

## 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.**

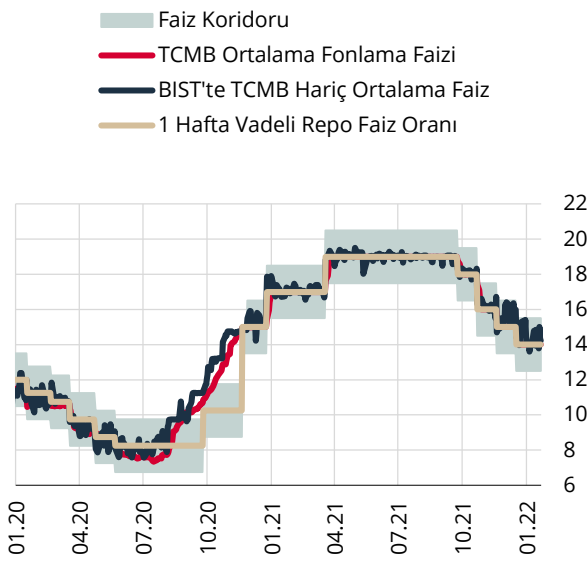
TCMB, 1-17 Aralık döneminde döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle beş kez piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale etmiştir. Aralık ayı içinde alınan politika kararlarının (Tablo 1.1) etkisiyle döviz kurlarındaki oynaklık gerileme kaydetmiştir.

**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).

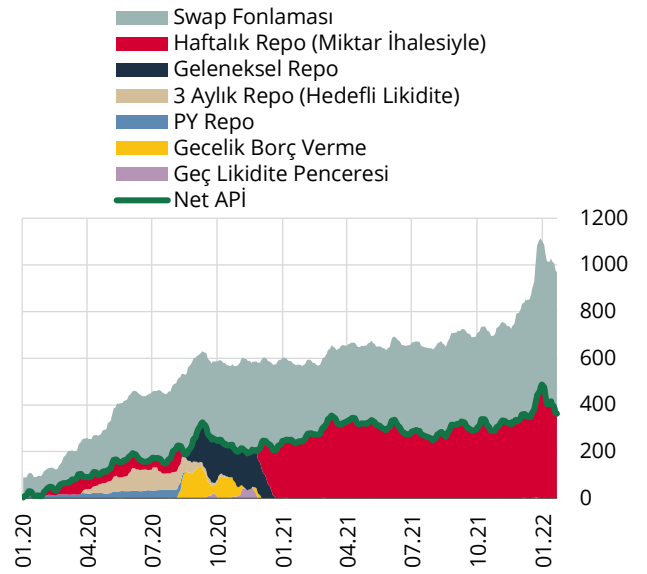
**Mevcut Rapor döneminde de TCMB fonlaması sade bir operasyonel çerçevede APİ ve swap işlemleri kanalıyla yapılmış, gecelik faizler TCMB politika faizi etrafında oluşmuştur.** TCMB'nin öngörülebilir likidite yönetimi sayesinde BIST gecelik repo faizleri, TCMB politika faizi etrafında dalgalanmaya devam 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

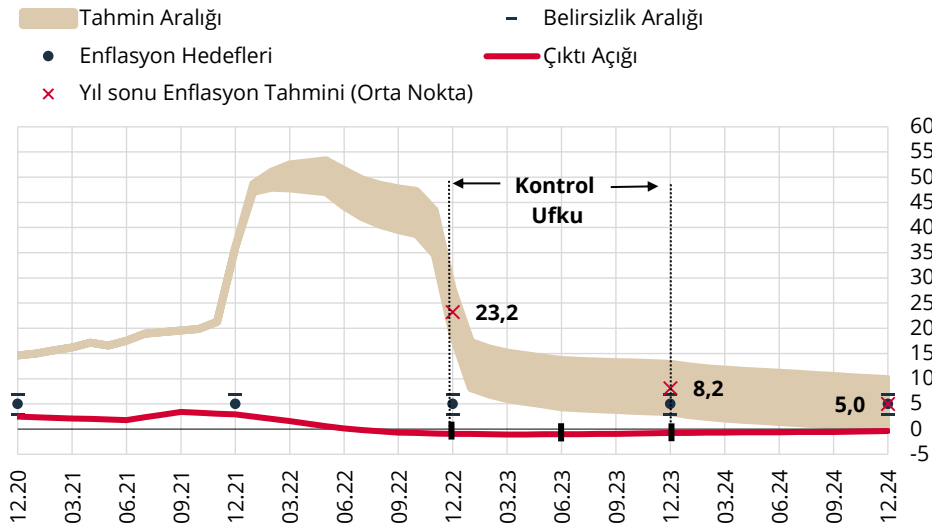
Tarih	Kurum	Politika Kararı
8 Kasım 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bankaların Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki operasyonel esnekliğinin artırılması amacıyla, Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve/veya Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap İhalelerinde (Geleneksel Yöntem) işlem yapan bankaların, talep etmeleri halinde, işlemlerini swap yerine karşılıklı depolar şeklinde sonuçlandırabilmelerine imkân sağlanmıştır.</li> </ul>
9 Kasım 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> </ul>
1 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> </ul>
3 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.</li> </ul>
10 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.</li> </ul>
13 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.</li> </ul>
17 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.</li> <li>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.</li> </ul>
21 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>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.</li> </ul>
29 Aralık 2021	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> </ul>

## 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 sektöre 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.<sup>1</sup>

**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.

<sup>1</sup> 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.