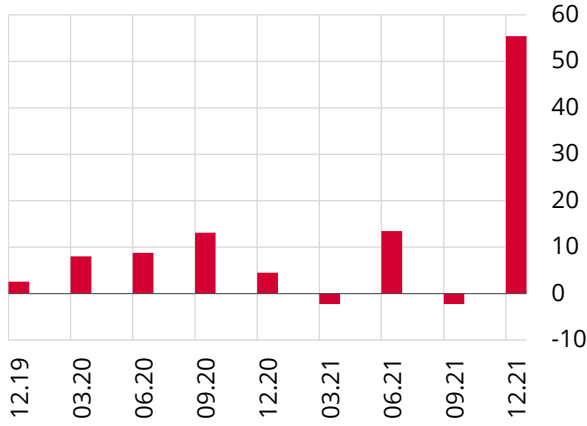


Kaynak: TCMB.

* Net kredi kullanımı, nominal kredi stokundaki yıllık değişimin 4 çeyrek önceki yıllık GSYİH'ye oranı olarak hesaplanmıştır. Tarihsel ortalama 2006Ç1-2021Ç3 dönemini kapsamaktadır. 2021 Ç4 için GSYİH tahmini kullanılmıştır.

Türk lirası yılın son çeyreğinde belirgin bir şekilde değer kaybetmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen görece ılımlı seyrin ardından, son çeyrekte ABD doları ve eurodan oluşan eşit ağırlıklı sepet yüzde 55,4 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.15). Söz konusu değer kaybı sonucu reel efektif döviz kuru tarihi düşük seviyelere gerilerken, kısa sürede gerçekleşen belirgin değer kaybı firmaların fiyatlama davranışını olumsuz yönde etkilemiş ve genele yayılan, yüksek fiyat artışlarını beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda, temel mal ve enerji grupları öne çıkarken, gıda ve hizmet grupları içinde kur duyarlılığı yüksek olan kalemlerin olumsuz ayrıştığı izlenmiştir.

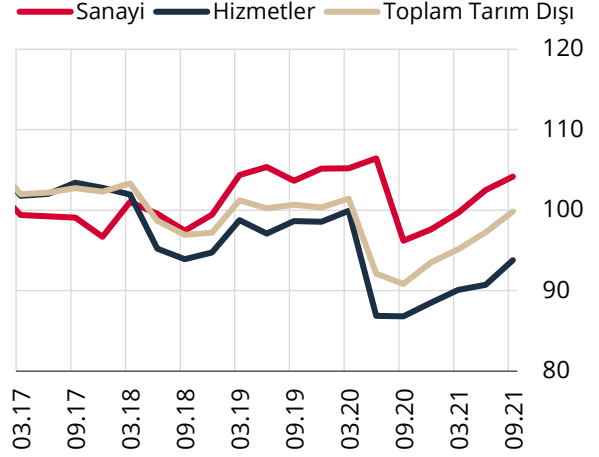
Grafik 2.4.15: Sepet Kur* (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı.

Grafik 2.4.16: Reel Çalışılan Saat Başına Ücret* (Katma Değer Üzerinden, 2015=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirilmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Çalışılan Saat Başına Ücret/Verimlilik.

Reel birim ücretlerdeki ılımlı artış eğilimi üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Bu dönemde reel ücretler sınırlı bir şekilde yükselirken, istihdam piyasasındaki toparlanmayı takiben kısmi verimlilikte gerçekleşen düşüş sonucu reel birim ücretlerdeki artış daha belirgin olmuştur (Grafik 2.3.20). Sektörel olarak incelendiğinde, hizmetler sektöründe reel birim ücret artışının daha güçlü olduğu izlenmektedir (Grafik 2.4.16). Öte yandan, 2021 yılının son döneminde nominal ücret artışlarının beklentilerden güçlü olduğu, dolayısıyla reel birim ücretlerdeki yükseliş eğiliminin yılın son çeyreğinde sürdüğü değerlendirilmektedir. 2022 yılı için belirlenen asgari ücret artışını takiben, yılın ilk çeyreğinde reel birim ücretlerin yükseleceği öngörülmektedir.

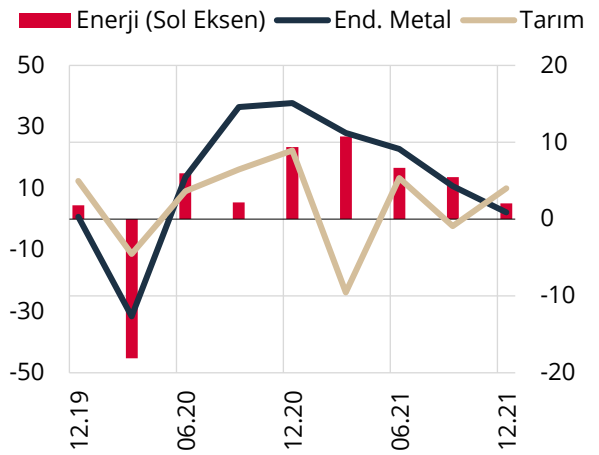
Grafik 2.4.17: İthalat Birim Değer Endeksi* (2019Ç4=100, ABD Doları)



Kaynak: TÜİK.

* Dördüncü çeyrek verisi Ekim ve Kasım ayı ortalamasıdır.

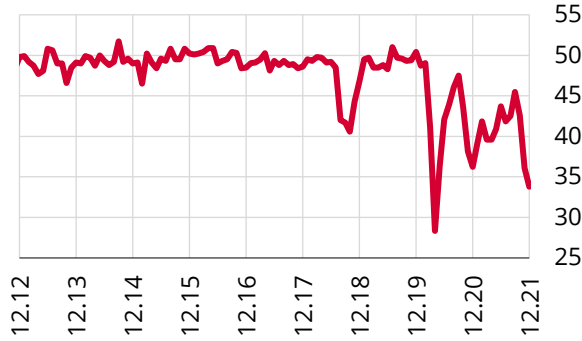
Grafik 2.4.18: Dünya Bankası Emtia Fiyat Endeksleri (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: Dünya Bankası.

Kur gelişmelerinin yanı sıra artış eğilimini koruyan ithalat fiyatları ve tedarik zincirlerinde yeniden belirginleşen aksamalar üretici enflasyonunu önemli ölçüde yukarıya çekmiştir. Salgın sonrasında ortaya çıkan arz ve talep dengesizlikleri ve darboğazlar, küresel olarak emtia fiyatlarında yükselişe neden olmuştur. Bu görünüm altında, uluslararası emtia piyasalarında süregelen sıkışıklıklara bağlı olarak ithalat birim değer endeksi yılın son çeyreğinde de yükselmiştir. Endeks çeyreklik olarak yüzde 9,2 oranında artarken, salgın öncesi değerinin yüzde 32,4 üzerine çıkmıştır (Grafik 2.4.17). Uluslararası enerji ve endüstriyel metal fiyatları Ekim ayından sonra bir miktar gerilese de, yılın son çeyreğini artışla tamamlamıştır. Tarımsal ürün fiyatları ise üçüncü çeyrekte ılımlı bir seyir izledikten sonra yeniden yükselmiştir (Grafik 2.4.18). Tahıl ürünlerinin yanı sıra yağlar son dönemde yüksek fiyat artışlarıyla tarım grubunu sürükleyen kalemler olmuştur. Öte yandan, küresel tedarik sıkıntılarında süregelen iyileşme eğiliminin yılın son aylarında tersine döndüğü ve teslim sürelerinin yeniden uzadığı gözlenmektedir (Grafik 2.4.19). Navlun fiyatları, bir miktar geri çekilme olsa da, yüksek seviyelerdeki seyrini koruyarak arz yönlü sorunların sürdüğünü teyit etmektedir (Kutu 2.4). Bu olumsuz görünüme Türk lirasındaki yüksek değer kaybının eklenmesiyle üretici fiyatları ana eğilimindeki bozulma Aralık ayında belirginleşmiştir (Grafik 2.4.20). Yılın son çeyreğinde, biriken maliyet baskılarının yansıtılması sonucu üreticilerin enerji maliyetlerinde sert artışlar gerçekleşmiş ve üretici fiyatlarındaki görünüm daha da bozulmuştur. Özetle, son dönem kur gelişmeleri başta olmak üzere, artan enerji maliyetleri, ithalat fiyatlarında devam eden yükselişler ve yeniden belirginleşen tedarik sorunları üretici enflasyonunu önemli ölçüde yükseltmiş ve tüketici enflasyonu üzerindeki riskleri artırmıştır (Grafik 2.4.1, Mercek Altı 2.2).

Grafik 2.4.19: PMI Tedarikçilerin Teslim Süresi* (İmalat Sanayi, Mevsimsellikten Arın.)



Kaynak: IHS Markit.

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

Grafik 2.4.20: Petrol-Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Son çeyrekte yönetilen ve yönlendirilen kalemler manşet enflasyonu olumsuz yönde etkilemiştir. Yılın son çeyreğinde akaryakıt fiyatlarında gerçekleşen artışlar bu bağlamda öne çıkmıştır. Ekim ayının ardından ham petrol başta olmak üzere uluslararası enerji fiyatları bir miktar gerilese de, Türk lirasındaki değer kaybı yurt içi akaryakıt fiyatlarında sert artışlara neden olmuştur. Önceki çeyrekte sıfırlanmış olan ÖTV tutarlarının, LPG ve motorinde tamamen, benzinde ise kısmen eşel mobil öncesi seviyelere yükseltilmiş olması görünümü daha da ağırlaştırmıştır. Elektrik ve doğal gazda tüketici tarifeleri bu dönemde değiştirilmezken, üretici kesim tarifelerinde yapılan artışlar tüketici enflasyonunu dolaylı kanallarla etkilemiştir. Çiğ süt referans fiyatında yapılan düzenleme, süt fiyatlarının yanı sıra ilgili işlenmiş gıda ve yiyecek hizmetleri kalemlerinin fiyatlarını yukarıya çekmiştir. 2022 yılına odaklanıldığında, öne çıkan ilk gelişme vergi düzenlemelerinde esas alınan ÜFE enflasyonunun 2021 yılı ikinci yarısında yüzde 47,4 oranında gerçekleşmiş olmasıdır. Üretici enflasyonundaki görünüm neticesinde, yeniden değerlendirme oranı da yüzde 36,2 ile yüksek bir seviyede tespit edilmiştir. Altı aylık ÜFE artışının alkollü içecekler ve tütün ürünlerinden alınan ÖTV tutarlarına yansıtılmış olması yılın ilk çeyreğinde manşet enflasyonu olumsuz yönde etkileyecektir. Elektrik ve doğal gazda 2021 yılının son çeyreğinde ertelenen tüketici mesken tarife artışları yüksek oranlarla yılbaşından itibaren geçerli olacak şekilde gerçekleştirilmiştir. 2021 yılında Türk lirasında gerçekleşen değer kaybı ve yılın ikinci yarısındaki yüksek üretici enflasyonu, zamana bağlı fiyatlama davranışı sergileyen ve geçmişe endeksleme eğiliminin güçlü olduğu sağlık hizmetleri, eğitim hizmetleri ve ilaç gibi kalemlerde önümüzdeki dönemde yüksek fiyat artışlarını beraberinde getirerek manşet enflasyonu olumsuz etkileyecek diğer unsurlardır.

Kutu 2.1

Kur Korumalı TL Vadeli Mevduat ve Katılma Hesapları ve TL Vadeli Mevduata Dönüşümün Desteklenmesi

Tasarruf sahiplerinin mevduat tercihlerinde Türk lirasının (TL) öncelikli olması ve banka bilançolarında TL payının artmasını sağlamak amacıyla Aralık ayında kur korumalı mevduat ve katılım hesabı (KKH) uygulaması devreye alınmıştır. KKH uygulaması, Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB) desteği altında açılacak TL hesapları ile, TCMB destekli olarak YP (Yabancı Para) mevduattan TL hesaba dönüşüm uygulanmalarından oluşmaktadır. HMB destekli KKH uygulaması ile TL mevduat müşterilerinin tasarrufları kur riskine karşı korunmaktadır. TCMB destekli uygulama ise YP mevduat hesabı olan müşterilerin TL mevduat hesaba dönüşümünü sağlamaktadır. TCMB destekli olarak YP hesaptan TL'ye dönen mudiler, vade sonunda HMB destekli uygulamadan yararlanarak tasarruflarını kur riskine karşı korumaya devam edebileceklerdir. Her iki uygulamaya ilişkin detaylar Tablo 1'de paylaşılmaktadır.

HMB tarafından 21 Aralık 2021 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yurt içinde yerleşik gerçek kişilerin TL tasarruflarının yabancı para karşısındaki değerini korumaya dayalı "Kur Korumalı TL Vadeli Mevduat ve Katılma Hesapları" yürürlüğe girmiştir. Ayrıca, TCMB tarafından da yurt içi yerleşik gerçek ve tüzel kişi hesap sahiplerinin talebi üzerine döviz ve altın mevduat/katılım fonu hesaplarının vadeli Türk lirası mevduat/katılma hesaplarına dönüşümüne destek sağlanmaya başlamıştır. Söz konusu uygulamada yabancı para mevduat hesaplarının TL'ye dönüşümünde, yurt içi yerleşik gerçek ve tüzel kişiler için sırası ile 20.12.2021 ve 31.12.2021 tarihi itibarıyla mevcut bulunan ABD Doları, Euro ve İngiliz Sterlini cinsinden döviz tevdiat hesapları ve döviz katılım fonları esas alınmaktadır. Altın hesaplardan TL'ye dönüşümde ise, yurt içi yerleşik gerçek kişilerin 28.12.2021 ve yurt içi yerleşik tüzel kişilerin 31.12.2021 tarihi itibarıyla mevcut olan altın hesapları ve bu tarihlerden sonra açılacak işlenmiş ve hurda altın karşılığı altın hesapları uygulama kapsamındadır.

Sistemin esas tasarruf sahiplerinin TL cinsi varlıklara yönelmesini teşvik etmeye ve Türk lirası cinsinde getiri sağlarken kur farkından doğabilecek kayıpların kamu tarafından telafi edilmesine dayanmaktadır. Bu uygulamayı tamamlayıcı olarak, zorunlu karşılık uygulamasında likidite imkanlarını arttırıcı değişikliklerle bankaların yeni ürünlere yönelmesi teşvik edilmektedir. Getirilen destekler ile bankacılık sistemindeki toplam mevduat/katılım fonu içinde Türk lirasının payının artırılması ile finansal istikrarın desteklenmesi amaçlanmıştır.

KKH uygulaması bir bütün olarak, sistemdeki döviz likiditesinin verimli kullanılmasını, banka bilançolarının iyileşmesini ve Merkez Bankası rezervlerinin güçlenmesini destekleyici niteliktedir. Türk lirasına dönüşümün sağlanması ve beraberinde Türk lirasının istikrar kazanması HMB destekli uygulamanın bütçeye getirebileceği potansiyel yükü sınırlandırmaktadır. Kur korumalı TL mevduata dönüşüm karşılığı olarak TCMB'nin döviz satın alıyor olması Merkez Bankası bilançosunu uygulama kaynaklı kur riskine karşı korumaktadır.

HMB'nin desteklediği Kur Korumalı TL Vadeli Mevduat/Katılma Hesapları ve TCMB'nin desteklediği vadeli TL mevduat/katılım fonuna dönüşümün destek mekanizması mevduat sahibine sağladığı getiri açısından benzerlikle birlikte birtakım farklılıklar içermektedir (Tablo 1). Her iki uygulama bir bütün olarak hem TL mevduat sahiplerine hem de YP mevduat sahiplerine getirilerini kur riskine karşı koruma olanağı sunmaktadır. YP mevduat sahiplerinin TL'ye dönüşümünü akabinde TL'de kalması durumunda da kur koruma hesaplarından yararlanmaya devam edebileceklerdir. Döviz ve altın mevduat/katılım fonu hesaplarının bir defaya mahsus olmak üzere TL mevduata dönüştürülmesinde, gerçek kişi tasarruf sahiplerine 3 ay, 6 ay ve 1 yıllık vade tercihi sunulmaktadır. Kur korumalı vadeli TL mevduata ise 9 ay vade tercihi de mevcut vadelere (3 ay, 6 ay, 1 yıl) eklenmiş ve söz konusu mevduatın yinelenmesi mümkün kılınmıştır.

Kur Korumalı TL vadeli mevduata geçişlerde bankalar tarafından uygulanacak azami faiz oranlarına üst sınır getirilmiş ve bankaların uygulayacağı asgari faiz oranının TCMB tarafından belirlenen bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının altında olamayacağı belirtilmiştir. Bankalarca uygulanacak azami faiz oranının ise, asgari faiz oranının en fazla 300 bp üzerinde olabileceği ve HMB tarafından güncellenebileceği ifade edilmiştir. Diğer yandan döviz cinsi ve altın cinsi hesaplardan yeni finansal ürüne geçilmesi durumunda ise bankanın mevduat hesabına uygulayacağı faiz oranının TCMB tarafından belirlenen bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının altında olamayacağı belirtilmiş ancak bankaların uygulayacağı faiz oranına ilişkin bir üst sınır konulmamıştır.

Katılma hesaplarına dağıtılacak kar pay oranlarının ise katılım bankacılığı esasları çerçevesinde belirleneceği, katılma hesabına sağlanacak getirinin Merkez Bankasının katılım bankaları ile açık piyasa işlemleri kapsamında yaptığı bir hafta vadeli geri satım vaadi ile alım işlemlerinde oluşan maliyetten düşük olması halinde aradaki farkı katılım bankacılığı esasları çerçevesinde katılım bankasının karşılayabileceği, karşılanmayan kısım için Merkez Bankasınca ödeme yapılmayacağı açıklanmıştır.

Kur korumalı TL vadeli mevduat ve katılım hesapları uygulaması ilişkin hesaplardan elde edilen gelirlerde stopaj sıfırlanarak söz konusu yeni finansal ürüne geçiş özendirilmektedir.

Tablo 1. Kur Korumalı TL Vadeli Mevduat ve TL Vadeli Mevduat Dönüşümü Esasları

	Kur Korumalı TL Mevduat	Döviz Tevdiat Hesaplarından Türk Lirası Vadeli Mevduata Dönüşüme Sağlanan Destek	Altın Mevduat Hesaplarından Türk Lirası Vadeli Mevduata Dönüşüme Sağlanan Destek
Yararlanan	Yurt içi yerleşik gerçek kişi	Yurt içi yerleşik gerçek ve tüzel kişi ¹	
Kapsam	TL vadeli mevduat ve katılma hesapları	ABD doları, Euro, İngiliz sterlini döviz tevdiat hesapları ve döviz cinsinden katılım fonlarından dönüşen TL vadeli mevduat ve katılma hesapları	Altın depo hesapları ve altın cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşen TL vadeli mevduat ve katılma hesapları
Vade	3, 6, 9 ay ve 1 yıl	Gerçek kişi: 3, 6 ay ve 1 yıl Tüzel kişi: 6 ay ve 1 yıl	
Destek Sağlanacak Hesaplar	21.12.2021 tarihinden sonra açılacak kur korumalı TL vadeli mevduat ve katılma hesapları	Gerçek kişi: 20.12.2021 tarihinde mevcut hesaplar Tüzel kişi: 31.12.2021 tarihinde mevcut hesaplar	<ul style="list-style-type: none"> Altın Hesapları: Gerçek kişi: 28.12.2021 tarihinde mevcut hesaplar Tüzel kişi: 31.12.2021 tarihinde mevcut hesaplar İlgili tarihlerden sonra açılacak işlenmiş ve hurda altın karşılığı altın hesapları
Yararlanma Sıklığı	Vade sonunda yenileme	Bir defaya mahsus	
Bankalarca Uygulanabilecek Asgari Getiri Oranı	TCMB bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı	TCMB bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ²	

¹ Yurt içi yerleşik gerçek kişi, yurt dışında işçi, serbest meslek ve müstakil iş sahibi Türk vatandaşları dahil Türkiye'de kanuni yerleşim yeri bulunan gerçek kişileri; yurt içi yerleşik tüzel kişi, Bankalar ve Merkez Bankasınca belirlenen diğer mali kuruluşlar hariç olmak üzere Türkiye'de kanuni yerleşim yeri bulunan tüzel kişileri ifade eder.

² Katılma hesabına sağlanacak getirinin Merkez Bankasının katılım bankaları ile açık piyasa işlemleri kapsamında yaptığı bir hafta vadeli geri satım vaadi ile alım işlemlerinde oluşan maliyetten düşük olması halinde aradaki farkı katılım bankacılığı esasları çerçevesinde katılım bankası karşılayabilir, karşılanmayan kısım için Merkez Bankasınca ödeme yapılmaz.

Bankalarca Uygulanabilecek Azami Faiz Oranı	TCMB bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı + 300 baz puan	-	-
Vade başı kuru	TCMB'nin saat 11.00'de açıkladığı döviz alış kuru	TCMB'nin saat 10:00-15:00 aralığında saat başı ilan ettiği döviz alış kuru	TCMB'nin saat 10:00-15:00 aralığında saat başı ilan ettiği gram altının TL karşılığı alış fiyatı
Vade sonu kuru	TCMB'nin saat 11.00'de açıkladığı döviz alış kuru	TCMB'nin saat 11.00'de açıkladığı döviz alış kuru	TCMB'nin saat 11.00'de açıkladığı gram altının TL karşılığı alış fiyatı
Vade sonu getirisi	Vade sonunda faiz getirisi bankalarca ödenir, vade başındaki kura göre, kur getirisinin faiz getirisinden fazla olması durumunda, aradaki fark HMB tarafından karşılanarak Bankalarca ödenir.	Vade sonunda faiz getirisi bankalarca ödenir, vade başındaki kura göre, kur getirisinin faiz ya da kar payı getirisinden fazla olması durumunda, aradaki fark TCMB tarafından karşılanarak Bankalarca ödenir.	Vade sonunda faiz getirisi Bankalarca ödenir, vade başındaki fiyata göre, fiyat getirisinin faiz ya da kar payı getirisinden fazla olması durumunda, aradaki fark TCMB tarafından karşılanarak Bankalarca ödenir.
Vadeden Önce Çekim Halinde Getiri	Hesabın açıldığı ve kapandığı tarihlerdeki kurun düşük olanına göre hesap bakiyesi güncellenir. HMB tarafından kur farkına ilişkin ödeme yapılmaz.	Türk lirası mevduat veya katılma hesabından vadeden önce çekim yapılması halinde hesap sahibine TCMB tarafından herhangi bir fark ödenmez. Ayrıca, çekimin yapıldığı tarihte kurda düşüş olması halinde vade başındaki döviz tutarının çekimin yapıldığı tarihteki kur üzerinden Türk lirası karşılığı ödenir	Hesabın açıldığı ve kapandığı tarihlerdeki kurun düşük olanına göre hesap bakiyesi güncellenir. TCMB tarafından fiyat farkına ilişkin ödeme yapılmaz.
Resmi Duyuru ve İlgili Mevzuat	<ul style="list-style-type: none"> 21 Aralık 2021 tarihinde HMB tarafından yapılan basın açıklaması 24.12.2021 tarihli Kur Korumalı TL Vadeli Mevduatlara ve Katılma Hesaplarına İlişkin Uygulama Esasları Hakkında HMB Basın Açıklaması 	<ul style="list-style-type: none"> Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesabına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ, Sayı: 2021/14, TCMB, 21 Aralık 2021 tarihli Mükerrer Resmi Gazete Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ (Sayı: 2021/14)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2021/17, TCMB, 31 Aralık 2021 tarihli Resmi Gazete Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ (Sayı: 2021/14)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2022/1, TCMB, 11 Ocak 2022 tarihli Resmi Gazete 	<ul style="list-style-type: none"> Altın Hesaplarından Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ, Sayı: 2021/16, TCMB, 29 Aralık 2021 tarihli Resmi Gazete Altın Hesaplarından Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ (Sayı: 2021/16)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2021/18, TCMB, 31 Aralık 2021 tarihli Resmi Gazete Altın Hesaplarından Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ (Sayı: 2021/16)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2022/2, TCMB, 11 Ocak 2022 tarihli Resmi Gazete

Kutu 2.2

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

TCMB bünyesinde, reel sektör firmaları ile yapılan yüz yüze görüşmelere dayanan "Reel Sektöre İktisadi Mercek" adı altında çalışmalar yürütülmektedir.¹ Bu kutuda, son çeyrekte yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular özetlenmektedir.

Görüşmeler son çeyrekte iktisadi faaliyetteki olumlu seyrin devam ettiğini göstermekle birlikte, önceki çeyreğe göre bir ivme kaybı olduğuna işaret etmektedir. Dış talepte gözlenen canlanma üretim faaliyetlerine olumlu yansırken, tedarik sorunları ve yurt içi satışlardaki ivme kaybı üretim artışını sınırlandıran faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Tüketicilerin fiyat hassasiyetinin belirginleştiği ve yıl sonu kampanyalarının önceki yıllara kıyasla zayıf seyrettiği yaygın olarak ifade edilmiştir. Bu çerçevede, dayanıksız ve yarı dayanıklı mal grupları zayıflama eğiliminin öne çıktığı sektörler olmuştur. Dayanıklı mal grubu tarafında ise, uzun dönem ortalamalara göre bakıldığında üçüncü çeyrekteki açılmanın ardından yavaş seyreden beyaz eşya talebi, dördüncü çeyrekte artış göstermiştir. Salgın nedeniyle artan bireysel araç kullanma eğiliminin yıl boyunca otomobil talebini canlı tuttuğu, bu talebin son çeyrekte bir miktar daha güçlendiği ancak süregelen çip sıkıntısı kaynaklı tedarik sorunları nedeniyle talebin önemli bir kısmının karşılanamadığı ifade edilmiştir. Konut sektöründe yüksek fiyatlar sebebiyle zayıf seyreden satışlar ise, bu dönemde yatırım amaçlı ve yabancı yerleşiklere yapılan satışlarla desteklenmiştir.

İhracatın, son çeyrekte önceki dönemlere paralel canlı görünümünü koruduğu gözlenmiştir. Salgın döneminde Türkiye'ye yönelen talebin sürmesi, firmaların pazar çeşitlendirmesine giderek talep kaynaklı riski dağıtması ve döviz kuru gelişmeleri ihracatı desteklemeye devam eden faktörler olarak öne çıkarılmıştır. Söz konusu seyrin, başta tekstil, hazır giyim, ana metal ve beyaz eşya olmak üzere ana ihracatçı sektörlerde daha belirgin olduğu gözlenmiştir. Diğer taraftan, otomotivde çip tedarikindeki sorunların devam etmesi nedeniyle üretimde yaşanan aksamaların ana sanayi ve ana sanayi için üretim yapan yan sanayi firmalarının ihracatını olumsuz etkilediği belirtilmiştir. 2022 yılının ilk çeyreğinde ihracatı destekleyen unsurların süreceği öngörülmekle birlikte küresel enflasyondaki yükseliş, yeni varyantlarla ilerleyen salgına bağlı olası kapanma ve alınacak diğer önlemler önemli risk faktörleri olarak dile getirilmiştir.

Güçlü dış talep üretim faaliyetlerini desteklerken, devam eden tedarik sorunlarının ve yurt içi satışlardaki ivme kaybının üretim artışını sınırlandırdığı görülmüştür. Tedarik sıkıntılarının daha belirgin olarak hissedildiği sektörler, otomotiv, inşaat yan sanayi, mobilya, kimya ve ana metal sanayiidir. Görüşülen firmalarca önümüzdeki dönemde üretim faaliyetlerinin son çeyreğe paralel devam etmesi, ihracata ilişkin beklentilerin üretim faaliyetlerine olumlu yansması beklenmektedir.

Yılın son çeyreğinde, ağırlıklı iç piyasaya yönelik çalışan firmaların gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım duruşlarının önceki çeyreğe göre daha ihtiyatlı olduğu gözlenmiştir. İhracatçı firmaların ise yatırım duruşu çeyrek genelinde olumlu görünümünü korumuştur. Yatırım duruşları arasındaki söz konusu farklılaşma, firmaların önümüzdeki döneme ilişkin istihdam planlarına da yansımıştır.

Firmaların finansman ihtiyaçlarındaki yükselişin son çeyrekte devam ettiği gözlenmiştir. Söz konusu artışın temelinde girdi maliyetlerinin neden olduğu işletme sermayesi ihtiyacının yattığı belirtilmiştir. Alacak ve borç ödeme sürelerindeki vade uyumsuzluğunun işletme sermayesi ihtiyacını arttıran bir diğer önemli etken olduğu aktarılmıştır.

Firmaların yönetmek zorunda oldukları maliyetlerin yılın son çeyreğinde belirgin bir şekilde arttığı görülmüştür. Bu durumda hammadde, enerji, tedarik maliyetleri ile döviz kuru gelişmeleri belirleyici etkenler olmuştur.

¹ Bu çalışmanın temel amacı; farklı sektörlerdeki firmalarla görüşmeler yaparak dönemsel üretim, yurt içi ve yurt dışı satış, yatırım, istihdam, kredi koşulları, maliyet ve fiyat gelişmelerine ilişkin zamanlı bilgi edinmek, iktisadi faaliyeti yakından takip etmek ve TCMB ile reel sektör temsilcileri arasındaki iletişimi geliştirmek olarak belirlenmiştir. Görüşmeler sonucunda elde edilen bulgular, para politikası kararları için nitelikli ve zamanlı bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır. Görüşmeler sektörel, bölgesel ve ölçek düzeyinde toplam iktisadi faaliyet içindeki ağırlıkları dikkate alınarak oluşturulan örneklem çerçevesinde imalat sanayi, ticaret ve hizmet sektörlerindeki firmalar ile gerçekleştirilmektedir. Bu çalışma, firma görüşmeleri esas alınarak yapılan değerlendirme ve çıkarımları içermekte olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Elde edilen bilgi ve bulgular daha sonra yayımlanacak resmi istatistik, bilgi ve bulgularla farklılık gösterebilir.

Kutu 2.3

İmalat Sanayi İhracatçı Firmalarının İthal Girdi Payı

İhracatçı firmaların kur değişimlerinden ne derece etkilendiklerini anlamak açısından bu firmaların ithal girdi kullanımının dikkate alınması gerekmektedir. Bu oranın yüksek olması, Türk lirasında görülebilecek bir değer kaybının ihracatçı firmalar üzerindeki olumlu etkisini sınırlayabilmektedir. Bu kutuda imalat sanayi ihracatçı sermaye firmalarının ithal girdi paylarına dair 2009-2020 dönemi ortalamaları ile 2020 yılı için sektör bazında bilgi verilmektedir.

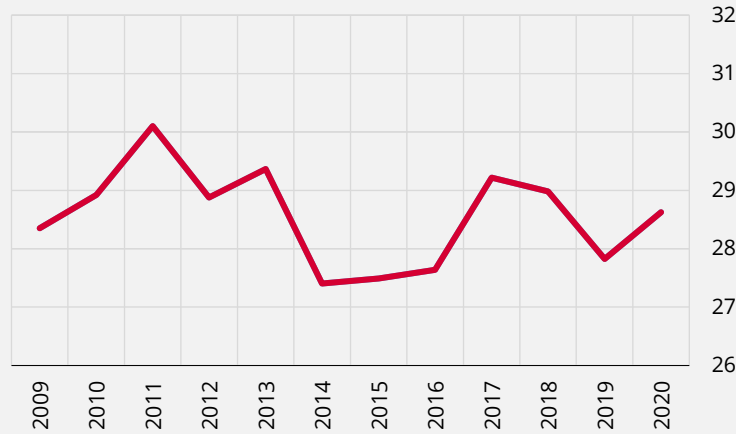
İthal girdi payı, firmaların doğrudan yurt dışı firmalardan yaptığı alımlarının (firma ithalatı), firmaların doğrudan yurt içi firmalardan ve yurt dışı firmalardan yaptıkları toplam alımlarına oranı alınarak hesaplanmaktadır.¹

$$\text{İthal Girdi Payı} = \frac{\text{Firma İthalatı}}{\text{Firma İthalatı} + \text{Firmanın Yurt içi Firmalardan Alımları}}$$

Firma bazında ithal girdi payının hesaplanmasında firma mali tabloları (bilanço ve gelir tabloları), firmalar arası alım-satımı gösteren beyan alış-beyan satış formları ile dış ticaret mikro verileri kullanılmıştır. Sektör ve yıl ortalamaları firmaların net satışlarına göre ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.²

2009-2020 yılları arasında ihracatçı imalat sanayi sermaye firmalarının ortalama ithal girdi payı yüzde 28,5 olarak hesaplanmıştır. Bu oran firmaların yurt içi firmalardan ve yurt dışı firmalardan yaptığı alımların yüzde 28,50'sinin yurt dışı firmalardan ithalat yoluyla yapıldığını göstermektedir (Grafik 1). 2020 yılında ise bu oran 28,63 ile tarihsel ortalamasına yakın seyretmiştir.

Grafik 1: İhracatçı İmalat Sanayi Firmalarının İthal Girdi Payı (%)



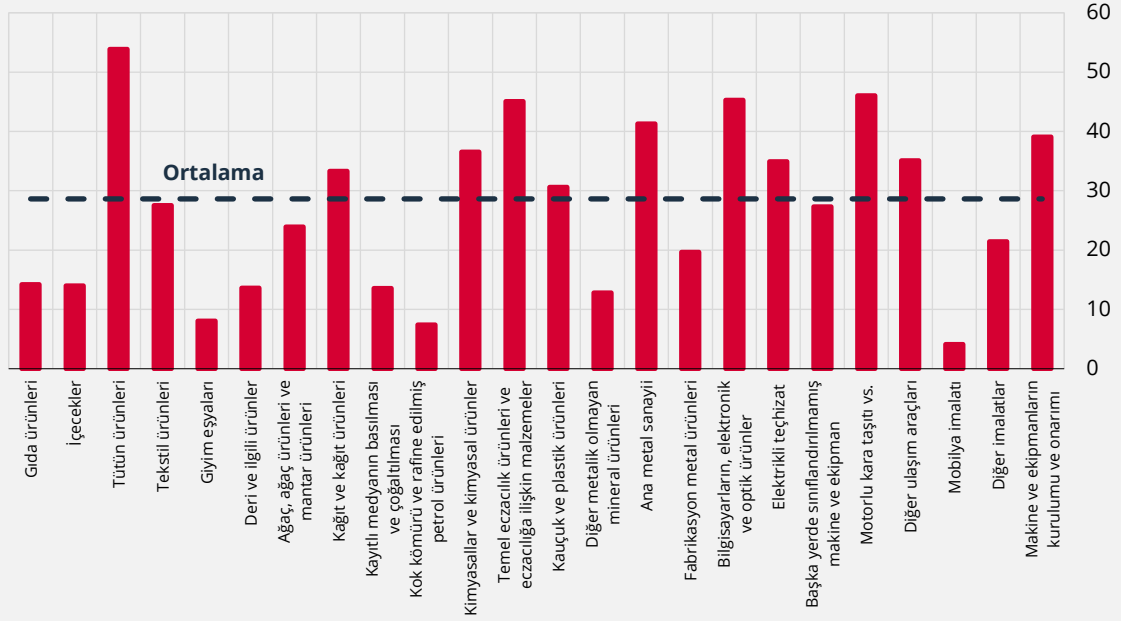
Kaynak: Mali Tablolar, Beyan Alış-Beyan Satış ve Dış Ticaret Verileri.

¹ İthal girdi payı firmaların doğrudan alımları üzerinden hesaplanmıştır. Firmaların tedarik zincirindeki konumu üzerinden tedarikçilerinin de ithal girdi kullanımını dikkate alındığında, ithal girdi payı yaklaşık %45 seviyesine ulaşmaktadır. (Akgündüz ve Fendoğlu, 2019).

² Alternatif olarak ithal girdi payı üretim maliyetine oranlanarak da hesaplanmıştır. Ayrıca sektörel ortalamalar hesaplanırken kullanılan ağırlıklandırmada net satışlar yerine toplam girdi (ithalat+yurt içi firmalardan yapılan alım) alternatif olarak kullanılmış ve benzer bulgular elde edilmiştir.

2020 yılı için firma ithal girdi payı sektör bazında incelendiğinde ise tütün ürünleri, motorlu kara taşıtı, bilgisayar, elektronik ve optik ürünler, temel eczacılık ürünleri imalatı ile ana metal sanayi alanları yüzde 40'ın üzerinde ithal girdi payı ile en yüksek ithal girdi payına sahip sektörler olarak öne çıkmaktadır (Grafik 2).

Grafik 2: 2020 Yılında Sektör Bazında İthal Girdi Payı (%)



Kaynak: Mali Tablolar, Beyan Alış-Beyan Satış ve Dış Ticaret Verileri.

Kaynakça

Akgündüz, Y. E. & Fendoğlu, S. (2019). İhracat, İthal Girdi Kullanımı ve Tedarik Zinciri, TCMB Çalışma Tebliği Serisi, No: 19/8.

Kutu 2.4

Anket Göstergeleri Sektörel Düzeyde Tedarik Zinciri Gelişmeleri Hakkında Ne Söylüyor?

Küresel ekonomiler salgınla beraber tedarik zincirlerinde görülen aksaklıklarla mücadele etmek zorunda kalmıştır. Salgının başlarında görülen fabrika kapanmaları, istihdam kayıpları ve hareketliliğin kısıtlanması lojistik ağlarında sıkıntılara, navlun maliyetlerinin artmasına ve teslimat sürelerinin uzamasına yol açmıştır. Aşılmanın yaygınlaşması ile salgın tedbirlerinin kademeli olarak kaldırılması küresel talebin artmasını sağlamıştır. Buna bağlı olarak küresel ticarete görülen toparlanmayla birlikte petrol fiyatları başta olmak üzere emtiaların geneline yayılan fiyat artışları nedeniyle taşımacılık maliyetleri tarihi yüksek seviyelere çıkmıştır. Nitekim, küresel ölçekte konteyner ve navlun maliyetlerine ilişkin göstergelerdeki hareketler oldukça çarpıcı olmuştur. Çeşitli nakliye rotalarındaki konteyner maliyetlerinin ağırlıklı bir bileşik göstergesi olan Drewry Konteyner Endeksi 2021 yılında ortalama yıllık yüzde 252 oranında yükselmiş; 2022 Ocak ayı itibarıyla yüksek seviyelerini korumuştur. Navlun maliyetlerine ilişkin göstergelerden biri olan ve kömür, çelik, tahıl gibi ham madde emtialarının çeşitli rotalara nakliye fiyatlarının ortalamasını gösteren Baltık Kuru Yük Endeksi de 2021 yılı genelinde yıllık ortalama yüzde 175 oranında artış sergilemiştir. Ancak geleneksel nakliye sezonu olan Ağustos-Ekim aylarının geçmesi ve bazı ülkelerin tedarik darboğazını azaltmak için limanlarda verimliliği artırmak, çalışma saatlerini uzatmak gibi tedbirler uygulaması endeksin Ekim ayından sonra düşüş eğilimi göstermesini sağlamıştır (Grafik 1). Bununla beraber, son dönemde farklı rotalardaki konteyner fiyatlarında azalış görülsede özellikle Çin'den Akdeniz, Avrupa ve ABD yönüne olan güzergâhlarda yüksek seviyelerin muhafaza edildiği görülmektedir (Grafik 2). Son olarak, New York FED'in çeşitli nakliye maliyetleri endeksleri ve hava kargo fiyatları ile ülkelere özgü tedarik zincirine ilişkin değişkenleri kullanarak türettiği küresel tedarik zinciri baskı endeksi de 2021 yılı sonunda tarihsel olarak en yüksek düzeye çıkmıştır (Grafik 3).

Grafik 1: Drewry Dünya Konteyner Endeksi (Bin ABD Doları) ve Baltık Kuru Yük Endeksi (Bin ABD Doları)

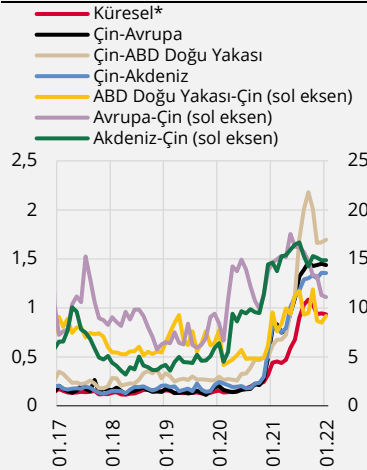


Kaynak: Bloomberg.

* Endeks, 8 nakliye rotasının (Şanghay-Rotterdam, Rotterdam-Şanghay, Şanghay-Cenova, Şanghay-Los Angeles, Los Angeles-Şanghay, Şanghay-New York, New York-Rotterdam, Rotterdam-New York) konteyner maliyetlerinin boyuta göre ağırlıklı ortalamasından elde edilmektedir.

** 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. Ocak 2022 ilk 21 günün ortalamasını göstermektedir.

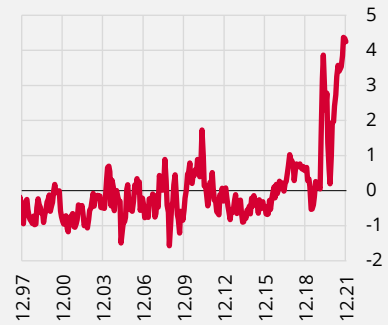
Grafik 2: Freightos Baltık Konteyner Endeksi (Küresel ve Seçilmiş Rotalar, Bin ABD Doları)



Kaynak: Bloomberg.

* Küresel Freightos Baltık Konteyner endeksi 12 rotaya ait konteyner (40 ft) endeksinin ağırlıklı ortalamasını göstermektedir. Ocak 2022 ilk 21 günün ortalamasını göstermektedir.

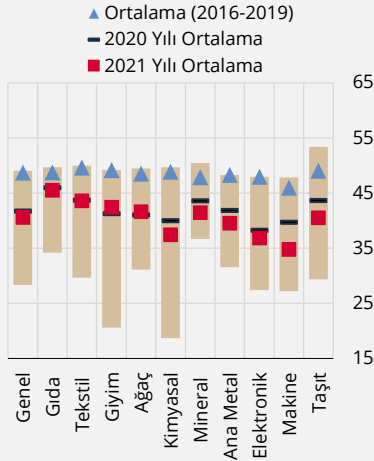
Grafik 3: Küresel Tedarik Zinciri Baskı Endeksi (Ortalama Değerden Standart Sapmalar)



Kaynak: New York FED.

Uluslararası tedarik zincirinde yaşanan sorunların yurt içi arz gelişmeleri üzerinde gerek doğrudan gerekse dolaylı yollardan dikkat çekici etkileri olmuştur. Çeşitli anket göstergeleri de sektörel düzeyde bu tesirleri anlama açısından önemli bilgiler sağlamaktadır. Tedarik zinciri gecikmelerinin imalat sanayi firmalarını ne ölçüde etkilediğini gösteren "tedarikçi teslimat süreleri", firmaların siparişi aldığı ancak daha tamamlamadığı işlerin hacmini gösteren "birikmiş işler" ile firmaların stok birikim boyutunu ölçen "girdi stoku" PMI anketinde tedarik zinciri gelişmelerini takip etmek için kullanılabilir değişkenler olarak ön plana çıkmaktadır. Tedarikçilerin teslim sürelerine bakıldığında ham madde temininde süregelen güçlükler ve nakliye konusunda yaşanan sıkıntılar nedeniyle sektörlerin tümünün salgın öncesi seviyelere ulaşamadığı ve tedarikçilerin teslim sürelerinin arttığı görülmektedir. Küresel entegrasyonu yüksek olan elektrik ve elektronik ürünleri üreten firmalar ile kimyasal, plastik, kauçuk, makine ve metal ürünleri üreten firmaların tedarikçi teslim süreleri geçmiş ortalamalarından önemli ölçüde ayrılmıştır. Küresel ölçekte salgına bağlı tedbirlerin kaldırılmasıyla salgın koşullarına duyarlılığı yüksek olan turizm bağlantılı sektörlerden giyim ve deri sektörü ile ağaç ve kağıt sektörlerinin teslimat süreleri ise 2021 yılında pozitif farklılaşmıştır (Grafik 4). Girdi temininde yaşanan zorluklar sebebiyle inşaat bağlantılı ana metal ürünleri ile metalik olmayan mineral maddeler üreten firmaların birikmiş işlerinin arttığı görülmektedir (Grafik 5). Girdi stoku göstergesi incelediğinde ise mal ihracatçısı taşıt sektörü ile turizm bağlantılı giyim, deri ve tekstil sektörlerinin girdi stoklarının toparlandığı izlenmektedir (Grafik 6).

Grafik 4: PMI Tedarikçilerin Teslim Süresi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye) *



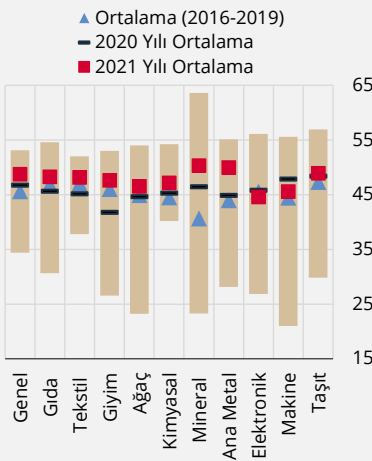
Kaynak: Markit.

* Çubuk barlar 2020-2021 yılları arası en düşük ve en yüksek seviyeleri göstermektedir.

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

Grafik 5: PMI Birikmiş İşler

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye) *

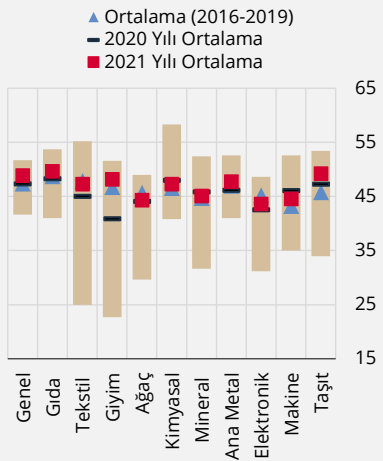


Kaynak: Markit.

* Çubuk barlar 2020-2021 yılları arası en düşük ve en yüksek seviyeleri göstermektedir.

Grafik 6: PMI Girdi Stoku

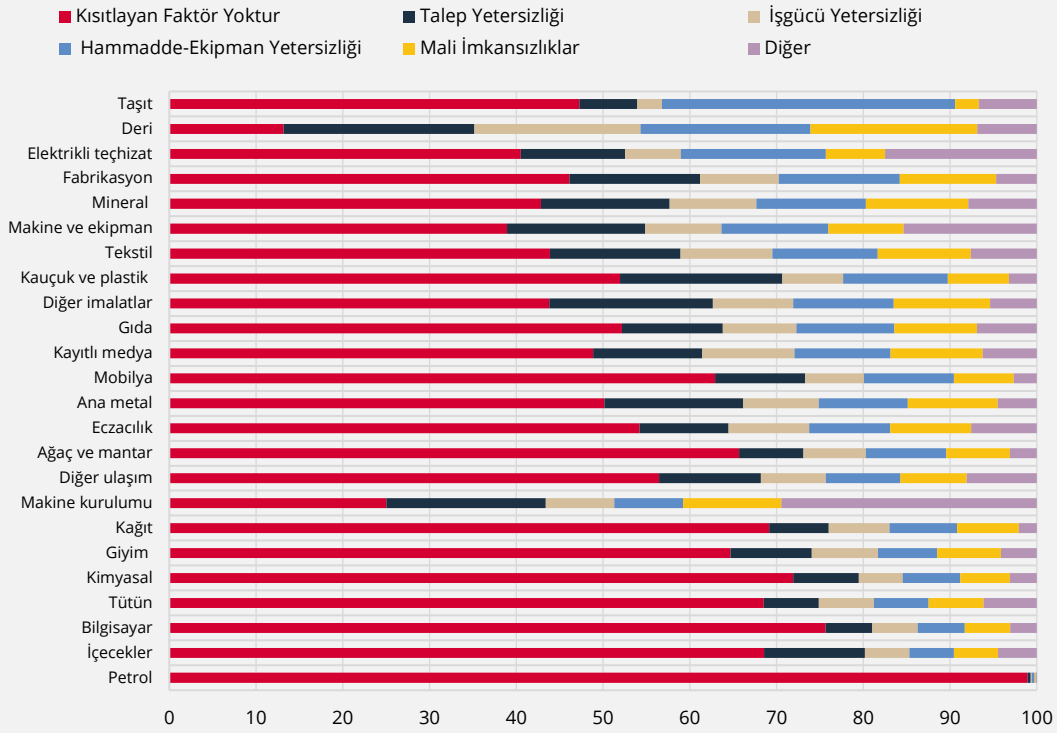
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye) *



Kaynak: Markit.

* Çubuk barlar 2020-2021 yılları arası en düşük ve en yüksek seviyeleri göstermektedir.

İktisadi Yönelim Anketi (İYA)'nde üç ayda bir sorulan sorularda üretimi kısıtlayan faktör olmadığını belirten firma sayısı 2022 yılı ilk çeyreğinde artmıştır. Üretimi kısıtlayan faktörler arasında ham madde ve ekipman yetersizliğini gösteren firmaların oranı azalmakla birlikte tarihsel ortalamalardan yüksek seyretmesi tedarik zinciri kaynaklı arz sorunlarının devam ettiğine işaret etmektedir. Özellikle salgının gidişatına hassasiyeti yüksek olan ihracatçı sektörlerde (taşıt, deri, elektrikli teçhizat, tekstil) üretimi kısıtlayan faktörler içinde arz sıkıntıları önemli bir paya sahiptir (Grafik 7).

Grafik 7: İktisadi Yönelim Anketi Üretimi Kısıtlayan Faktörler (2022 Ç1)

Kaynak: TCMB.

Özetle, salgının başlarında kapanmalar, işgücü eksikliği ve lojistik sorunlar ile yükselmeye başlayan taşımacılık maliyetleri ertelenmiş talep ve küresel ticaretin artması ile tarihi yüksek düzeylere çıkmıştır. Küresel tedarik zincirinde görülen bu sorunlar yurt içi imalat sanayi firmalarının ham madde temininde ve nakliye konusunda sıkıntılar yaşamasına neden olmuştur. Anket göstergeleri, uluslararası etkileşimi yüksek ve salgın koşullarına duyarlılığı fazla olan sektörlerin daha çok arz sıkıntısı yaşadığına işaret etmektedir.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

İktisadi faaliyet, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde salgın kaynaklı normalleşme adımlarının iç talep üzerindeki yansımalarıyla güçlü seyrini korumuştur. Bu dönemde toplam talep koşullarının geçmiş öngörülerini de sınırlı bir miktar aşarak eğiliminin üzerinde seyretmeye devam ettiği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, salgın tedbirlerinden daha fazla etkilenen sektörlerdeki açılmaya bağlı olarak gerçekleşen toparlanma büyümenin daha dengeli bir zeminde oluşmasına imkân sağlamıştır. Öncü göstergeler, yılın dördüncü çeyreğinde de iktisadi faaliyetin iç ve dış talebin katkısıyla güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahmini 2021 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreği için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

2021 yılının dördüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu ve B endeksi enflasyonu sırasıyla yüzde 36,08 ve yüzde 34,89 seviyesinde gerçekleşerek Ekim Enflasyon Raporu tahmin aralığının belirgin şekilde üzerinde kalmıştır. Tahmin sapmasında döviz kuru gelişmeleri belirleyici olmuştur. Türk lirasında gözlenen sert değer kayıpları ve kur oynaklığındaki yüksek seviyeler fiyatlamaya davranışlarını da olumsuz etkileyerek döviz kuru geçişkenliğini artırmıştır. Diğer yandan güçlü seyreden toplam talep koşulları, uluslararası ithalat fiyatlarındaki yüksek seviyeler, küresel tedarik sorunları ve enflasyon beklentilerindeki artış tüketici enflasyonunu talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden olumsuz etkilemiştir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2021-III	2021-IV
Çıktı Açığı (Yüzde)	3,4 (2,5)	2,9 (2,1)
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	19,6 (19,6)	36,1 (18,4)
B** Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	18,6 (18,6)	34,9 (17,3)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

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

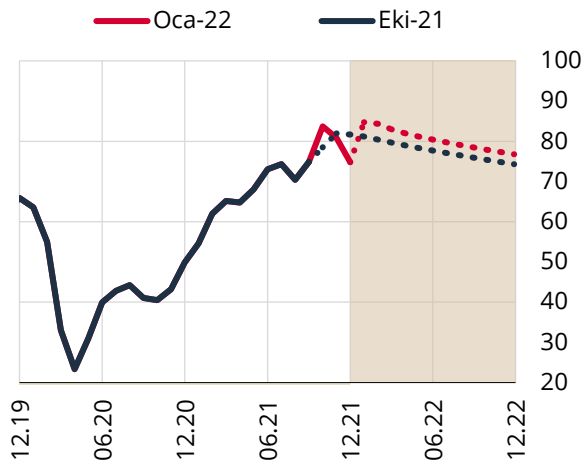
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel iktisadi faaliyet üzerinde omikron varyantı kaynaklı belirsizliklerin artmasına bağlı olarak dış talep görünümü geçtiğimiz rapor dönemine göre sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Yakın zamanda hızla yayılarak etkisini artıran omikron varyantı başta Avrupa ve Kuzey Amerika olmak üzere dünya genelinde vaka sayılarını daha önce hiç olmadığı kadar artırmıştır. Ancak, hem yeni varyantın hastaneye yatış riskini azaltması, hem de aşılama oranlarındaki artış sebebiyle ülkeler vaka sayılarındaki artışa rağmen iktisadi faaliyeti sekteye uğratabilecek kapanma önlemlerine başvurmamışlardır. Bu sebeple, her ne kadar vaka sayılarındaki artış, üretim faaliyetlerine ilişkin ileriye dönük riskleri canlı tutarak büyüme beklentilerini olumsuz etkilese de bu olumsuz etkinin oldukça sınırlı kalacağı değerlendirilmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, Türkiye'nin dış talep görünümünü yansıtan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir.

Küresel enflasyondaki artışa bağlı olarak 2022 yılında finansal koşulların bir önceki rapor döneminde öngörülenden daha sıkı olacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Arz-talep uyumsuzlukları, üretim darboğazları ve uluslararası emtia fiyatlarındaki artışın etkisiyle küresel enflasyon tarihi yüksek seviyelere tırmanmıştır. Arz kısıtları ve tedarik zincirlerindeki aksamanın halen önemini korumasıyla küresel merkez bankaları tarafından geçici olması beklenen enflasyondaki artışın ilk etapta öngörülenden daha kalıcı olacağı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası iletişimlerinde ayrışma gözlenmekle birlikte, merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir.

Uluslararası ham petrol fiyatları ve ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenmiştir. Uluslararası emtia fiyatları geçtiğimiz rapor dönemine göre yüksek seviyelerini korumakla beraber, omikron varyantı kaynaklı belirsizliklerle oynak bir seyir izlemiştir. Ham petrol fiyatları, Aralık ayında salgın hastalığa yönelik endişelerle düşüş gösterirken, Ocak ayında omikron varyantının küresel enerji talebi üzerindeki etkilerinin sınırlı kalacağı beklentisiyle tekrar yükselmiştir. Bir önceki rapor döneminde görülen yüksek artışların ardından gerileyen doğalgaz fiyatları halen yüksek seviyelerini korumaktadır. Vadeli fiyat eğrileri, ham petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının sınırlı bir miktar üzerinde kalacağına işaret etmektedir. Bu doğrultuda, ham petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlar 2022 yılında ortalama 80,4 ABD dolarına, 2023 yılında ise ortalama 74,3 ABD dolarına güncellenmiştir (Tablo 3.1.2). Enerji dışı emtia fiyatları ise arz-talep uyumsuzluğu, taşımacılık maliyetlerindeki artışlar ve tarımsal kuraklığa bağlı olarak yükselişine devam etmiştir. İthalat fiyatlarının genel seviyesine ilişkin varsayımlar da yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

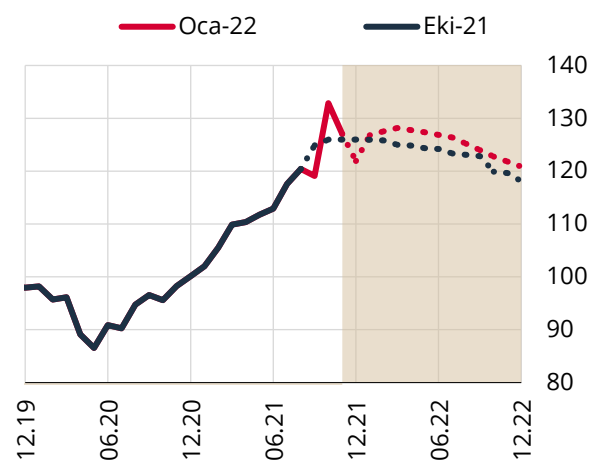
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gıda fiyatları başta döviz kuru gelişmeleri olmak üzere, uluslararası gıda fiyatlarında süregelen artışların birikimli etkileri ve tarımsal kuraklığa bağlı olarak 2022 ve 2023 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir.

Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu 2021 yılının son çeyreğinde yüzde 28,8'den yüzde 43,8'e yükselerek Ekim Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalmıştır. Gıda enflasyonundaki yükselişte Türk lirasında görülen sert değer kayıpları belirleyici olurken, işlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında arz kısıtları ve tarımsal kuraklığın da katkısıyla genele yayılan bir artış görülmüştür. Önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarının döviz kurunda görülen değer kaybının gecikmeli etkileri, arz kısıtları ve taşımacılık maliyetlerindeki artışlar nedeniyle bir süre daha yüksek seviyelerini koruyacağı ve yıl sonuna doğru baz etkisiyle de düşüşe geçerek 2022 yılını yüzde 24,2, 2023 yılını ise yüzde 10,0 seviyesinde tamamlayacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2021	2022	2023
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	4,8 (4,8)	4,3 (4,5)	3,0 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	70,5 (70,8)	80,4 (77,5)	74,3 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	22,9 (23,1)	8,2 (6,0)	-6,7 (-)
Gıda Fiyatları (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	43,8 (23,4)	24,2 (13,9)	10,0 (-)

* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

Yılın dördüncü çeyreğinde vergi ayarlamaları ile kamu tarafından yönetilen ve yönlendirilen fiyatların enflasyon üzerindeki etkisi olumsuz yönde olmuştur. Bir önceki çeyrekte sıfırlanan akaryakıt ürünlerindeki ÖTV oranları, bu dönemde eşel mobil sistemi öncesi seviyelere yükseltilmiştir. Ayrıca, elektrik ve doğalgaz fiyatları için üretici tarifelerinde yapılan artışlar tüketici fiyatlarını maliyet kanalı üzerinden dolaylı bir şekilde etkilemiştir. Yine bu dönemde çiğ süt referans fiyatındaki artış da ilgili gıda ve yiyecek hizmetlerini olumsuz yönde etkileyen bir diğer unsur olmuştur. 2022 yılının başında elektrik ve doğalgaz fiyatları tüketici tarifeleri için artırılmış, alkol ve tütün ürünlerinden alınan ÖTV oranlarına ise ÜFE artışı yansıtılmıştır. Bunların yanında, önümüzdeki dönemde geçmişe endeksleme davranışının belirgin olduğu eğitim faaliyetleri, sağlık hizmetleri ve ilaç kalemlerinde görülebilecek yüksek artışlar enflasyon görünümünü kısa vadede olumsuz etkileyebilecektir.

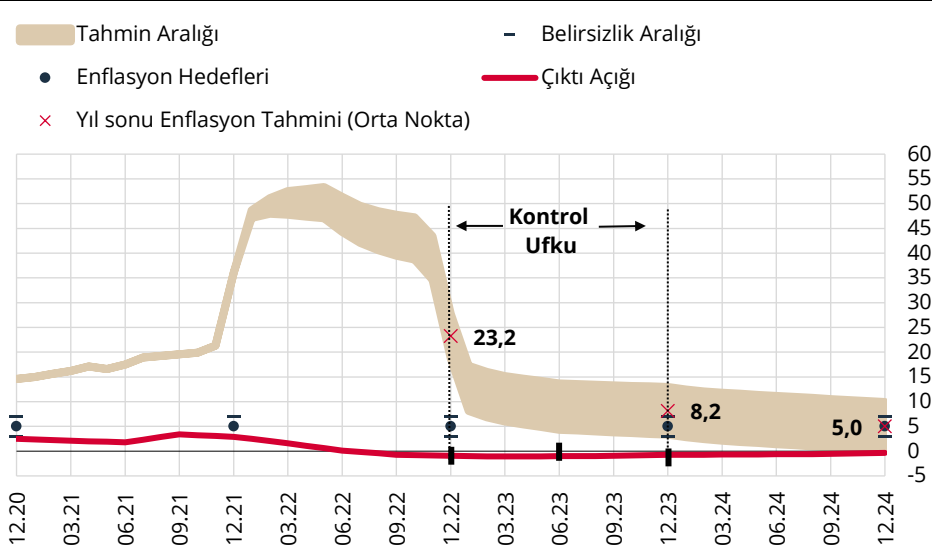
Orta vadeli tahminler üretilirken, makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı, koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu bağlamda, kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının orta vadede enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Dezenflasyonu 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.

Para politikası duruşu, enflasyon görünümüne yönelik risklerin kaynağına, kalıcılığına ve para politikası ile ne ölçüde kontrol altına alınabileceğine dair değerlendirmeler dikkate alınarak, temkinli bir yaklaşımla sürdürülebilir fiyat istikrarı hedefine ulaşılması odağında belirlenecektir. Sürdürülebilir fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tesisi için atılan adımlar ile birlikte, enflasyonda baz etkilerinin de ortadan kalkmasıyla dezenflasyonist sürecin başlayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2022 yılı sonunda yüzde 23,2 olarak gerçekleşeceği, 2023 yıl sonunda yüzde 8,2'ye ve 2024 yıl sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5 seviyesine gerileyerek istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 23,2 olmak üzere, yüzde 18,6 ile yüzde 27,8 aralığında; 2023 yılı sonunda orta noktası yüzde 8,2 olmak üzere yüzde 3,4 ile yüzde 13,0 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yakın dönemdeki enflasyon gerçekleştirmeleri ve enflasyon görünümünü etkileyen tüm unsurlar ışığında 2022 ve 2023 yıl sonu enflasyon tahminleri bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 3.2.2). İktisadi faaliyet, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde aşılamadaki güçlü ivme ile birlikte kısıtlamaların hafifletilmesi ve turizm faaliyetindeki toparlanma eğiliminin belirginleşmesiyle kuvvetli seyrini sürdürmüştür. Üçüncü çeyrekte yıllık büyümeye iç talep güçlü katkı vermiştir. Son çeyreğe ilişkin öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin, dış talebin de etkisiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, aşılamanın toplumun geneline yayılması salgından olumsuz etkilenen hizmetler, turizm ve bağlantılı sektörlerin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Ancak, toplam talep koşulları yılın son çeyreğinde bir miktar ivme kaybetmekle birlikte Ekim Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülerden daha güçlü bir seyir izlemeye devam etmiştir. Bu nedenle, çıktı açığı tahminleri 2021 yılı üçüncü ve dördüncü çeyreği için belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, para politikasını destekleyecek makro ihtiyati araçlar ve kur korumalı mevduat gibi finansal ürünlerin katkısıyla döviz kuru ve finansal piyasalardaki oynaklığın azalması beklenmektedir. Son dönemde başta döviz kurları, ithalat fiyatları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışların yanı sıra, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi güçlü arz yönlü unsurlar enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Ayrıca, aşılamadaki güçlü ivmeye bağlı talep yönlü gelişmeler ile enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler, fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir.

Arz ve talep şoklarının ayrıştırılmasına yönelik analizler dikkate alınarak Kasım-Aralık aylarında politika faizi toplamda 200 baz puan indirilmiştir. Bu çerçevede, Kurul Aralık ayında para politikasının etki alanı dışındaki arz yönlü arızı unsurlardan kaynaklı faktörlerin fiyat artışları üzerinde oluşturduğu geçici etkilerin ima ettiği alanın kullanımının tamamlanmasına karar vermiştir. Alınmış olan kararların birikimli etkileri 2022 yılının ilk çeyreğinde yakından takip edilecek ve bu dönemde fiyat istikrarının sürdürülebilir bir zeminde yeniden şekillenmesi amacıyla geniş kapsamlı politika çerçevesi gözden geçirme süreci yürütülecektir.

Tablo 3.2.1: 2022 ve 2023 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

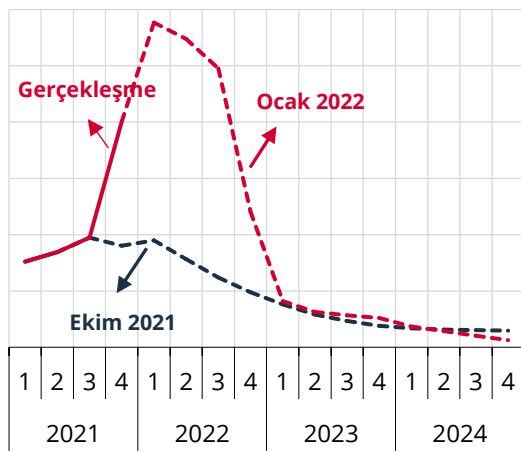
	2022	2023
2021- IV (Ekim 2021) Tahmini (%)	11,8	7,0
2022 - I (Ocak 2022) Tahmini (%)	23,2	8,2
2021-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	+11,4	+1,2
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dâhil)	+4,2	+0,5
Gıda Fiyatları	+2,5	+0,1
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	+3,0	-
Birim İş Gücü Maliyeti	+2,0	-
Çıktı Açığı	-0,3	-0,2
Enflasyon Tahminindeki Sapma / Enflasyonun Ana Eğilimi	-	+0,8

Kaynak: TCMB.

2022 yıl sonu enflasyon tahmini 11,4 puanlık güncellemeyle yüzde 11,8'den yüzde 23,2'ye yükseltilmiştir. Bir önceki Rapor dönemine göre Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarına bağlı güncelleme enflasyon tahminini 4,2 puan artırırken; gıda fiyatları varsayımındaki artıştan ilave 2,5 puan katkı gelmiştir. Diğer yandan, yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, büyük ölçüde alkol-tütün fiyatları ile elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artış kaynaklı olarak, yıl sonu enflasyon tahminini 3,0 puan yukarı çekmiştir. Ayrıca, birim iş gücü maliyetleri 2022 yılı için belirlenen asgari ücret artışına bağlı olarak 2,0 puanlık yükseltici etki yapmıştır. Çıktı açığındaki güncellemeden ise enflasyon tahminine 0,3 puan azaltıcı yönde katkı gelmiştir (Tablo 3.2.1).

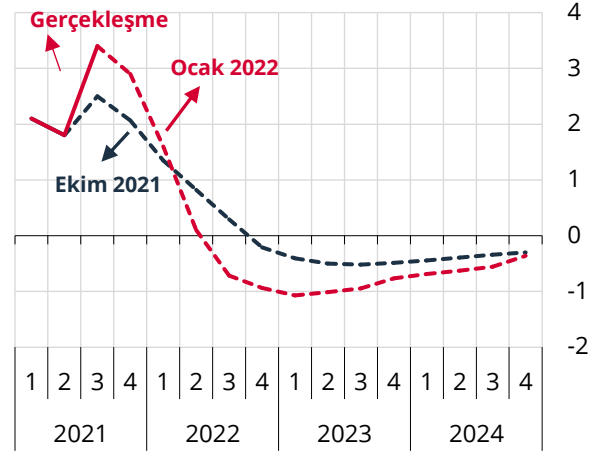
2023 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 7'den yüzde 8,2'ye güncellenmiştir. Başlangıç koşullarındaki güncellenmenin enflasyonun ana eğilimine etkileri 2023 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan yukarı çekmektedir. Diğer yandan, gıda fiyatları varsayımındaki güncellemeden ise 0,1 puan katkı gelmektedir. Ayrıca, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları da tahmine 0,5 puan yükseltici yönde katkıda bulunmaktadır. Diğer taraftan, çıktı açığındaki güncelleme de tahmine 0,2 puan azaltıcı yönde katkıda bulunmaktadır (Tablo 3.2.1).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)



Kaynak: TCMB.

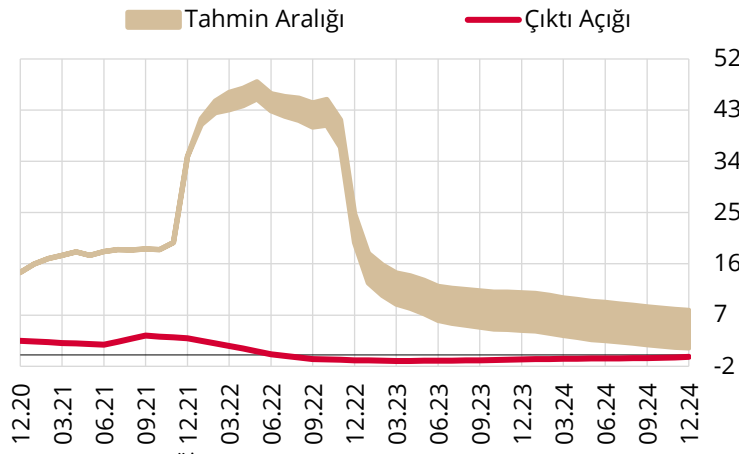
Tahminler, küresel iktisadi faaliyetteki güçlü toparlanmanın, yeni varyantların ortaya çıkması ile oluşan belirsizlik ortamına bağlı olarak yakın dönemde sınırlı oranda gerilediği bir görünüm ile yükselen küresel enflasyon ve enflasyon beklentilerinin küresel finansal koşullar üzerindeki etkilerinin bir önceki Rapor dönemine göre daha belirgin olduğu bir görünümü esas almaktadır. Küresel iktisadi faaliyette yaşanan toparlanma ve aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında yeni varyantlar nedeniyle kapanma tedbirlerinin ve seyahat kısıtlamalarının yeniden başlaması küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmakta ve belirsizlikleri artırmaktadır. Bu çerçevede yakın dönemde açıklanan güven endeksleri, salgının etkisiyle düşük seyrini sürdürmüştür. Küresel talepteki toparlanma, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve taşımacılık maliyetlerindeki artış uluslararası ölçekte üretici ve tüketici fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır. Yüksek küresel enflasyonun, enflasyon beklentileri ve uluslararası finansal piyasalar üzerindeki etkileri yakından izlenmekle birlikte, gelişmiş ülke merkez bankaları artan enerji fiyatları ve arz-talep uyumsuzluğuna bağlı olarak enflasyonda görülen yükselişin beklenenden uzun sürebileceğini değerlendirmektedir. Gelişmiş ülkelerde uzun vadeli tahvil faizlerindeki oynaklık ve küresel finansal koşulların seyri gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarına ilişkin riskleri canlı tutmaktadır. Söz konusu risklerin Türkiye'ye yönelik portföy akımları kanalıyla yaratabileceği etkilerin, yurt dışı yerleşiklerin portföy pozisyonlanmalarındaki mevcut seviyeler dikkate alındığında daha sınırlı kalabileceği değerlendirilmektedir.

Mevcut para politikası çerçevesinin ve makroihtiyati tedbirlerin etkisiyle önümüzdeki dönemde toplam talep koşullarının potansiyeline yakın bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin dış talebin de katkısıyla güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. 2022 yılında iktisadi faaliyetin seyrine yönelik olarak, finansal piyasalardaki dalgalanmaların geçmiş dönem tecrübelerinin aksine ani bir yavaşlatıcı etkide bulunmayacağı, böylece, iç talebin ılımlı bir şekilde potansiyeline yakınsayacağı düşünülmektedir. Nitekim, yüksek frekanslı veriler de 2022 yılı başında ani bir zayıflamaya işaret etmemektedir. Diğer yandan dış talep koşullarının yıl boyunca destekleyici olmaya devam edeceği, başta turizm faaliyetleri olmak üzere mal ve hizmet ihracatının iktisadi faaliyeti olumlu etkilemeyi sürdüreceği değerlendirilmektedir. Bankaların kredi verme eğilimini yansıtan kredi-mevduat faiz farkı bir önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmiştir. Enflasyon gelişmeleri değerlendirildiğinde, yakın dönemdeki döviz kuru gelişmeleri, yurt içi enerji fiyatlarındaki artışlar, uluslararası emtia fiyatlarında süregelen olumsuz seyir ve yeniden belirginleşen tedarik sorunları, üretici fiyatlarının önemli ölçüde yükselmesine neden olmuştur. Bu

nedenle tüketici fiyatları üzerindeki maliyet baskıları devam etmektedir. Arıza unsurlardan kaynaklı bu etkilerin ortadan kalkmasıyla enflasyonun düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. Hem makroihtiyati politikalar hem de para politikasındaki uyarılamanın kredi büyümesi ve kompozisyonu üzerindeki etkilerinin dezenflasyonist sürece katkı sağlaması beklenmektedir. Ayrıca, asgari ücretin oluşturacağı ilave enflasyon ve yönetilen fiyatlardaki artışlar kısa vadeli enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. Sürdürülebilir fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tesisi için atılan adımlar ile birlikte, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal piyasalardaki oynaklıkların iyileşeceği; enflasyonda baz etkilerinin de ortadan kalkmasıyla dezenflasyonist sürecin başlayacağı değerlendirilmektedir.

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 2022 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 görünüm 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>Maliyet Baskıları</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Üretici fiyatları üzerindeki baskılar artarak devam etmektedir. ▪ Türk lirasında gözlenen değer kaybının birikimli etkileri, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, arz kısıtları ile taşımacılık maliyetleri bu baskıları açıklayan öncelikli faktörler olmaktadır. ▪ Ek olarak, enerji piyasalarındaki gelişmeler, elektrik, doğal gaz gibi üreticilere yönelik yapılan fiyat ayarlamaları bu çerçevede izlenmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi ▪ OPEC+ kararları ▪ Endüstriyel metal fiyatları ▪ Tarımsal emtia fiyatları ▪ Tarım ürünlerindeki arz-talep dengesi ▪ Üretici ve tüketici fiyatları farklılaşmasına ilişkin göstergeler ▪ Küresel tedarik göstergeleri, taşıma ve navlun maliyetleri ▪ İklim değişikliği, kuraklık göstergeleri ▪ Uluslararası gıda fiyatları göstergeleri ▪ Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler ▪ Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar
<p>Yurt İçi ve Yurt Dışı Finansal Piyasalara İlişkin Belirsizlikler</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Döviz kuruna ilişkin gelişmeler, önümüzdeki dönemde de yakından takip edilecek en önemli risk unsurudur. ▪ Para politikası duruşu ile birlikte kur korumalı mevduat ürününün piyasalardaki oynaklığı azaltması; böylece öngörülebilirliğin artması beklenmektedir. ▪ Para ikamesi yönelimi, ülke risk priminin seyri gibi göstergeler yakından takip edilecektir. ▪ Küresel enflasyon hızlanarak artmaya devam ederken, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası iletişimlerinde ayrışma gözlenmektedir. ▪ Bununla beraber, merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir. ▪ Olası bir sıkılaştırma senaryosu sermaye akımları ve küresel risk iştahı kanalıyla finansal piyasalar üzerinde etkili olabilecektir. ▪ Öte yandan, söz konusu risklerin Türkiye'ye yönelik portföy akımları kanalıyla yaratabileceği etkilerin, yurt dışında yerleşiklerin portföy pozisyonlanmalarındaki mevcut seviyeler dikkate alındığında daha sınırlı kalabileceği değerlendirilmektedir. ▪ Kur korumalı mevduat ürünüyle birlikte mevduat faizleri politika faizinden bir miktar ayrılmış, kredi faizleri de izleyen dönemde bu ayrılmaya eşlik etmiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Talep ve büyüme bileşenlerinin seyri ▪ Kredi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler ▪ Kredi koşulları (Banka Kredileri Eğilim Anketi) ▪ Ödemeler dengesi finansmanı ▪ Hisse senedi ve DİBS piyasalarına yönelik portföy akımları ▪ Gelişmiş ülke tahvil getirileri ve para politikası duruşları ▪ Risk primi göstergeleri ▪ Dolarizasyon göstergeleri ▪ Küresel enflasyon göstergeleri ▪ Küresel para politikalarının seyri

Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler*

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Son çeyrekte oldukça güçlü seyreden kredi büyümesinin ılımlı bir seyre dönmesi, böylece dezenflasyonist patikaya katkıda bulunması beklenmektedir. ▪ Makroihtiyati tedbirler ile birlikte 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. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kur korumalı mevduat ürününe ilişkin talep ve arz göstergeleri
<p>Salgın ve İktisadi Faaliyet</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Omikron varyantı kaynaklı artan vaka sayılarına rağmen, aşılama oranlarındaki artış ve salgın koşullarında faaliyetin devam ettirilebilmesi ile ilgili edinilen deneyimin katkısı ile iktisadi faaliyet üzerindeki riskler yukarı yönlü kalmıştır. ▪ Küresel büyüme görünümü, yeni varyant kaynaklı endişeler ve belirsizlik nedeniyle bir miktar bozulma göstermiştir. ▪ Yurt içi iktisadi faaliyet güçlü seyrini sürdürmektedir. 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. ▪ Sanayi sektöründe artan kapasite ihtiyacı nedeniyle yatırım eğilimindeki yüksek seviyeler korunmaktadır. ▪ Salgınla ilişkili olarak vaka ve ölüm sayılarındaki değişimler, yeni varyant ve salgın dalgalarına ilişkin gelişmeler ve bu gelişmelerin yurt içi ve yurt dışı talep koşullarına etkisi yakından takip edilmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Salgının ve aşılama sürecinin yurt içi ve yurt dışındaki seyri ▪ İhracat, cari denge, turizm ve taşımacılık gelişmeleri ▪ Sektörler ve alt gruplar bazında talep ve enflasyon göstergeleri ▪ Ücret ve işgücü maliyet endeksleri
<p>Fiyatlama Davranışları ve Enflasyon Beklentilerinin Yüksek Seyri</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Son dönemde açıklanan veriler fiyatlama davranışlarındaki bozulmaların, enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri artırdığına işaret etmektedir. ▪ Fiyatların güncelleme sıklığının artması, buna paralel olarak fiyatların ortalama kalış sürelerinin azalması enflasyonu hızlandıran başlıca faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. ▪ Ayrıca kura endeksleme eğiliminin artması, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliği de belirgin şekilde yükseltmektedir. ▪ Ankete dayalı göstergeler ve enflasyon telafileri, enflasyon beklentilerinin arttığına işaret etmektedir. ▪ Beklentilerin yanı sıra enflasyon belirsizliği de artış göstermektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ankete ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri ▪ Geçmiş endeksleme davranışına dair göstergeler ▪ Enflasyon belirsizliği göstergeleri ▪ Finansal oynaklık göstergeleri

Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler*

Para, Maliye ve Finansal Politikaların Eşgüdümü <ul style="list-style-type: none">Yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın üzerinde kalması enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesine yol açabilecektir.	<ul style="list-style-type: none">Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamalarıVergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmelerKamu ücret politikalarıBütçe ve kamu borç stoku göstergeleriMali duruş (yapısal bütçe dengesi)
---	---

* 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
ISSN 1306-4509